



Forord

Denne masteroppgaven er skrevet på Handelshøyskolen ved NMBU våren 2015. Oppgaven representerer slutten på masterstudiet i Entreprenørskap og Innovasjon.

Masteroppgaven springer ut ifra en interesse om nye teknologibaserte gründerbedrifter. I media presenteres det en tydelig trend på at Norge er dårlige på å etablere, og å videreutvikle slike bedrifter. Hovedårsaken til dette problemet blir i stor grad presentert som mangelen på finansiering. Jeg har selv arbeidserfaring fra en gründerbedrift i USA hvor tilgangen på kapital var et stort problem for den videre overlevelsen til bedriften. Gründerne var hele tiden på leting etter kapital fra VCs og forretningsengler, og slet med å få tid til å jobbe med selskapet. Dette gikk ut over driften og utviklingen til selskapet. Tilgangen på kapital var altså et reelt problem for dem. Jeg har altså opplevd på nært hold de problemene som oppstår når gründerbedrifter mangler kapital, og jeg ønsket derfor å undersøke hvordan tilstanden var i Norge. Noe jeg har opparbeidet meg stor innsikt i gjennom denne oppgaven.

For å ha hjulpet meg med oppgaven vil jeg takke min veileder, professor Anders Lunnan. Som veileder har du vært en god sparringspartner og kilde til inspirasjon. Takk for at du har ledet meg inn på riktig vei når jeg har stått fast, og samtidig latt meg få skrive oppgaven slik som jeg ønsket.

Jeg vil også takke IT-gründer og professor Lars Monrad-Krohn for gode diskusjoner, og for å komme med innspill til utformingen av oppgaven. Du skal også ha takk for å ha hjulpet meg med å finne gode intervjuobjekter.

Alle informantene som stilte opp og tok seg tid til å bli intervjuet, skal også ha en stor takk. Denne oppgaven hadde ikke kunne blitt skrevet uten dere.

Til slutt vil jeg takke venner, familie og medstudenter som har kommet med innspill, hjulpet til med rettskrivning og sist men ikke minst bidratt med en stor dose motivasjon.

Ås, 15.05.2015

Andreas Johnsrud Fjellheim

Sammendrag

Målet for denne masteroppgaven har vært å beskrive og forklare årsakene til et finansieringsgap for potensielle vekstbedrifter i Norge, og å utforske hvordan nye offentlige virkemidler kan implementeres for å redusere dette gapet. Oppgaven har hatt et spesielt fokus på en pre-såkornordning som virkemiddel.

Tidligere forskning viser at vekstbedrifter er særdeles viktige for et lands verdiskapning, og skaper blant annet enormt mange arbeidsplasser. Det er det offentlige virkemiddelapparatets rolle å legge til rette for at nyetablerte bedrifter har muligheten til å vokse seg store. I de tidligste fasene foreligger det mye usikkerhet knyttet til teknologi, produkt og marked, samtidig som bedriften har få eller ingen inntekter. Det er derfor en veldig krevende fase, og få private investorer er interessert i å investere. I flere land er det identifisert et finansieringsgap mellom gründerbedrifter i denne fasen og tilgangen på kapital. Dette fenomenet finner vi også igjen i Norge.

Ved å intervjuer anerkjente eksperter fra begge sider av finansieringsgapet tilrettelegger denne studien for et helhetlig bilde av fenomenet. Følgende problemstilling har dannet grunnlaget for det teoretiske rammeverket:

Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial, i Norge, og hvordan kan nye offentlige virkemidler utarbeides for å redusere dette gapet?

Resultatene fra studien tilsier at det er en **mangel på innovasjonskultur** som fører til finansieringsgapet. Innovasjonskulturen påvirker begge sider av finansieringsgapet: Fra etterspørselssiden er det en dårlig *gründerkultur*, som fører til at det er få potensielle vekstbedrifter. Fra tilbudssiden er det en dårlig *investeringskultur*, som både fører til en mangel på kapital, og til dårlig utvelgelse av investeringsobjekter.

Det foreslås derfor flere offentlige virkemidler hvor alle har som målsetning, å dyrke frem de vekstkraftige bedriftene. For å hankses med finansieringsgapet på kort sikt så foreslås det å både øke kvantiteten av kapital i tillegg til kvaliteten på utdelingen av kapital (mer treffsikre ordninger). Det utarbeides et konkret forslag om en pre-såkornordning, samt forslag om skatteincentiver, matchmaking og forretningsenglenettverk. På lengre sikt så foreslås det å legge til rette for trening og utdanning av investorer og entreprenører, for å heve innovasjonskulturen i landet.

Abstract

This master thesis explains and describes the existence of an “equity gap” for potential growth enterprises in Norway, and explores how new government policy schemes can reduce this gap. This thesis has a special focus on a pre-seed scheme.

Previous research shows that growth enterprises are particularly important for a country's value creation, and creates among others a huge amount of jobs. It is the government's role to develop policy instruments to facilitate this growth. In the start-up phase, there is uncertainty associated with the technology, the product and the market, and it is thus one of the most challenging phases for all businesses. This is also a stage where the company needs capital to survive, due to little or no income. In several countries, it is identified a funding gap between these companies and their access to capital. This phenomenon can also be found in Norway.

By interviewing experts from both the demand- and the supply side of the “equity gap”, this study forms a comprehensive picture of the phenomenon. The following issue has formed the basis for the theoretical framework:

Why is there an “equity gap” in Norway for potential growth companies, and how can new governmental policy schemes reduce this gap?

The results suggest that there is a lack of an **innovation culture** leading to the “equity gap”. Innovation culture affects both sides of the gap: From the demand side, there is a poor entrepreneurial culture, which means that there are few start-ups with potential for growth. From the supply side, there is a poor investment culture, which leads to both a lack of capital, and poor investment decisions.

This study therefore proposes several policy schemes, with one common goal: “to cultivate potential growth enterprises”. In the short term, the “equity gap” can be reduced by both increasing the quantity of capital, in addition to increasing the quality of the investment decisions. Therefore a specific proposal for a pre-seed scheme is developed, as well as suggestions for tax incentives, matchmaking events and Business angel networks. In the long term, it is proposed, to facilitate training and education of investors and entrepreneurs, to raise the innovation culture in the country.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	i
Sammendrag	ii
Abstract	iii
Innholdsfortegnelse	iv
Figurer og tabeller	vi
Definisjoner og forkortelser	vii
1. Introduksjon.....	1
1.1 Bakgrunn.....	1
1.2 Formål og relevans	4
1.3 Problemstilling.....	5
1.4 Oppbygning av oppgaven	5
2. Teoretisk rammeverk	6
2.1 SMBer og vekstbedrifter	6
2.2 TTO og inkubator	10
2.3 Kapitalkilder i risikokapitalmarkedet.....	12
2.4 Kilder til finansieringsgapet	21
2.5 Design av virkemiddelapparatet.....	27
2.6 Oppsummering og forskningsspørsmål.....	33
3. Metode.....	34
3.1 Valg av metode.....	34
3.2 Dybdeintervju	35
3.3 Utvalg av informanter.....	35
3.4 Gjennomføring av metode	37
3.5 Litteratur.....	38
3.6 Analyse av data.....	38
3.7 Undersøkelsens kvalitet.....	39
3.8 Etske avveininger	40

4.	Resultater og analyse.....	41
4.1	Innledning.....	41
4.2	Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial i Norge? ..	41
4.3	Hvordan kan en pre-såkornordning utarbeides for å redusere dette finansieringsgapet?.....	51
4.4	Hvilke andre virkemidler kan redusere dette finansieringsgapet?.....	60
5.	Drøfting og policy implikasjoner	65
5.1	Drøfting.....	65
5.2	Policy implikasjoner	68
5.3	Anbefalinger til videre forskning	72
5.4	Svakheter og begrensninger ved studien	74
	Litteraturliste.....	viii
	Vedlegg.....	xiii
	Vedlegg 1 – Pre-såkornordningen.....	xiii
	Vedlegg 2 – Intervjuobjekter.....	xv
	Vedlegg 3 – Overordnet intervjuguide/temaguide.....	xvi

Figurer og tabeller

Figur 1: Oversikt over forslaget om pre-såkornordning (Abelia & FIN 2015).....	4
Figur 2: Nyetableringer og etablerte foretak eller vekstpotensial (Borch et al. 2002, s 12)	7
Figur 3: Investeringsfaser i «private equity-markedet» (Borch et al. 2002, s 21)	9
Figur 4: Uformelle investorer etter kompetanse- og investeringsaktivitet (Sørheim & Landström 2001, s 358)	14
Figur 5: Antall forretningsengler vs. investeringsvolum (MENON Business Economics 2010)	15
Figur 6: Ulike innslagspunkt for de ulike finansieringsvirkemidlene (Rasmussen et al. 2007)	19
Figur 7: Illustrasjon av dødens dal (Murphy & Edwards 2003, s 16)	21
Figur 8: Risiko vs. forventet avkastning(MENON Business Economics 2011, s 7)	24
Figur 9: Utviklingsfaser og finansieringskilder. Langeland (2010) bearbeidet fra Gullander og Napier (2003)	26
Figur 10: Analyse og diskusjon for hvert forskningsspørsmål	41
Figur 11: Bearbeidet forslag til pre-såkornordning, fritt etter Abelia og FIN (2015).....	70
Tabell 1: Fordeler og ulemper ved virkemidler rettet mot forretningsengler (Tilvaxtanalys 2013, s 96)	28
Tabell 2: Detaljert oversikt over prosessen fra teori til og med analyse.....	37
Tabell 3: Oppsummering av funn fra dybdeintervjuer (Q1)	49
Tabell 4: Oppsummering av funn fra dybdeintervjuer (Q2)	57
Tabell 5: Oppsummering av funn fra dybdeintervjuer (Q3)	63
Tabell 6: De viktigste årsakene til finansieringsgapet	66
Tabell 7: Oversikt over forslag til virkemidler	69
Tabell 8: Fordeler og ulemper med den nye pre-såkornordningen	72
Bilde 1: Oversiktsbilde benyttet i intervjuene for å besvare Q2	35

Definisjoner og forkortelser

For å gjøre oppgaven enklere å lese vil det her listes opp noen forkortelser som ofte blir brukt, og deretter noen definisjoner som ikke blir forklart i oppgaven.

Forkortelser:

BA	Business Angel/Forretningsengel
BAN	Business Angel Network/Forretningsenglenettverk.
PSO	Pre-såknordningen
SMB	Små- og mellomstore bedrifter
TTO	Technology Transfer Office
USO	University Spin-Off
VC	Venturekapitalfond (Venturekapitalister)

Definisjoner:

Deal Flow: Dette er en term som benyttes av investorer som omhandler hvor mange gode forretningsmuligheter (investeringsobjekter) de mottar i løpet av en tidsperiode. En god «deal flow» betyr at du mottar mange gode investeringsmuligheter på kort tid.

Due Dilligence: Det norske ordet for denne termen er selskapsgjennomgang. Termen er ofte brukt av investorer, og beskriver den prosessen investorene gjennomgår for å finne ut om et selskap er et godt investeringsobjekt.

Track record: En term som blir benyttet for å forklare en bedrift/persons tidligere erfaring innenfor et område. En investor med god «track record», har investert i flere vellykkede selskap fra før av, og vet derfor hvordan man investere.

1. Introduksjon

«Mange av fremtidens bedrifter er ennå ikke etablert. De vil skapes av mennesker som tør å ta en sjanse, mennesker som bruker sine evner og ressurser til å skape nye arbeidsplasser. Regjeringen vil ha som mål at Norge skal være blant Europas mest innovative land.»

Regjeringen om innovasjon (Sundvolden-Erklæringen 2013, s 27)

1.1 Bakgrunn

Norge er langt ifra Europas mest innovative land. Innovation Union Scoreboard (IUS) benytter seg av 25 ulike indikatorer for å måle innovasjonsnivået i Europa. På deres måling fra 2014 ligger Norge på 17. plass, bak Kypros og foran Italia. Dette er under gjennomsnittet i Europa og under gruppen «moderate investors». Våre naboland Sverige, Finland og Danmark er henholdsvis nummer 2, 3 og 5 på listen, og således blant Europas mest innovative land (IUS 2014). Veksten i innovasjonsnivået er også under det europeiske gjennomsnittet, så situasjonen ser ikke ut til å forbedre seg.

Norge har lenge levd på oljen, men sett i lys av en fallende oljepris (DN 2014) og store oppsigelser i norsk oljesektor (NRK 2015), kan andre satsingsområder være mer hensiktsmessig. Omstilling etter oljen er hyppig blitt tatt i bruk av media og politikere (DN 2015; NRK 2014). En satsing på bedrifter utenfor oljesektoren kan derfor være hensiktsmessig for å kunne opprettholde velferdsstaten når oljen tar slutt. Administrerende direktør i Innovasjon Norge tror at denne omstillingen gir nye muligheter for Norge til å bygge fram nye industrier (Dagsavisen 2014). Mulighetene ligger derfor til rette for å bygge flere internasjonale selskaper som kan ta over Statoils posisjon når oljen renner bort.

«Det er nå viktigere enn noen gang at vi bygger opp flere næringer»

Næringsminister Monica Mæland til E24 (2015)

Alle store internasjonale bedrifter har på et eller annet tidspunkt vært små. Små og mellomstore bedrifter (SMB) står for totalt 99 % av alle bedriftene (SSB 2015b), og halvparten av verdiskapningen i Norge (MENON Business Economics 2009a). For at disse bedriftene skal utvikle seg til å bli store må de vokse. Tidligere forskning viser at vekstbedrifter er veldig viktige for et lands verdiskapning (Rasmussen 2014; Spilling 2001) og skaper blant annet enormt mange arbeidsplasser (MENON Business Economics 2009a). Det er det offentlige virkemiddelapparatets rolle å legge til rette for at bedrifter har muligheten til å vokse seg store. Innovasjon Norge er det offentliges viktigste aktør for å fremme vekst i nyetablerte bedrifter.

I 2014 ble det etablert ca. 55 000 bedrifter i Norge (SSB 2015a) og det bør derfor ikke være mangel på gründere. Flere av disse går konkurs etter relativ kort tid og kun 30% av alle bedriftene som ble startet opp i 2007 eksisterte 5 år senere (SSB 2014). Mye av grunnen kommer av at det foreligger mye usikkerhet knyttet til teknologi, produkt og marked i de stadiene der bedriften er nyetablert. Dette stadiet er derfor en av de mest krevende fasene for alle bedrifter. Det er en utfordring at for få av nyetableringene tar det ekstra steget videre og utvikler seg til å bli en vekstbedrift.

Forskning viser at gründerbedrifter har problemer med å anskaffe kapital i de tidligste fasene (Mason & Harrison 1995; Rasmussen et al. 2007), og denne trenden finner vi også i Norge (MENON Business Economics 2011). Tidligfaseinvestorene i European Venture Capital Association (EVCA) gjorde 75 nyinvesteringer i svenske selskaper i første halvår av 2013, der det til sammenligning ble investert i 7 norske selskaper (Investinor 2013). Europeiske investorer har altså liten tro på de norske selskapene. Den samme trenden ser vi hos investorer i Norge. Av totalt 6 Milliarder NOK som ble investert i unoterte foretak i 2013, gikk så lite som 1 % av kapitalen til bedrifter i de tidligste fasene, såkalt såkornkapital (NVCA 2013).

På oppdrag fra nærings og handelsdepartementet utarbeidet MENON Business Economics (2011) en rapport hvor de så for seg tilgangen på kapital i tidligfasesegmentet i Norge. I rapporten konkluderes det med:

«For the earliest stages (seed stages) there is now a clear and increasing shortage of risk capital for funding projects with a high growth potential»

(MENON Business Economics 2011, s 2)

Lav tilgang på risikokapital for potensielle vekstbedrifter er problematisk for et land som skal satse på «flere vekstkraftige bedrifter» (Delmål 2, Innovasjon Norge 2015c). Spesielt siden unge bedrifter med vekstambisjoner opplever tilgangen på kapital som et av de viktigste hindrene for vekst og utvikling (Rasmussen et al. 2007).

Mason og Harrison (1995) argumenterer for at det er en lav tilgang på kapital for små selskaper i oppstarts- og vekstfasen, det er dette som kalles finansieringsgapet. Finansieringsgapet er ofte betegnet som en fase der gründerens egne midler har tatt slutt og før noen eksterne investorer er villige til å investere i selskapet. Det er derfor en fase hvor gründeren har veldig lite kapital tilgjengelig samtidig som utgiftene er høye. Dette er problematisk i den forstand at de potensielle vekstbedriftene går konkurs i denne fasen, altså selskaper som burde ha mottatt kapital fra et samfunnsøkonomisk lønnsomhetsperspektiv. Det private kapitalmarkedet klarer ikke å identifisere disse selskapene og det argumenteres for offentlig interaksjon.

I Norge er det flere offentlige virkemidler som er beregnet for å redusere finansieringsgapet. Innovasjon Norge har blant annet etablerertilskudd, risikolån og såkornfond som skal adressere bedrifter i tidligfase. Spesielt såkornfondene har som mål å redusere dette finansieringsgapet (MENON Business Economics 2009b). Regjeringen har satset videre på såkornfondene og det er nylig etablert to fond i 2014 (Innovasjon Norge 2015b), og innvilget kapital til to nye fond med oppstart i 2015 (Nærings- og Fiskeridepartementet 2015a). De tidligere fondene har blitt kritisert for å ikke investere i en «tidlig nok fase» (MENON Business Economics 2009b; Næringslivets Hovedsorganisasjon 2013), og det argumenteres derfor fra flere kanter om å opprette nok et virkemiddel.

Fra Sundvolden-Erklæringen (2013, s 27), står det at regjeringen vil:

«Forbedre tilgangen til statlig pollen- og såkornkapital og legge til rette for at organisasjonene som forvalter tiltakene kan plasseres i universitetsbyer.»

Abelia og FIN (2015) foreslo i den sammenheng å opprette en «**pre-såkornordning**» (PSO). Ordningen er et offentlig virkemiddel som skal gi finansiell støtte til potensielle vekstbedrifter i oppstartsfasen for å enklere krysse «dødens dal». Virkemiddelet er et såkalt «Matching Fund», der offentlig kapital matches med privat. Meningen er at den offentlige kapitalen skal fungere som risikoavlastning for den private investoren og dermed gjøre dem mer investeringsvillig. Dette skal gi høyere incentiv for private aktører til å investere i selskaper i en tidligere fase enn de har gjort før. Private investorer bringer med

seg «kompetent kapital» og kan derfor hjelpe gründere med kompetanse i tillegg til kapital (Mason & Harrison 1995). Pre-såknordningen skal forvaltes av utvalgte TTOer og inkubatorer tilknyttet universitets- og forskningsmiljøene i landet. Formålet med å gi forvalteransvaret til disse, er at bedriftene som er med i slike programmer allerede har gått gjennom en prekvalifisering, og flere «dårlige» bedrifter bør være utelukket allerede her. Figur 1 gir et oversiktsbilde av denne ordningen. Forslaget ble sendt inn til Nærings- og Fiskeridepartementet, som en mal på hvordan ordningen bør innrettes. I desember 2014 oversendte Stortinget et forslag til regjeringen om å iverksette en pre-såknordning (Abelia & FIN 2015). En detaljert beskrivelse av pre-såknordningen ligger i vedlegg 1.



Figur 1: Oversikt over forslaget om pre-såknordning (Abelia & FIN 2015)

1.2 Formål og relevans

Formålet med denne studien er å se på hvilke faktorer som påvirker det norske finansieringsgapet. Studien vil dermed øke kunnskapsfronten knyttet til finansieringsgapet, og bidra til forståelse til hvorfor det oppstår i en norsk kontekst. Etter å ha adressert påvirkningsfaktorene vil det utarbeides forslag til virkemidler for å håndtere disse, men hovedfokuset vil være på en pre-såknordning. Videre vil det bli drøftet alternative løsninger som kan være mer hensiktsmessige eller supplerende til en slik ordning.

Oppgaven vil derfor være av relevans både fra et praktisk og teoretisk perspektiv. Praktisk siden studien foreslår konkrete offentlige virkemidler og legger til rette for en ny policy-utforming. Teoretisk siden den utforsker et finansieringsgap i norsk kontekst, og identifiserer hvilke faktorer som har en påvirkningsgrad i dette landet.

1.3 Problemstilling

Problemstillingen for denne oppgaven er som følger:

Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial, i Norge, og hvordan kan nye offentlige virkemidler redusere dette gapet?

Gjennom problemstillingen vil årsakene til finansieringsgapet redegjøres, og det vil forslås mulige løsninger for å redusere gapet. Ved å først identifisere årsakene, er man mye bedre rustet til å utarbeide aktuelle offentlige virkemidler som kan ta høyde for disse. En slik kombinasjon vil derfor være mer treffsikker enn studier som håndterer fenomenene hver for seg.

1.4 Oppbygning av oppgaven

I kapittel 2. Teoretisk rammeverk vil de ulike momentene som er tilstede under et finansieringsgap granskes. Det vil i starten pekes på viktigheten av vekstbedrifter, hvilke livsfaser en gründerbedrift går gjennom og de ulike kildene til finansiering. Deretter vil det spesifiseres inn mot finansieringsgapet, før det til slutt blir tatt opp policy forslag. Ut ifra teorien vil oppgaven avgrenses og ut ifra de to siste delkapitlene vil forskningsspørsmålene utledes. I kapittel 3. Metode vil valg av metode diskuteres, og det vil forklares hvordan ulike design er benyttet til å belyse de ulike forskningsspørsmålene. Det vil forklares hvordan intervjuene er gjennomført og hvordan datainnsamlingen har pågått kontinuerlig. I kapittel 4. Resultater og analyse vil hvert forskningsspørsmål studeres hver for seg på en mikrostruktur ved å gå ned på detaljnivå. Hvert spørsmål har sitt eget delkapittel som bygges opp av en teoretisk introduksjon før dataene blir presentert og deretter diskutert. I kapittel 5. Drøfting og policy implikasjoner vil funnene og forskningsspørsmålene bli drøftet på makronivå for å se den overordnede konteksten knyttet til problemstillingen. I dette kapittelet vil det også presenteres konkrete forslag for policy design og anbefalinger til videre forskning.

2. Teoretisk rammeverk

Teoridelen er strukturert med tanke på et finansieringsgap for potensielle vekstbedrifter i Norge, og de offentlige virkemidlene som eksisterer for å redusere dette gapet. Den overordnede teorien vil først bli presentert for å danne grunnlaget for de siste delkapitlene. Først sees det derfor på viktigheten av SMBer og vekstbedrifter, oppgaven til TTOer og inkubatorer, definisjon av tidligfase og de ulike kildene til kapital for gründerbedrifter. Avslutningsvis tas det opp årsaker til finansieringsgapet, og design av virkemidler for å redusere dette. Teorien er hentet med tanke på disse fenomenene. På slutten av kapittelet oppsummeres de viktigste punktene, og forskningsspørsmålene presenteres.

2.1 SMBer og vekstbedrifter

Små- og mellomstore bedrifter (SMBer) defineres i Norge som en bedrift med under 100 ansatte (MENON Business Economics 2009a). I henhold til SSB (2015b) var det per 1. Januar 2015 tilnærmet 550 000 bedrifter i Norge. Av disse går ca. 99 % inn under kategorien SMB, og sto til sammen for over halvparten av verdiskapningen i landet. Hele 90 % av bedriftene har under 10 ansatte, og foretak med 0-20 ansatte utgjorde 33 % av verdiskapningen i Norge (MENON Business Economics 2009a). De aller minste bedriftene har derfor en enorm påvirkning på landet. For at denne andelen skal holde seg jevnt over lang tid, må de bedriftene som går konkurs stadig erstattes med nye. Nyetableringer er derfor en viktig kilde til omstilling og nyskapning i næringslivet (MENON Business Economics 2009a).

2.1.1 Vekstbedrifter og Levebrødsbedrifter

Bedrifter kan grovt sett deles inn i vekstbedrifter og levebrødsbedrifter. Borch et al. (2002) gjør dette ved å benytte en forutsetning om at en bedrifts vekstpotensiale sier noe om hvor stort kapitalbehovet er, og at en vekstbedrift har et mye høyere kapitalbehov enn en levebrødsbedrift. Sistnevnte har sjelden stort behov for kapital i de senere fasene etter etablering. Når de først har kommet seg gjennom etableringsfasen vil de ofte kunne opprettholde et stabilt nivå i flere år. En vekstbedrift er derimot en bedrift som har behov for ekstern kapitaltilgang gjennom flere faser av bedriftens liv. Borch et.al (2002) skiller også mellom nyetablerte- og etablerte bedrifter siden etablerte bedrifter i enklere grad kan innhente kapital på egen hånd, mens nyetableringer i liten grad har tilgang på finansiering gjennom inntjening (figur 2).

	Nyetablering	Etablert foretak
Lite vekstpotensial	Levebrødsforetak	Levebrødsforetak
Moderat/stort vekstpotensial	Vekstforetak	Vekstforetak

Figur 2: Nyetableringer og etablerte foretak eller vekstpotensial (Borch et al. 2002, s 12)

Borch et al. (2002) undersøkte nyetableringene i perioden mai-juni 2002 og karakteriserte hele 90 % av dem som levebrødsbedrifter. Kun 6.5 % av disse hadde ambisjoner om vekst. Levebrødsbedriftene er viktige for utskiftningen av bedriftene i Norge. Hvert år forsvinner ca. 1500 norske bedrifter og blir erstattet av like mange nye. Dette er en dynamisk endring, som fører til økt produktivitet og vekst i økonomien (MENON Business Economics 2009a). Denne dynamiske endringen betyr at vi også er avhengig av de foretakene som ikke utvikler seg i vesentlig grad. MENON Business Economics (2009a) så på småbedrifters vekst fra 1997-2007. I løpet av 10-års perioden var det bare 0.2 % av 52 000 som vokste seg store, men disse ca. 100 bedriftene hadde vokst med ca. 21 000 ansatte i løpet av perioden. De bedriftene som bidrar mest til verdiskapningen per bedrift er vekstbedriftene. Storey og Greene (2010, s 208) hevder at små bedrifter som vokser seg mellomstore/store over en kort tidsperiode er sentrale for økonomisk velstand. I Norge er trenden at mange starter opp ny bedrift, men altfor få av dem utvikler seg til å bli vekstbedrifter (SIVA 2010).

2.1.2 Måle vekst

Å måle vekst i en bedrift er vanskelig og det eksisterer flere modeller som forsøker dette. Vanlige faktorer for å måle vekst er en endring i omsetning, antall ansatte eller en kombinasjon av disse to. Denne oppgaven forsøker ikke å måle vekst, men å peke på hvorfor det er viktig. Det blir derfor benyttet SSBs definisjon på vekst. SSB (2014) definerer norske mediumvekstforetak som en bedrift med 5 eller flere ansatte som over en periode på 3 år har hatt en gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning på mellom 10- og 19 %. Høyvekstforetak har under de samme forutsetningene hatt en vekst på minst 20%. Hvis et høyvekstforetak har hatt tilsvarende vekst i mer enn 5 år kalles det en «gaselle». Bedriftene kan derfor grovt sett deles inn slik:

1. Levebrødsforetak
2. Vekstforetak
 - a. Mediumvekst
 - b. Høyvekst
 - c. Gaseller

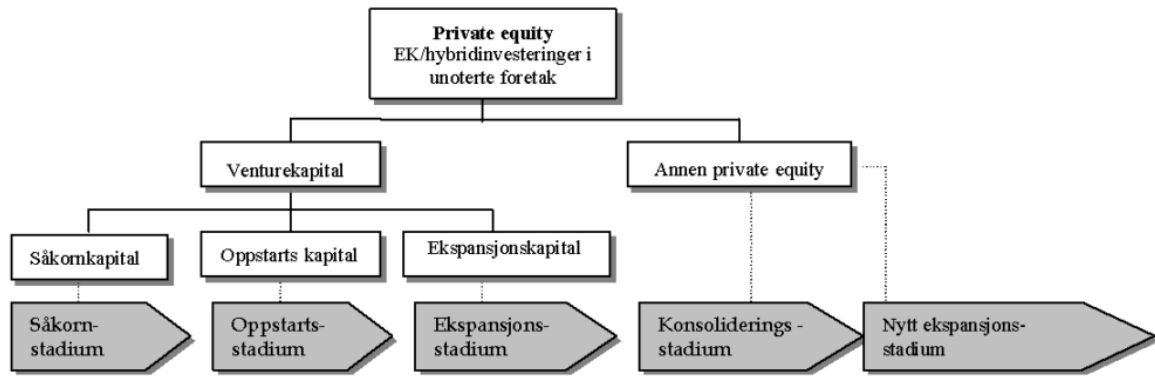
MENON Business Economics (2011) identifiserte 1600 høyvekstforetak i perioden 2006-2008. Dette var 2 % av alle bedrifter som ble etablert i perioden. Rasmussen (2014) viser til at det var 2 116 gaseller i Norge i 2012, og at det tilsvarte 4 % av alle bedrifter i Norge. Gasellene stod for 50 % av nye arbeidsplasser over en 4-års periode (Rasmussen 2014).

2.1.3 Usikkerhet og risiko ved nyetableringer

Det er stor sannsynlighet for at de fleste nyetableringer ikke overlever veldig lenge. I en 5-årsperiode fra 2007 til 2012 var det kun 30 % av de nyetablerte bedriftene som overlevde (SSB 2014). Denne lave overlevelsesraten er årsaken til at det å starte opp er ansett som et risikabelt prosjekt. Byers et al. (2011, s 142) tar for seg 5 ulike kilder til usikkerhet knyttet til oppstarten, og som derfor påvirker risikoen for overlevelse. Disse er: marked, organisasjon og ledelse, produkt og prosess, lover og reguleringer og det finansielle. Som gründer så må man identifisere og håndtere de største utfordringene for å redusere disse. Bedrifter med en enda høyere grad av usikkerhet er teknologibaserte bedrifter (NTB's: new technology based firms). Disse baserer seg ofte på en ny teknologi, og det er derfor knyttet veldig stor usikkerhet til produktet. Dette kan føre at veien til markedet blir lang for disse bedriftene, med manglende inntjening i flere år. Bedrifter som stammer fra universitetsmiljøer blir ofte kalt USOs eller «University spin-offs». Disse kan være teknologibaserte, men er det nødvendigvis ikke. Rasmussen et al. (2007) hevder at disse selskapene ofte vokser tregere enn andre bedrifter på grunn av lang vei fra ide til marked, men at de til gjengjeld har en veldig høy overlevelsessevne.

2.1.4 Investeringsfaser for SMBer

Investeringer i SMBer er investeringer i unoterte foretak, siden det kun er de aller største SMBene som har muligheten til å finansiere sin virksomhet på børsen (Borch et al. 2002). Dette er investeringer i det uorganiserte markedet, eller «private equity- markedet». «Private equity-markedet» er det ene av to delmarkeder i risikokapitalmarkedet. Borch et al. (2002) deler «private equity-markedet» inn i flere investeringsfaser, hvor hver av fasene kjennetegner et stadium i livsløpet til en bedrift. Venturekapital kjennetegner investeringer gjort i de tidligste fasene (de yngste selskapene), mens annen «private equity» er gjort i bedriftens modnings- og ekspansjonsfase.



Figur 3: Investeringsfaser i «private equity-markedet» (Borch et al. 2002, s 21)

I denne oppgaven er det venturekapital investeringer som er relevante. Fra figur 3 er det tre ulike investeringsstadier i venturekapitalmarkedet; såkorn, oppstarts og ekspansjon. Det er flere ulike definisjoner på investeringsfasene i det som omtales som tidligfase. I denne oppgaven vil det grovt sett deles inn i 3 ulike stadier, og deretter undergrupperinger under disse. Metrick og Yasuda (2010) definerer disse 3 fasene som: **1. Tidligfase:** inkluderer alt fram til kommersialiseringen av et produkt/tjeneste. **2. Middelfase:** Er alt i mellom tidlig og senfase, og er ofte kalt ekspansjonsfasen. **3. Senfase:** Er selskaper som har et bevisst produkttjeneste og med enten lønnsomhet eller en klar vei mot lønnsomhet. Innunder disse 3 investeringsfasene er det i denne oppgaven plassert underordnede faser. Dette er faser som oftest blir presentert gjennom artikler, studier og rapporter.

1. Tidligfase

- a. Ide og etablering
- b. Pre-såkorn (pre-seed)
- c. Såkorn (seed)
- d. Oppstart (start-up)
- e. Tidlig vekst

2. Middelfase

- a. Ekspansjon

3. Senfase

- a. Modning
- b. Omstrukturering

I denne oppgaven vil det oftest bli referert til **tidligfase**, siden det er i dette området finansieringsgapet oppstår, og offentlige virkemidler vil derfor ha som formål å adressere denne fasen. Videre i oppgaven vil det refereres enten til de 3 overordnede fasene, eller direkte til de underordnede fasene.

2.2 TTO og inkubator

Forslaget om pre-såkornordning går ut på å gi forvalteransvar til de beste TTOene og inkubatorene (Vedlegg 1), og disse har derfor fått et eget kapittel i teoridelen. Abelia og FIN (2015) viser til at TTOer og inkubatorer tilbyr spesialisert forretningsutviklingskompetanse av høy kvalitet. Bedrifter som tas opp i slike programmer vurderes basert på en helhetlig vurdering av team, kompetanse, innovasjonshøyde m.m (Abelia & FIN 2015). TTOer og inkubatorer gjennomgår derfor en screening av nyetablerte bedrifter, noe som bør gjøre de i stand til å velge ut de «gode» bedriftene.

2.2.1 TTOer og kommersialisering av forskning

Kommersialisering av forskning er et av satsningsområdene i Norge. Det er blant annet et mål at forskning skal utgjøre 3 prosent av BNP innen 2030 (Sundvolden-Erklæringen 2013, s 58). Fra erklæringen heter det: «*Det må bli mer attraktivt å investere risikokapital i kommersialisering av forskning og innovasjon*» (2013, s 58). Rasmussen og Rice (2010) hevder at universiteter forventes å benytte seg av teknologioverføring og kommersialisering av forskning som en del av deres hovedoppgaver i tillegg til undervisning og forskning.

Etter Rogers (2008) definerer Rasmussen og Rice (2010, s 62) kommersialisering som: «*Commercialization is the conversion of an idea from research into a product or service for sale in the marketplace*». Denne definisjonen tar for seg hele kommersialiseringsløpet, fra en forskningsbasert ide til et ferdig produkt i markedet.

Kommersialiseringen av teknologibaserte konsepter med potensiale for høyvekst har lenge vært en suksessoppskrift i USA (Rasmussen & Sørheim 2012). Dette er også blitt et satsningsområde blant flere europeiske land.

Denne satsingen har bidratt til opprettelsen av «Technology Transfer Offices» eller TTOer. En TTO fungerer som et mellomledd mellom universitets- og forskningsmiljøer og næringslivet. TTOer er siden 2004 blitt etablert ved de største universitetsmiljøene (Rasmussen & Rice 2010). I Norge så er hovedfokuset deres å starte nyetableringer og salg/utlisensiering av teknologi. Rasmussen & Rice (2010, s 73) kritiserer norske TTOer for å ha et for smalt fokus på teknologioverføring. Noe som kan hemme den direkte interaksjonen mellom akademikere og næringsliv.

Nyetableringer fra TTOer utgjør en relativt liten andel av den totale teknologioverføringen, men det er hevdet at det i noen tilfeller vil være den mest effektive, eller den eneste måten å kommersialisere en oppfinnelse på (Rasmussen et al. 2007). Satsingen på kommersialisering av forskning i Europa har ført til en stor økning i antallet USOs (Rasmussen & Sørheim 2012).

2.2.2 Inkubator

Inkubatorer har mange fellestrekk med TTOer, men en inkubator trenger blant annet ikke å være tilknyttet et universitet. Det er derimot ikke uvanlig at et universitet både er tilknyttet en TTO og en inkubator. Et eksempel på dette er Inven2 (TTO) og Startuplab (Inkubator) ved UIO.

SIVA (2010, s 8) definerer inkubasjon som «*et verktøy for å fremme vekst og oppstart av nye bedrifter, og, derigjennom bidra til økt verdiskapning*». En inkubator er en enhet som arbeider med forretningsutviklingskompetanse for gründerbedrifter i tidlig fase. Inkubatorens oppgave blir dermed å hjelpe bedrifter og gründere som har en forretningside med å videreutvikle deres potensiale. Tjenester som en inkubator kan bidra med er bedriftsetablering, rådgivning, støttetjenester, lokaler og nettverk (SIVA 2010).

«By a business incubator we mean a way of bringing together young firms in a physical location to nurture and help them to survive and grow during the start-up period when they are most vulnerable» (Gullander 2001).

Bergek og Norrman (2008) har identifisert inkubatorers 4 kjerneområder, ved å se på de områdene som hyppigst omtales i andre vitenskapelige artikler. Disse er:

- 1. Delt kontorlandskap som leies til en akseptabel pris**
- 2. Delte kostnader på støttefunksjoner (printere, kontorrekvisita o.l)**
- 3. Profesjonell forretningsstøtte og rådgivning («Coaching»)**
- 4. Tilgang på nettverk**

Av disse 4 er det den profesjonaliserte rådgivningen som er den viktigste funksjonen til en inkubator (Bergek & Norrman 2008).

I Norge så skapte FoU- og industriinkubatorprogrammene til SIVA (2010) 1171 bedrifter frem til 2009, hvorav flere var vekstbedrifter. Disse bedriftene har i perioden 2004 - 2009 generert inntekter til det offentlige i form av direkte skatter og avgifter på til sammen mer enn 2.2 milliarder kroner (SIVA 2010).

Tamasy (2007) er kritisk til teknologiorienterte inkubatorer og argumenterer for at de ikke klarer å fylle sin rolle som et politisk instrument. Hun hevder at det finnes empiriske bevis på at disse inkubatorene *ikke* klarer å utgjøre en vesentlig forskjell i tilknytting entreprenørskap, innovasjon eller regional utvikling. Inkubatorer bør derfor settes opp som private organisasjoner istedenfor statsstøttede (Tamasy 2007).

2.3 Kapitalkilder i risikokapitalmarkedet

Det er flere ulike måter for en nyetablert bedrift kan tilegne seg kapital på. For bedrifter i tidligfase er det egenkapitalfinansiering, samt offentlig virkemidler som er de mest aktuelle. Lånefinansiering er normalt sett ikke relevant siden gründerbedrifter vanligvis ikke har en positiv kontantstrøm eller kan stille sikkerhet (MENON Business Economics 2011).

«Pecking-order» hypotesen forklarer hvilke kapitalkilder gründeren foretrekker. Hypotesen baserer seg på at intern finansiering er foretrukket over eksterne kapitalkilder. Hvis det ikke er tilstrekkelig interne kilder, så er lånefinansiering foretrukket overfor egenkapitalfinansiering (Lockett & Wright 2005). Gründeren foretrekker finansiering fra interne kilder og deretter lånefinansiering for å hindre utvanning av eierandeler.

2.3.1 Egenkapitalfinansiering

Egenkapitalfinansiering er kapital som kommer inn på egenkapital og gjeldssiden i balansen, under posten egenkapital. I motsetning til lånefinansiering, som går inn under gjeldsposten og som er et lån man må betale tilbake med en viss rente, så vil egenkapitalfinansiering være kapital som ikke må betales tilbake. Isteden så vil investor motta en eierandel i gründerbedriften. Ikke alle typer egenkapitalfinansiering kommer med en investor. Det skilles ofte mellom intern- og ekstern finansiering.

Intern finansiering

Intern finansiering er den viktigste kilden til kapital ved etableringen av selskapet. Forskning på USOs i USA viser til at 70% av selskapets startkapital kom fra intern finansiering (Lockett & Wright 2005). Intern finansiering deles inn i de tre F'er, gründeren selv og tilbakeholdt overskudd. Sistnevnte er ofte langt fram i tid for de bedrifter i tidligfase, og denne finansieringsformen vil derfor ikke omtales i denne studien.

Gründeren selv

Borch et al. (2002) hevder at gründeren selv står for mesteparten av finansieringen ved etablering av bedriften. MENON Business Economics (2011, s 20) støttet dette synet og hevder at de norske entreprenørene er den viktigste kapitalkilden for tidligfaseselskaper. Av de potensielle høyvekst bedriftene MENON Business Economics (2011) identifiserte hadde entreprenøren stått for en stor del av oppstartskapitalen (median på 250 000 NOK).

De tre F'er

De tre F'er («Family, Friends and Fools») kan være en viktig kapitalkilde for gründerbedriften. Dette er ofte de aktørene som en gründer først går til når egen konto er tømt. Disse aktørene kan lettere bli overtalt til å finansiere et prosjekt som en nær venn eller et familiemedlem har startet, uten at de selv har den rette kompetansen for å vurdere bedriftens potensiale. Den siste F'en poengterer nettopp mangelen på kompetanse hos venner og familie. Flere entreprenører vegrer seg for å få kapital fra denne gruppen, siden det kan oppstå komplikasjoner hvis bedriften går konkurs.

Disse aktørene kan gå innunder ekstern finansiering hvis de mottar eierposter i bedriften i bytte for kapital. Siden gruppen består av privatpersoner kan den være vanskelig å skille fra forretningsengler. Spesielt venneforhold er ikke alltid lett å registrere, og disse to gruppene kan derfor overlappe.

Ekstern finansiering

Ekstern egenkapitalfinansiering er når en investor investerer kapital i bytte mot eierandel. De mest relevante kildene til ekstern finansiering i tidligfase er forretningsengler («Business Angels») og venturekapitalfond («VC's»). I motsetning til den generelle oppfatningen er forretningsenglemarkedet i flere land større enn venturekapitalmarkedet for tidligfaseselskaper: «...*the primary source of external seed and early-stage equity financing in many countries is angel financing not venture capital*» (OECD 2011, s 10)

I denne oppgaven vil fokuset være spesielt rettet mot forretningsengler siden de investerer i de aller tidligste fasene og er dermed de private aktørene som kan bidra til å redusere finansieringsgapet. Venturekapitalfond vil også omtales fordi det er viktig å forstå forskjellen mellom disse to.

Forretningsengler – Business Angels

En forretningsengel er en uformell investor som investerer egenkapital i nyetableringer i bytte for en prosentvis eierandel i bedriften. Forretningsengler skiller seg på flere områder fra formelle venturekapitalfond. Den kanskje aller viktigste forskjellen er at en engleinvestor investerer egen kapital i oppstartsbedrifter, mens venturekapitalister investerer andre investorers kapital. Mason definerer forretningsengler som:

«...high net worth individuals who invest their own money, along with their time and expertise, directly in unquoted companies in which they have no family connection, in the hope of financial gain»

Definisjon av «Business Angels» Mason (2007, s 3)

Denne definisjonen inneholder 6 elementer som det er verdt å se nærmere på:

1. **High net worth.** Dette tilsier at forretningsengler har mye kapital, og nok til å risikere å investere i gründerbedrifter.
2. **Invest their own money.** Dette punktet skiller engler fra VCs. Ved å investere egen kapital tar forretningsengelen hele risikoen selv.
3. **Direct.** Forretningsengler gjør sine egne investeringsbeslutninger, og investeringen er derfor ikke styrt av fondsforvaltere, men av engelen selv.
4. **Time and Expertise.** De tar seg tid til å hjelpe selskapet, og bidrar med sin ekspertise og kompetanse.
5. **Unquoted companies.** De investerer i unoterte foretak, altså foretak som ikke er notert på børsen.
6. **Financial gain.** De investerer basert på en forventet avkastning på kapitalen. Noen studier viser også at psykologisk avkastning kan være en vel så viktig motivasjonsfaktor (Mason 2007, s 6).

Hvis alle de overnevnte faktorene er tilstede kan en privatperson kalle seg en forretningsengel. Mason (2007, s 6) viser til at disse karakteristikene for forretningsengler er tilnærmet like på tvers av landegrensler.

For å skille forretningsengler fra andre uformelle investorer utarbeidet Sørheim og Landström (2001) figur. 4 basert på aktivitets- og kompetansenivå:

		Competence	
		Low	High
Investment activity	High	Group 2 Traders (24% of the investors)	Group 4 Business angels (25% of the investors)
	Low	Group 1 Lotto investors (30% of the investors)	Group 3 Analytical investors (21% of the investors)

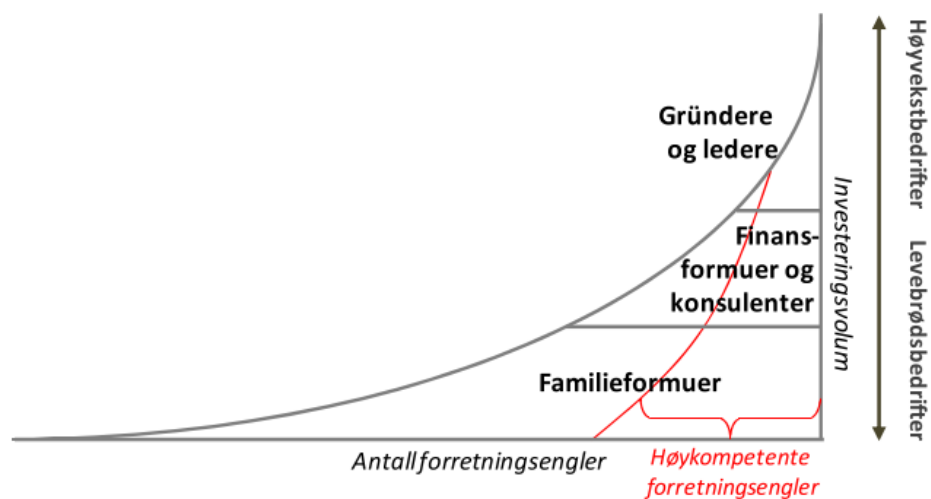
Figur 4: Uformelle investorer etter kompetanse- og investeringsaktivitet (Sørheim & Landström 2001, s 358)

MENON Business Economics (2010) utarbeidet på oppdrag fra Nærings- og handelsdepartementet (NHD) en rapport, der formålet var å kartlegge antallet forretningsengler i Norge og deres betydning

for tidligfaseselskaper. I denne rapporten identifiserte de 2400 engler i Norge som tilsammen har investert i 4500 bedrifter. Til sammenligning er det identifisert ca. 300 000 aktive forretningsengler i USA i 2013, og det ble investert i ca. 70 000 gründerbedrifter (Sohl 2014).

MENON (2010) delte forretningsenglene inn i 3 grupper ut ifra kompetanse og anskaffelse av kapital. Den første gruppen kaller de: **Gründere og ledere**. Det er den gruppen som antas å inneholde flest av det MENON henviser til som «eliteenglene», og som fokuserer på risikable og teknologiintensive bedrifter. Disse har anskaffet seg kapital gjennom tidligere bedrifter som de enten har startet og/eller ledet.

Gruppe nummer to kaller de: **Finansformuer og konsulenter**. Det er de som har bakgrunn fra finansiell og/eller konsulent virksomhet, og som har opparbeidet seg kapital på denne måten. Blant denne gruppen finnes det også en del «eliteengler», men ikke like mange som i gruppe nummer 1. Den aller siste gruppen er der det finnes flest forretningsengler, men en relativ lav andel av «eliteengler». Denne gruppen kalles: **Familieformuer** (MENON Business Economics 2010).



Figur 5: Antall forretningsengler vs. investeringsvolum (MENON Business Economics 2010)

Vi kan se av figur 5 at flere av «eliteenglene» eller de høykompetente englene investerer i høyvekstbedrifter, mens investorene som investerer basert på familieformuer er mer aktivt blant levebrødsbedriftene. Det er verdt å merke seg at de høykompetente englene er representert i alle

gruppene. MENON Business Economics (2010) anslår at eliteenglene representerer 10 % av de identifiserte 2400 forretningsenglene i Norge.

Kompetent kapital og investeringsatferd

Når forretningsengler investerer i en gründerbedrift hevdes at de bringer «kompetent kapital» eller «smart kapital» til bedriften. Med dette menes det at i tillegg til pengesummen bringer investor også sin egen kompetanse til bedriften. Denne kan komme i flere former; oppstartserfaring, ledererfaring, bransjeeerfaring, teknologierfaring, nettverk, sosial kapital og lignende. På denne måten vil bedriften få en eller flere kompetente personer som kan bidra med verdifull kunnskap til gründerbedriften. Mason og Harrison (1995, s 162) omtaler kompetent kapital som «Smart Money»:

«Informal venture capital is also "smart money". Business angels are value-added investors, contributing their commercial skills, entrepreneurial experience, business know-how and contacts through a variety of hands-on roles»

Forretningsengler som kan bidra med «kompetent kapital» kan derfor være avgjørende for en gründerbedrift i tidligfase. MENON Business Economics (2010, s 41) viser til at 12 % av forretningsenglebedriftene som de identifiserte fikk tilskudd eller lån fra Innovasjon Norge. Blant alle nyetableringer var tallet 3 %. Dette viser at bedrifter med forretningsengler benytter seg av offentlig virkemidler i større grad enn andre bedrifter.

Den vises også til at den generelle oppfatningen av forretningsengler, som tidligere suksessfulle entreprenører som investerer i teknologibaserte foretak med stort potensialet for vekst, kan være et feilaktig bilde: «*Because angel investors are typically experienced entrepreneurs and business people, it is assumed that they also know how to invest*» (OECD 2011, s 12).

Dette tyder på at flere av forretningsenglene i Norge investerer i levebrødsbedrifter, og ikke nødvendigvis vekstbedrifter. Det er også satt spørsmålsteget ved forretningsenglers evne til å selektere ut de potensielle vekstbedriftene: «*Næringsfokuset til forretningsenglene illustrerer poenget med at en stor andel av forretningsenglene ikke investerer i skalerbare og teknologiintensive bedrifter, som skal erobre verden, men i lokale bedrifter med et regionalt eller nasjonalt nedslagsfelt*» (MENON Business Economics 2010, s 29).

MENON Business Economics (2010, s 36) peker også på problemer knyttet til seleksjon av selskaper blant englene, noe som kan føre til at de får mindre lønnsomme porteføljer. En studie som så på USOs setter også spørsmålsteget ved seleksjonskompetansen. Det vises til at de fleste engler ikke har

ferdighetene innenfor avansert vitenskap, forskning og utvikling for å gjøre en god vurdering av bedriftens kommersialiseringspotensiale (Lockett & Wright 2005, s 484).

Som en reaksjon på seleksjons og kompetanseproblemene, nevnes trening av forretningsengler som viktig for å profesjonalisere englene ytterligere (OECD 2011). Det argumenteres for at dette lett kan bli oversett av det offentlige fordi oppfattelsen av forretningsengler er at de besitter forretningsutviklingskompetanse fra før av.

Investeringsbeløp

Forretningsengler investerer i en mer risikofylt fase enn det venturekapitalister gjør. Mason (2007, s 12) hevder at engler investerer i det område som, i Europa, omtales som finansieringsgapet. Investeringsfasene kaller han såkorn, oppstart og tidlig vekst. Forretningsengler vil typisk investere opp til £250 000 / 2.9 MNOK¹, mens større englenettverk kan investere over £500 000 / 5.8 MNOK (Mason 2007). Ifølge MENON Business Economics (2011) ligger engleinvesteringer i Europa i gjennomsnitt på mellom £ 80 000 - £ 250 000 / 0.9MNOK - 2.9 MNOK. Det er også tegn på at dette beløpet øker ved at forretningsengler koinvesterer med andre engler, fond eller englenettverk (MENON Business Economics 2011). I USA var den gjennomsnittlige størrelsen på investeringen \$350 000 / 2.6 MNOK² (Sohl 2014).

MENON Business Economics (2010) intervjuet representanter for TTOer og de aktive eierfondene (såkornfondene) i Norge. Disse fokuserte på «eliteenglene», og mente investeringene lå et sted mellom 0.5 MNOK og 4 MNOK. De hadde også sett eksempler på engler som hadde investert 10-15 MNOK i en bedrift gjennom flere emisjonsrunder. Dette viser at investeringsbeløpene til engler kan variere stort.

Når det kommer til eierandel i selskapene, mottar forretningsengler i Norge i gjennomsnitt 18 % i bytte mot investeringen (MENON Business Economics 2010). De amerikanske forretningsenglene mottok i 2013 en gjennomsnittlig eierandel på 12.5 % i selskapene (Sohl 2014).

Venturekapitalfond (VCer)

I motsetning til forretningsenglene er venturekapitalfond formelle investorer, og investerer andre investorers kapital istedenfor sin egen. Jobben til venturekapitalfond er derfor tredelt; Den første delen er å hente inn privat kapital fra investorer. Den andre delen er å investere denne kapitalen i porteføljer av selskaper. Og den siste delen er å hjelpe disse selskapene å vokse, slik at man kan gjøre en «exit» og oppnå avkastning på den investerte kapitalen. En «exit» er for eksempel når et selskap blir notert på børsen, og man selger seg ut.

¹ (1 NOK = £ 11,5 - 10.05.2015)

² (1 NOK = \$7.5 - 10.05.2015)

Venturekapitalister har derfor stor interesse av å hjelpe selskapene de investerer i med å vokse seg større. De tar derfor en aktiv del av driften i selskapet, og bidrar i likhet med forretningsenglene med «kompetent kapital». Kapitalen hentes inn fra privatpersoner med store formuer og med ønske om høy avkastning. Venturekapitalister blir derfor betalt for å investere kapital for andre investorer (Metrick & Yasuda 2010).

Siden forretningsenglene investerer egen kapital, mens VCer investerer andre sin, påvirker dette avgjørelsen om å investere. Forretningsengler kan beholde all avkastning til seg selv og kan derfor investere i selskaper som ikke ville fungert for en venturekapitalist (Metrick & Yasuda 2010). VCer må være sikrere i sin investeringsbeslutning, og gjennomgår en grundig selskapsgjennomgang («Due diligence») av de potensielle investeringsprosjektene. Denne prosessen har som formål å minke risikoen for at problemer oppstår med selskapet i ettertid, men kan være en langsom og kostnadskrevende prosess. Venturekapitalister krever også forvalterhonorar for jobben de gjør, noe som igjen fører til at mye av kapitalen forsvinner i forvaltningskostnader. Disse kostnadene gjør det vanskelig for venturekapitalfond å investere i den aller tidligste fasen, siden de krever en relativt høyere avkastning. VCer holder seg unna investeringer ned mot £ 500,000 / 5.8 MNOK (Lockett & Wright 2005). Trenden har lenge vært at VCer beveger seg lengre ut i investeringsfasene og at flere forretningsengler tar over rollen til venturekapitalister som den første investoren i nyetablerte foretak (Aernoudt 2005). Den samme trenden finner vi også igjen i Norge hvor 1 % av alle investeringer i «unoterte foretak» var såkornkapital og 12 % var venturekapital (NVCA 2013). IUS (2014) identifiserte også en stor negativ vekst i antall venturekapitalinvesteringer i Norge.

2.3.2 Offentlige virkemidler i Norge

Det finnes flere ulike offentlige virkemidler som adresserer tidligfase. I dette kapittelet skal kun de eksisterende virkemidlene omtales, og de som er tilgjengelig for en bedrift i tidligfase. De fleste virkemidlene drives av Innovasjon Norge, Forskningsrådet eller SIVA. Innovasjon Norges viktigste finansielle støtteordninger er etablerertilskudd, såkornfondene, SkatteFUNN og IFU/OFU. Forskningsrådet gir finansiell støtte gjennom FORNY2020 og Brukerstyrt innovasjonsarena (BIA), mens SIVA gir støtte gjennom inkubatorprogrammet.

For statsbudsjettet 2015 er Innovasjon Norges etablerertilskudd vesentlig forsterket. Regjeringen har økt rammen med 110 MNOK, og begrunner det med at etablerertilskuddene er en etablert og kjent ordning med høy innovasjonseffekt (Nærings- og Fiskeridepartementet 2015c). Kapitalen skal gå til «..de kvalitativt beste prosjektene, med størst verdiskapingspotensial og samfunnsøkonomisk effekt» (Nærings- og Fiskeridepartementet 2015c).

Så Kornfondene

Formålet med Så Kornfondordningen var å «medvirke til etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak gjennom å øke tilgangen på kompetent kapital» (MENON Business Economics 2009b, s ii). Så Kornfondene skal også korrigere for en markedssvikt for vekstforetak som det private kapitalmarkedet ikke klarer å løse på egenhånd. (MENON Business Economics 2009b). Det har blitt opprettet 15 separate så Kornfond i form av to ulike «bølger» frem til MENONs evaluering av fondene i 2009. Den første bølgen kom i 1998 og den andre bølgen i 2006. I tillegg er det opprettet to nye fond i 2014, og det skal opprettes enda 2 nye i 2015 (Nærings- og Fiskeridepartementet 2015b).

Disse fondene er satt opp slik at det offentlige og private investerer sammen i en portefølje av bedrifter som profesjonelle forvaltere oppretter og drifter. Forvalteransvaret av fondet har tradisjonelt sett blitt gitt til profesjonelle venturekapitalister. Det offentlige går inn med 50 % av midlene, og det resterende beløpet står private investorer for. Mye av kritikken rettet mot så Kornfondene er at de investerer i en for sen fase ut ifra den overordnede målsetningen. Dette er en naturlig konsekvens av at venturekapitalister forvalter fondet.

«Så Kornfondene skulle i utgangspunktet bidratt med kapital i den første kritiske fasen. Men en utilsiktet konsekvens av dagens så Kornfondmodell er at fondene til dels unngår tidlig-faseselskaper og risiko»

Næringslivets Hovedsorganisasjon (2013, s 10) om så Kornfondene

2.3.3 Lånefinansiering

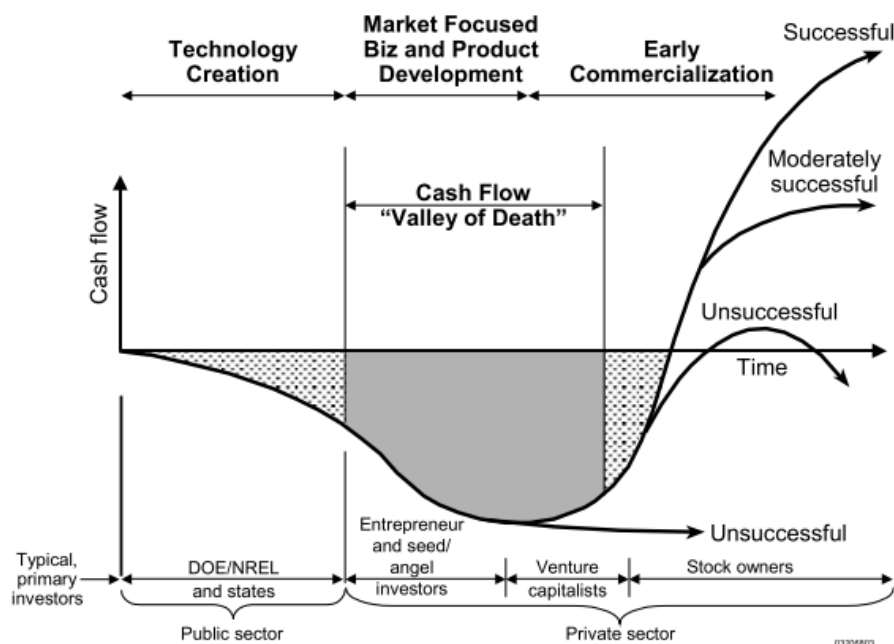
Fordelen med lånefinansiering er at du slipper å gi bort eierandeler i selskapet. Problemet med lånefinansiering er at du må vise til profitt over tid (Byers et al. 2011). I de tidligste fasene har de færreste gründerbedrifter startet å generere inntekter, og har derfor vanskeligheter for å få lån av banker. Lånefinansiering vil derfor være for selskaper som klarer å vokse stabilt over tid.

MENON (2011, s 28) motbeviser det tradisjonelle synet på lånefinansiering. Av de potensielle høyvekstforetakene de identifiserte i Norge, hadde ca. 60% langsiktig gjeld allerede 2. året i drift. Dette kan komme av at mange eier bolig i Norge, og derfor kan få lån ved å stille sikkerhet i eiendom. Bedrifter med forretningsengler på eiersiden var også svært aktive til å ta opp lån. 60 % av disse mottok finansiering gjennom lån (MENON Business Economics 2010, s 41). Dette tyder på at lånefinansiering kan være svært viktig i tidligfase i norsk kontekst.

2.4 Kilder til finansieringsgapet

2.4.1 Dødens dal

Dødens dal («The valley of death») omtales av NHO (2013, s 10) som: «...den kritiske overgangsfasen etter at den første støtten har tatt slutt, men før større fond, banker og andre kommersielle investorer tør satse». Dødens dal kan beskrives som et stadiet hvor tilgangen på kapital er liten, mens inntekter enda er små og utgiftene er store. Bedriften har derfor store problemer med å overleve. Figur 7 illustrerer dalen:



Figur 7: Illustrasjon av dødens dal (Murphy & Edwards 2003, s 16)

På figur 7 ser man hvordan kontantstrømmen til selskapet er negativt i en lengre periode før kommersialiseringsfasen. Det er fortsatt stor usikkerhet rundt produkt og marked, og mangelen på risikovillige investorer er synlig. Mason og Harrison (1995, s 1) hevder at tilgangen på kapital er et generelt problem for de fleste nyetablerte foretak: «*Obtaining finance is particularly difficult for new*

and established firms, fast growing businesses and technology-based businesses». Mens Storey og Tether (1998) hevder at nye teknologibaserte foretak er de som rammes hardest. Ettersom det er disse som har størst behov for kapital samtidig som de ofte har «lengre» vei til marked og kommersialisering. Auerswald og Branscomb (2003) benytter begrepet «The Darwinian Sea» fremfor dødens dal. De ser for seg et hav der bedriftene konkurrerer mot hverandre for å overleve. En kamp om selskapers liv og død, der den sterkeste overlever («Survival of the fittest»). De dårlige bedriftene forsvinner, mens de gode står igjen. Det er ikke nødvendigvis slik at alle bedrifter fortjener livets rett.

2.4.2 Markedssvikt

For at et finansieringsgap skal oppstå må det være en markedssvikt mellom tilbudet og etterspørselen av kapital. I perfekte markeder er det flere krav som må være tilstede. Blant disse er ideen om at alle aktører er fullt informerte (Storey & Greene 2010, s 381). I risikokapitalmarkedet er dette aldri tilfellet. Informasjonen er både imperfekt og fordelt ulikt på de forskjellige partene (asymmetrisk) (Storey & Greene 2010, s 330). Som et eksempel så kan det trekkes frem at entreprenøren «alltid» vil vite mer om sitt eget selskap enn en potensiell investor. MENON Business Economics (2011, s 4) trekker frem fire årsaker til hvorfor det kan eksistere en imperfeksjon i det norske risikokapitalmarkedet. Disse fire er asymmetrisk informasjon, kunnskapseksternaliteter, risiko aversjon og nedgangskonjunkturer (resesjon).

Asymmetrisk informasjon

En vanlig årsak til svikt i markeder er asymmetrisk informasjon. Det vil si at de to aktørene, i dette tilfellet investor og gründer, har ulik mengde og type informasjon. Gründeren vil gjerne at selskapet hans skal satses på og har derfor incentiver til å vise frem bedriftens beste sider, og å dysse ned de svakere. Gründere kan ha overoptimistiske holdninger til sitt eget selskaps potensialet og derfor undervurdere risiko ved egen bedrift. For investor så er det vanskelig å vite hvor mye gründeren «pynter» på sannheten, og beslutningen om å investere tas derfor under forhold med imperfekt informasjon.

To problemer kan oppstå ved en slik skjev fordeling av informasjon. Disse to kalles «*Adverse Selection*» og «*Moral Hazard*» (Storey & Greene 2010, s 330). Moralsk hazard oppstår etter at investor har investert i gründeren. Frykten er at gründeren mister lysten til å jobbe med bedriften siden han har mottatt kapital, og kanskje «lyktes» i sine egne øyne. Det er derfor vanlig at investorer og offentlige institusjoner gir ut kapital basert på oppnådde milepæler for å sikre at selskapet fortsetter fremover.

Adverse selection vil i dette tilfellet være når investor velger investerer i «feil» selskap. Dette deles vanligvis inn i to ulike typer feil (Borch et al. 2002).

Type 1: Prosjekter som burde vært investert i både fra et foretaks- og samfunnsøkonomisk synspunkt, men det mottar ingen kapital.

Type 2: Prosjekter som *ikke* burde vært investert i både fra et foretaks- og samfunnsøkonomisk synspunkt, mottar kapital.

Sistnevnte er den største feilen for private investorer siden det faktisk innebærer å tape penger.

Kunnskapseksternaliteter

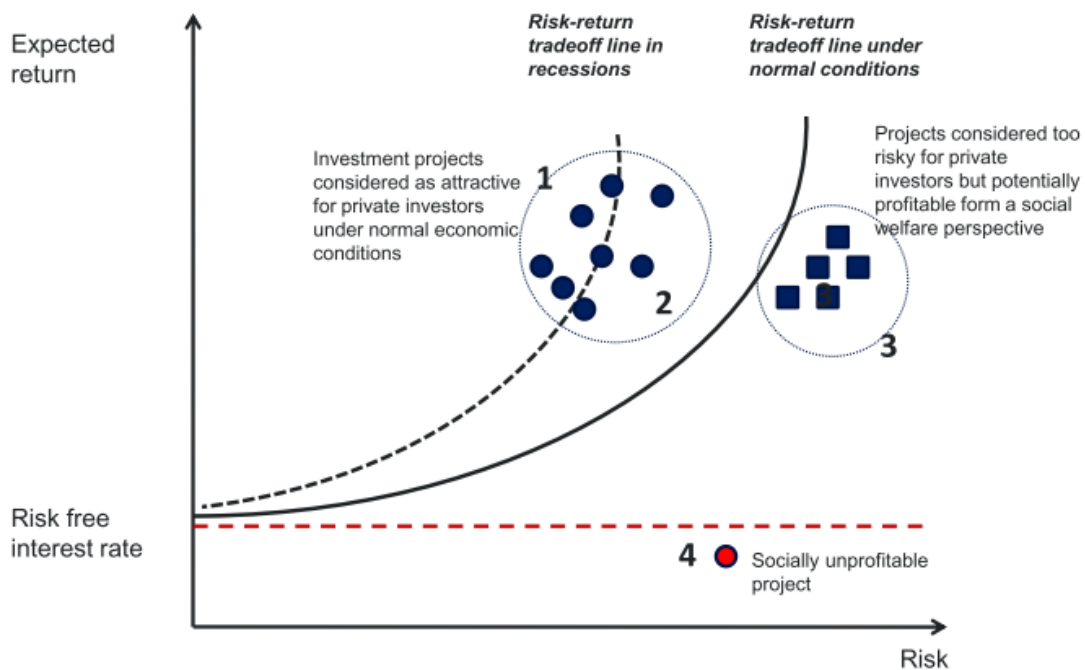
En annen årsak til svikt i markedet er kunnskapseksternaliteter: Hvis et selskap bruker mye kapital på forskning og utvikling så bidrar de til å utvikle forskningsfronten på et generelt grunnlag. Mye av det som forskes frem av dette selskapet, kan benyttes av andre selskaper som ser behovet for akkurat den invensjonen. Dette kan altså gi «spillover effekter» ved at et annet firma bruker denne forskningen til å produsere et nytt produkt. Denne effekten gir en samfunnsøkonomisk gevinst for landet, men gir ingen bedriftsøkonomisk gevinst for selskapet som har brukt store mengder kapital på forskningen. Det vil si at kapitalen som er blitt investert i dette selskapet har ikke gitt noen inntjening for investor. Siden slike investeringer har en positiv effekt på samfunnet argumenteres det for at myndighetene bør støtte slik aktivitet (MENON Business Economics 2011).

Risikoaversjon

Ved investeringer i tidligfaseselskaper vil det alltid være knyttet høy risiko. Spesielt i et marked preget av informasjonsasymmetrier. Det vil være vanskelig for investor å bergene hvilke prosjekter som er de «gode», og de blir derfor motvillige til å investere i lønnsomme prosjekter. Siden det ofte er umulig å tolke den potensielle avkastningen, opplever private investorer at investeringer i tidligfasebedrifter er høyrisiko prosjekter. I tillegg kjenner investorer til overlevelsesstatistikken knyttet til nyetablerte foretak, og flere «gode» prosjekter kan således ikke bli realisert.

Konjunkturer

I 2008 opplevde vi en finanskriser i landet. Slike nedgangsperioder kjennetegnes ofte ved at de mest risikofylte prosjektene nedprioriteres, og investorer blir enda mindre villig til å ta risiko. Uttrykk som «flight to safety» beskriver dette godt. Dette betyr at investorer putter kapitalen i de aller sikreste prosjektene. Slike nedgangstider betyr at bedrifter i tidligfasemarkedet opplever en enda større nød enn før. Fra 2007-2008 falt antallet potensielle høyvekstforetak i Norge med 25 % (MENON Business Economics 2011).



Figur 8: Risiko vs. forventet avkastning(MENON Business Economics 2011, s 7)

Figur 8 viser risiko vs. avkastning under normale forhold og under en resesjon. Prosjekter på «venstre» side av grafene er bedriftsøkonomiske og samfunnsøkonomiske lønnsomme prosjekter. Under en resesjon så flyttes denne grafen innover mot venstre (se ny stiplet linje) og prosjekter som før var bedriftsøkonomisk lønnsomme vil nå oppleves for risikofylte for investor (punkt 2). Disse prosjektene er fortsatt samfunnsøkonomisk lønnsomme noe som oppfordrer til statlig inngripen. Under normale forhold så vil det også være prosjekter (punkt 3) som oppleves for risikofylt for investor, men som fortsatt er samfunnsøkonomisk lønnsomme. Dette er nok er nok en gang argumentasjon for statlig inngripen.

Under oppgangskonjunkturer kan man se det motsatte mønsteret. Investorer blir mer villige til å ta risiko, og grafene flyttes utover mot høyre. Enda flere potensielt samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter blir satset på.

2.4.3 Alternative investeringer

En annen faktor som påvirker hvor den private kapitalen blir distribuert er investeringer i alternative prosjekter. Denne faktoren vil ha elementer av for eksempel risiko og informasjonsproblemer, som bidrar til at investorer satser på sikrere alternativer. I Norge så er dette bolig. Det investeres veldig mye i eiendom, noe som indirekte kan ha en påvirkning på finansieringsgapet, siden mye privat kapital uteblir. MENON Business Economics (2010) hevder at den lave eiendomsbeskatningen demper forretningsenglers aktivitet i Norge fordi den har en vridende effekt som trekker

investeringer mot eiendom og bort fra gründerbedrifter. Eiendom er enklere å forstå, og det er langt flere som vet om muligheten til å investere kapitalen nettopp her.

2.4.4 «Investment Readiness»

En siste faktor som kan påvirke finansieringsgapet er «investment readiness». Nyetablerte bedrifter trenger kapital for å overleve, og for å tiltrekke seg ekstern kapital er det viktig at bedriften er klar for å motta en investering (investeringsklar). Den Europeiske kommisjonen (2006, s 3) forklarer hvorfor:

«SMEs need to become “investment ready” if they want to satisfy investor needs... investment readiness refers to the capacity of an entrepreneur – who is looking for external finance – to understand the specific needs of an investor and to be able to respond to these needs by providing an appropriate structure and relevant information, by being credible and by creating trust to increase the probability of an investor to invest in the project»

Bedrifter som er investeringsklare vil således reduserer mye av informasjonsproblemene som er tilknyttet gründerbedrifter. Mason og Harrison (2001) peker på tre faktorer som legger grunnlaget for «investment Readiness». Den første er entreprenørens forhold til egenkapitalfinansiering. Det argumenteres for at noen entreprenører er «equity averse», dvs at de vil ikke gi fra seg eierandeler i selskapet og vil derfor ikke ta imot kapital fra investorer. Dette kan hemme selskapets potensielle utvikling, siden veksttakten ikke kan opprettholdes ved mangel på kapital. Den andre faktoren er presentasjonsevner. Entreprenøren klarer ikke å «selge» bedriften til investorene på en god nok eller overbevisende måte. Den siste faktoren, og kanskje den viktigste, er «investability». Denne faktoren peker på kapabilitetene til entreprenøren/teamet, bedrifts- og markedsposisjonen, den potensielle avkastningen og investors exit muligheter. I bunn og grunn de fleste aspektene ved investeringsobjektet.

2.4.5 Sekundært finansieringsgap

Aernoudt (2005, s 279) argumenterer for at det eksisterer et sekundært finansieringsgap. Dette har oppstått gjennom en kombinasjon av at forretningsengler ikke har nok kapital til å gjøre oppfølgingsinvesteringer, og at venturekapitalfond investerer i senere faser enn tidligere. Det er dermed ingen som kan «overta stafettpinnen» fra forretningsenglene.



Figur 9: Utviklingsfaser og finansieringskilder. Langeland (2010) bearbejdet fra Gullander og Napier (2003)

I figur 9 er både det primære og sekundære finansieringsgapet presentert. «Det neste finansieringsgapet kan oppstå når såkorn og privat investorkapital ikke lenger er tilstrekkelig for å finansiere vekst og ekspansjon av bedriften». Langeland (2010, s 12)

Dette delkapittelet har tatt for seg flere mulige kilder til finansieringsgapet, og har således lagt grunnlaget for det første forskningsspørsmålet:

Q1: Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial i Norge?

2.5 Design av virkemiddelapparatet

Hovedargumentet for offentlig inngripen er at det eksisterer en markedssvikt som de private aktørene ikke klarer å løse av seg selv (Storey & Greene 2010, s 381). I dette kapittelet skal offentlige virkemidler som retter seg mot den tidlige fasen vurderes.

En norsk studie så på hvordan offentlige virkemidler kunne tette finansieringsgapet for USOs. De identifiserte 3 typer programmer: Proof of Concept (PoC), Pre-seed og Seed (Rasmussen & Sørheim 2012). PoC og Pre-seed programmer knytter seg til etterspørselssiden av finansieringsgapet, ved å øke antallet kvalitetsbedrifter. Disse to ordningene reduserer henholdsvis den teknologiske- og organisasjonelle usikkerheten. De er altså tilrettelagt for gjøre prosjektene mer attraktive for investorer («investment ready»). Seed-ordninger er et forsøk på å øke tilbudet av kapital, og er derfor knyttet til tilbudssiden av finansieringsgapet. Hovedfokuset fra landene i denne undersøkelsen har tradisjonelt sett vært på tilbudsideordninger. Rasmussen og Sørheim (2012) viser til at landene i større grad har startet å implementere etterspørselssideordninger etter anerkjennelsen om at gründerbedrifter må jobbe med å redusere usikkerhet før investor kommer på banen. Dette er også støttet av internasjonale studier: «*It is now recognized that the equity gap cannot be addressed entirely by supply-side measures*» (Mason & Harrison 2004, s 171)

Argumentasjonen for å utarbeide virkemidler rettet mot forretningsengler baserer seg på at de investerer i området rundt finansieringsgapet:

«In terms of size of investment, business angels invest in what is termed the 'equity gap'»

Om Business angels og finansieringsgapet (Mason 2007, s 12)

Mason tar opp 3 ordninger som ulike land har implementert for å øke investeringsraten blant forretningsenglene. Disse 3 er: Forretningsenglenettverk (BAN's), «Matching Funds» og Skatteincentiver (Mason 2007).

En svensk rapport som evaluerer virkemidler rettet mot forretningsengler i fire Europeiske land tar for seg et fjerde element, som er investor/entreprenør trening (Tilvaxtanalys 2013). I tabell 1 er denne rapportens konklusjoner presentert.

Tabell 1: Fordeler og ulemper ved virkemidler rettet mot forretningsengler (Tilvaxtanalys 2013, s 96)

	Tax incentives	Co-investment schemes	Support of BANS	A: Investor training B: Investment readiness	
Additional	Offset some of the investment risk. Add to the risk-return profile. Render more to be re-invested. Mitigate losses from failed investment decisions.	Leverage investment amounts. Alleviate risk. Share transaction costs (depending on design).	Alleviate information gaps. Raise awareness. Investor training. Syndicate facilitator. Cheap and predictable costs. Admin. burden low.	A: Improve due diligence capacity and –quality through learning. Improve business/investment, thus investment and monitoring quality.	B: Improve deal flow quality. Enhance absorptive capacity.
Disadvantages	Low additionality. Admin. burdens high. Eligibility criteria for tax breaks makes it difficult to target "real" angels without making rules too complicated. Dead weight effects.	Operating resources are often high. Potential losses that are not easily predicted. Potential moral hazard from angels.	Reaches only visible parts of the market. Adverse selection of low quality angels (?). Total additionality difficult to measure. Have not shown economically sustainable.	Reluctance to go into training programme, no need perception. Target only visible part of the market. Expensive.	Training often narrowly on pitching the firm. Expensive and costs cannot be recouped from fees. Long term effort is needed.

Skatteincentiver, «Co-investment funds» og BANS er virkemidler som adresserer tilbudssiden av finansieringsgapet, ved å øke tilgangen på kapital. «Investment readiness» er et virkemiddel som adresserer etterspørselssiden ved å øke tilgangen på vekstbedrifter. Investor trening er et virkemiddel som øker seleksjonskompetansen til investor. Hver av disse virkemidlene vil bli beskrevet i delkapitlene nedenfor.

2.5.1 Co-investment funds (Matching funds)

Bakgrunnen for opprettelsen av koinvesteringsfond var identifikasjonen av et finansieringsgap på mellom £0.5 M - £2 M / 5.8 MNOK – 23 MNOK (Mason 2009, s 548). Koinvesteringsfond tilbyr offentlig kapital som kan matches med investeringer gjort av private tidligfaseinvestorer. Det eksisterer flere ulike fond og de opererer alle på ulike måter (Mason 2009, s 548).

Aernoudt (2005) foreslo et slikt fond hvor det er forretningsenglenes beslutning om å investere som utløser den offentlige kapitalen. En slik ordning ble gjennomført i Belgia, og fungerer på følgende vis: Den offentlige kapitalen gis i form av et ansvarlig lån, opp til €125 000 / 1 MNOK³ med lav rente, som i det minste skal matche den summen som englene investerer pluss kapitalen som gründeren har i selskapet (Aernoudt 2005). Dette betyr at i de fleste tilfeller vil den offentlige kapitalen være høyere

³ (1 NOK = € 8,4 - 10.05.2015)

enn det englene investerer i selskapet. Et annet interessant poeng er at prosjektene vurderes og prekvalifiseres av forretningsenglenettverket. Ordningen heter «Business angel +» og ble suksessfullt implementert i 2002 (Aernoudt 2005).

I Belgia er det et annet fond som heter «ARK angel fund», som også investerer både privat og offentlig kapital. Fondet har ikke et spesifikt bransjefokus, men de skal kun investere i små selskaper. Målet er å investere €200 000/ 1.7 MNOK i gjennomsnitt per selskap (MENON Business Economics 2010).

I Sverige så har man «Almi Invest» som er et offentlig finansiert investeringsfond som alltid koinvesterer med en privat investeringspartner (oftest forretningsengler). Fondet investerer i tidligfase, og forvalter hele 1 Milliard SEK. I løpet av en investeringsperiode kan de maksimalt gå inn med 10 MSEK i et selskap (MENON Business Economics 2010).

I Skottland så har de «Scottish Co-investment Fund» (SCF) som er et fond som også matcher offentlig og privat kapital. SCF investerer basert på den private investeringen, og det er således forretningsenglene som velger ut gründerbedriftene. Det offentlige investerer på likt grunnlag et beløp fra mellom £ 100 000 – £1 M / 1.15 MNOK – 11.15 MNOK. Den offentlige kapitalen skal alltid utløses hvis investeringsprosjektet møter visse forhåndsbestemte krav. (Tilvaxtanalyse 2011). Mason (2009, 2 548) omtaler SCF: «...which follows the lead of its private sector partners who have been approved to invest under the scheme. It does not undertake its own due diligence and plays no part in the investment. Any investment that the investor makes and which meets the scheme's criteria will automatically qualify for co-investment»

«Co-investment funds» er satt opp på forskjellige måter i de ulike landene. Det viktigste kjennetegnet ved et slikt fond er matchingen mellom offentlig og privat kapital. I Norge så har vi såkornfondene som altså kan kategoriseres som et koinvesteringsfond. Den foreslåtte Pre-såkornordningen vil også inngå under denne kategorien. Dette fordi i begge tilfeller skal privat og offentlig kapital matches. Forskjellen er at pre-såkornordningen gjennomfører den offentlige matchingen etter at den private investoren har investert, mens såkornfondene velger ut et venturekapitalfond som forvalter for kapitalen. Forskjellen er liten, men den kan ha store betydninger for hvordan de to fondene opererer og hvilke minimumssummer de kan investere.

Mason (2009, s 549) peker på at matchingordninger har to svakheter. Den første er mangelen på investeringsklare prosjekter. Den andre er avhengigheten av forretningsenglenettverk (BANs) som kan koinvestere (Mason 2009, s 549). Dette delkapittelet utleder følgende forskningsspørsmål:

Q2: Hvordan kan en pre-såkornordning utarbeides for å redusere dette finansieringsgapet?

2.5.2 BAN – Business Angel Network

Målet med Forretningsenglenettverk er å redusere informasjonsasymmetrier ved å legge til rette for at forretningsengler og gründere møter hverandre i større grad. Kostnaden investor har ved å søke etter investeringsmuligheter, og kostanden gründere har ved å søke etter investorer er høye, og forsøkene er ofte lite suksessfulle (Mason 2009). I 2008 var det ca. 300 BANs i Europa (Mason 2009). En av fordelene ved BANs er at det åpner for at forretningsengler kan investere sammen om prosjekter. Dette kalles «syndication», og oppstår via kontaktnettverket som etableres i et BAN (Aernoudt 2005). Ved å koinvestere på denne måten kan forretningsengler gjøre større investeringer i senere faser og flere oppfølgingsinvesteringer (Mason 2009, s 549). «*One of the main reasons to stimulate syndication is to increase the financial capacities of the solo business angel in order to allow him or her to cope with the second equity gap*» (Aernoudt 2005, s 279).

BANs er de som benytter seg hyppigst av «Scottish Co-investment Fund» ordningen: «*the partners are almost exclusively angel groups.....angel groups as being the main beneficiary, accounting for 82% of the co-investments*» (Mason 2009, s 549). Eksistensen av englenettverk har derfor vært en nøkkelfaktor for suksess i Skottland.

Englenettverk tiltrekker seg ikke nødvendigvis de beste englene: «*Oppfatningen i Norge, Sverige og Danmark er at de som involverer seg i nettverk ikke representerer de mest kapitalsterke og kompetente englene*» (MENON Business Economics 2010, s 36). Det pekes på at grunnen til å bli med i et BAN kan være for å finne investeringspartnere, investeringsprosjekter og nettverk. Det nevnes også at eliteenglene ønsker å være mer tilbaketrukne siden de allikevel har et nettverk, gode partnere og en tilstrekkelige tilgang på «deal flow» (MENON Business Economics 2010).

2.5.3 Investor/entreprenør trening

Hvis det er slik at forretningsengler samler seg i BANs for å knytte nettverk, lære av hverandre og for å få hjelp til å finne investeringsprosjekter, kan dette være en indikator på at ikke alle forretningsengler

er like kompetente. **Trening og utdanning av investorer** kan derfor være et nyttig virkemiddel. Slike incentiver kan fremme investors vurdering av investeringsprosjekter, og kompetansebidrag.

«There has been rather less emphasis on education and training to raise the competence of investors. It may be that this reflects the common stereotype of business angels as successful entrepreneurs and as such not requiring to learn how to become a business angel» (Mason 2009, s 548)

Aernoudt (2005) foreslo at det ble satt opp forretningsengleakademier (Business Angel Academy), der førstegangsengler kunne lære om risikoen ved å investere, og forretningsutviklingsprosessen deretter.

I et svensk forretningsenglenettverk, som også består av en inkubator og et venturefond (STING – Stockholm Innovation & Growth), må forretningsenglene gjennomgå en screeningprosess for å kunne delta i nettverket. Det er et krav at forretningsenglene har entreprenørskapsbakgrunn og helst med et fokus på teknologibaserte foretak (MENON Business Economics 2010).

På en annen side kan **entreprenør trening** være et godt virkemiddel for å øke kvaliteten på gründerbedrifter. Slike programmer vil være en etterspørselssideordning siden man øker tilgangen på investeringsklare bedrifter («investment ready»). TTOer og Inkubatorer er å gjøre bedrifter mer investeringsklare ved å tilby spesialisert forretningsutviklingskompetanse. Det å være en del av slike programmer kan derfor fungere som opplæring for gründere. Lockett og Wright (2005) intervjuet TTOer for å undersøke hvilke aktiviteter de foretok seg for å bidra til «investment readiness». Sentrale aktiviteter var hjelp med forretningsplan, identifisere nye ledere og assistanse knyttet til kapitalinnsamling.

Aernoudt (2005, s 279) legger vekt på hvordan entreprenøren skal sikre seg kapital: *«Entrepreneurs, especially those running enterprises with growth potential and who are willing to grow, need greater understanding of venture capital and specialist advice on how to structure business plans to secure external equity finance».*

Mason og Harrison (2001) kritiserer slike ordninger siden de fokuserer på forståelse og bevisstgjøring av finansieringsalternativer og presentasjonstrening («pitching»), uten å legge vekt på de mer kritiske aspektene av selskapet. Å sette sammen et selskap er mer enn å lage en forretningsplan, søke finansieringsstøtte og å øve på å presentasjonsteknikker for investorer (Mason 2009, s 547). Mason (2009, s 547) konkluderer med: *«What is being delivered through such programs is therefore necessary but is not sufficient to get businesses investment ready».*

2.5.4 Skatteincentiver

Mason (2007) hevder at skatteincentiver er en av de få makroøkonomiske faktorene som har en bevist signifikant effekt på å øke investeringsaktiviteten til forretningsengler. Skatteincentiver er et

virkemiddel som forbedrer balansen mellom risiko/avkastning for investorene. Det kan enklest deles inn i «Front end» og «Back end» incentiver. «Front end» incentiver gir investoren redusert inntektsskatt hvis han investerer i et foretak, og er derfor et incentiv som vil gi «alle» som investerer i en nyetablert bedrift skattereduksjon. «Back end» incentiver gir derimot investoren en redusert skatt på gevinsten av en realisert aksje, og vil derfor bare gis i de tilfeller der investoren oppnår avkastning på investeringen. En «back end» ordning vil derfor gi investor et høyere incentiv til å velge de gode bedriftene. I Belgia så har de en slik ordning: «*..do not have upfront tax breaks on investments, but there is an exemption from capital gain tax, which is favorable and used extensively*» (Tilvaxtanalys 2013).

I Storbritannia så har innføringen av skatteincentivet EIS (Enterprise Investment Scheme) ført til betydelig flere investeringer i tidligfase. En evaluering av EIS viste at halvparten av kapitalen som ble tilført av private investorer gjennom EIS, ikke ville ha funnet sted hvis det ikke var for ordningen (Mason 2007) Enterprise Investment Scheme er en kombinasjon av «front end» og «back end» incentiver (Tilvaxtanalys 2011).

2.5.5 Et helhetlig virkemiddelapparat

Det er viktig å være bevisst på å utarbeide et helhetlig virkemiddelapparat basert på en overordnet målsetning. Alle nye ordninger må sees i sammenheng med de som allerede er tilstede, og utarbeides deretter for å unngå konflikter. I tillegg til å tenke helhetlig er det viktig å forstå implikasjonene et virkemiddel kan ha på aktørene i markedet. Finansiering av gründerbedrifter er et fenomen som består av mange faktorer, som alle må tas med i beregningen når virkemiddelet designes. Storey og Tether (1998) så på NTBFs i EU, og konkluderte med at de politiske virkemidlene ikke var skreddersydd nok:

«We therefore believe there is a case for governments to take new technology-based firms more seriously, in terms of understanding their difficulties and diversity, and formulating specific policies to nurture and enhance their development» (Storey & Tether 1998, s 1057)

I tillegg til å spesifisere enkelte programmer er det viktig å se andre virkemidler i samspill med hverandre. Suksessen med koinvesteringsfondet i Skottland kom i stor grad gjennom et gjennomført virkemiddelapparat: *«In Scotland, for example, existing policy measures like supporting business angels and tax incentives seem to have played a great part in the success of co-investment funds (SCF)»* (Tilvaxtanalys 2013, s 24). Virkemiddelapparatet må også tilpasses det enkelte lands forutsetninger. Erfaringer fra SCF viser også til dette. *«The development of the SCF also says something about the fact that models for public entry into the capital market must be adapted to the context in which they operate and that cooperation and experimentation are important»*. (Tilvaxtanalys 2011, s 57)

Mason og Brown (2013) i (Tilvaxtanalyse 2013, s 92) har tidligere kritisert offentlige aktørers forsøk på å kopiere suksessfulle ordninger:

“...policy-makers must attempt to balance the advantages of borrowing from best practice elsewhere, together with the pressing need to properly customize and shape policy to the nuances and specificities of their own distinctive economic and entrepreneurial context”

Dette kapitlet har ledet til følgende forskningsspørsmål:

Q3: Hvilke andre virkemidler kan redusere dette finansieringsgapet?

2.6. Oppsummering og forskningsspørsmål

Det teoretiske rammeverket har vist viktigheten av SMBer og vekstbedrifter, hvordan TTOer og inkubatorer opererer, de ulike kapitalkildene for gründerbedrifter, kildene til finansieringsgapet og hvilke virkemidler som kan utarbeides for å redusere gapet. De to siste kapitlene har utledet tre forskningsspørsmål som skal besvares i resten av oppgaven.

Det er ut ifra problemstillingen og teorien utledet følgende 3 forskningsspørsmål:

Q1. Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial i Norge?

- Q1 søker å beskrive og forklare årsakene til at det eksisterer et finansieringsgap i norsk kontekst for gründerbedrifter med vekstpotensial. God forståelse av Q1 vil gjøre det lettere å besvare på Q2 og Q3.

Q2. Hvordan kan en pre-såknordning utarbeides for å redusere dette finansieringsgapet?

- Q2 søker å forstå og utforske hvordan en pre-såknordning på best mulig måte kan redusere finansieringsgapet. Abelia og FIN (2015) forslag vil bli benyttet som mal for en slik ordning.

Q3. Hvilke andre virkemidler kan redusere dette finansieringsgapet?

- Q3 søker å forstå og utforske hvilke andre virkemidler som også kan redusere finansieringsgapet.

3. Metode

Denne oppgaven baserer seg på kvalitativ metode for innsamling- og analyse av data. Dette er fordi man gjennom en kvalitativ undersøkelse kan man gå mer i dybden på fenomenene som undersøkes i forhold til en kvantitativ undersøkelse. I starten av prosessen ble det vurdert å utarbeide en kvantitativ studie, men dette ble valgt bort på grunn av liten tidsperiode, og behovet for å gjøre en kvalitativ studie i forkant. Resultatene fra denne undersøkelsen vil derfor fungere som et grunnlag for å kunne utarbeide større kvantitative analyser for å teste funnene som fremkommer.

«Kvalitative undersøkelser gjennomføres på vidt forskjellige måter og transparens (gjennomsiktighet) er derfor et viktig krav ved rapportering av kvalitative forskningsresultater» (Johannessen et al. 2004, s 86). For å synliggjøre undersøkelsen i høyere grad er forskningsprosessen forklart gjennom dette kapittelet, den er også forklart gjennom tabell 3.1.

3.1 Valg av metode

I denne oppgaven er et fenomenologisk design valgt. Fenomenologiske tilnærminger utforsker og beskriver menneskers erfaringer med, og forståelse av fenomener (Johannessen et al. 2004). Dette designet er mest hensiktsmessig fordi målet er å forklare og utforske fenomenet på et dypere nivå. De tre forskningsspørsmålene er bygger på ulike fenomener som må undersøkes på hver sin måte.

Forskningsspørsmål 1 (Q1) er eksplorativt i den forstand at det først forsøker å beskrive («describing») et gitt fenomen (finansieringsgapet), og deretter forklare («explaining») det i norsk kontekst. Miles og Huberman (1994, s 90) forklarer «beskrivende» («describing») som: *«Making complicated things understandable by reducing them to their component parts»*. Dette er gjort ved å dele forskningsspørsmålene inn i elementer som påvirker fenomenet, og deretter elementene inn i faktorer som påvirker det gitte element. I Q1 er for eksempel fenomenet «finansieringsgapet» delt inn i elementet «Mangel på privat kapital» som igjen kan forårsakes av faktoren «oppfattet usikkerhet og risiko». «Explaining» blir forklart som: *«making complicated things understandable by showing how their component parts fit together according to some rules (Theory)»* (Miles & Huberman 1994, s 90). Dette gjøres ved å forklare de ulike faktorene opp mot eksisterende teori knyttet til faktoren. I eksempelet ovenfor vil faktoren «oppfattet risiko blant private investorer» bli påvirket av teorien knyttet til «asymmetrisk informasjon».

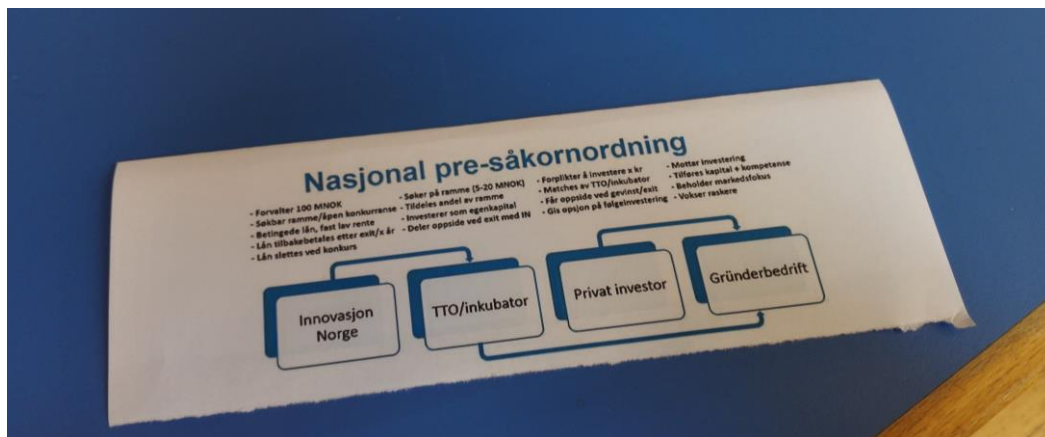
En god gjennomgang av forskningsspørsmål 1 vil gjøre det enklere å besvare Q2 og Q3. Disse forskningsspørsmålene er eksplorative i den forstand at de søker å utforske hvordan finansieringsgapet kan reduseres.

For å besvare disse forskningsspørsmålene vil det i datainnsamlingen bli benyttet individuelle dybdeintervjuer.

3.2 Dybdeintervju

Et dybdeintervju kjennetegnes gjennom at forsker og informant snakker/diskuterer sammen i mellom 30 minutter til 2 timer om et eller flere tema. Forskeren benytter seg ofte av en intervjuguide som han kan støtte seg til når det gjelder å stille spørsmålene. Ryen (2002, s 97) viser til at intervjuguiden burde struktureres etter fokus, forskningsspørsmål og utvalgsriterier. I denne oppgaven er en kombinasjon av et åpent/semistrukturert guide benyttet, og intervjuguiden er spesifisert i forhold til informantene. Den overordnede guiden består av temaer som ble tatt opp i alle intervjuene. Intervjuguiden ble derfor kontinuerlig tilpasset de ulike intervjuobjektene, og oppdatert når det kom frem ny kunnskap.

Den overordnede intervjuguiden bestod av 3 deler i lys av de 3 forskningsspørsmålene. I den første delen søktes det å belyse de ulike årsakene til finansieringsgapet ved å dra fram ulike kategorier. Denne delen var derfor den mest strukturerte. Den andre delen belyste pre-såknordningen og forslaget til Abelia og FIN (2015), ved å vise frem og diskutere oversiktsbildet (Bilde 1). Den siste delen av intervjuguiden var også åpen, og ga informantene muligheten til å komme med forslag til virkemidler de selv syntes var viktige.



Bilde 1: Oversiktsbilde benyttet i intervjuene for å besvare Q2

3.3 Utvalg av informanter

Kriteriene for å bli valgt ut som informant var å ha gode kunnskaper om gründerbedrifter, kapitaltilgang og det offentlig støtteapparatet. Informantene ble valgt ut med hjelp fra veileder og med hjelp fra en av informantene fra forundersøkelsene. Bevisst så ble informanter med ulike bakgrunn og

ulikes synspunkter valgt ut som intervjuobjekter for å få ulike perspektiv og meninger rundt problemstillingen. Oppgaven forsøker å legge til rette for en best mulig helhetlig forståelse rundt problemstillingen og det var derfor ikke et poeng å intervju 6 informanter med like meninger. Forskjellige synspunkter til fenomenene måtte komme frem, og det er derfor viktig å fremheve også disse. Som Miles og Huberman (1994, s 269) sier det:

«Any given finding usually has exceptions. The temptation is to smooth them over, ignore them, or explain them away. But the outlier is your friend – (Looking for outliers)»

Ved å gjennomføre intervjuene på denne måten støter man på problemer i forhold til tolkning av data. En av hovedutfordringene er at informantene kan ha egeninteresser. Som et eksempel så kan en privat investor vise til at skatteincentiver er den beste løsningen for å tette et finansieringsgap, mens en representant fra en TTO/inkubator kan være overbevisst om at de er de beste til å forvalte en pre-såkornordning. Et annet problem er, ulik kompetanse knyttet til feltet. Gitt at informantene har ulik bakgrunn har de også ulik kompetanse. Med en informant vil man kanskje ha muligheten til å gå mer i dybden tilknyttet teorien enn det var mulig å gjøre med en annen. Dette var problemer som var viktige å være bevisst på når intervjuene ble gjennomført og i tolkningen av data. Denne kombinasjonen av informanter er også med på å styrke funnene.

3.4 Gjennomføring av metode

Tabell 2: Detaljert oversikt over prosessen fra teori til og med analyse

Gjennomføring av metode	
1. Litteraturgjennomgang (Januar - Februar)	<ul style="list-style-type: none">- <i>Utarbeidelse av temaguide for forhåndsundersøkelser</i>
2. Forhåndsundersøkelser (Februar - Mars)	<ul style="list-style-type: none">- <i>Representant for PSO</i>- <i>Gründer og investor</i>
3. Ny mer treffsikker litteraturgjennomgang (Februar - Mars)	<ul style="list-style-type: none">- <i>Utarbeidelse av overordnet intervjuguide</i>
4. Utvelgelse av informanter (Mars)	<ul style="list-style-type: none">- <i>Kriterier: Ulik kompetanse og ulike interesseområder</i>- <i>Bakgrunnssjekk, litteratursjekk og bedriftssjekk</i>- <i>Utarbeidelse av skreddersydd intervjuguide</i>
5. Dybdeintervjuer (Mars – April)	<ul style="list-style-type: none">- <i>Fortløpende analyseprosess: Dybdeintervju - analyse - forbedret intervjuguide – dybdeintervju – analyse – forbedret intervjuguide – dybdeintervju osv....</i>
6. Avsluttende analyse (April – Mai)	<ul style="list-style-type: none">- Fullstendig analyse- Kategorisering av data- Godkjenning av quotes- Data vs. Teori

I tabell 2 er gjennomføringen av metoden forklart i detalj fra første litteraturgjennomgang til avsluttende analyse. Intervjuene ble gjennomført i perioden 15.mars – 17. April med 6 representanter fra det offentlige og norsk næringsliv. Intervjuene ble gjennomført i hver enkelt av informantenes kontorer. Slik var informantene i «trygge omgivelser» når undersøkelsen ble gjennomført. Der det var mulig ble intervjuene gjennomført på kontorer/møterom hvor støy, også av visuell grad, ble utelukket. Alle intervjuene, med unntak av ett, ble tatt opp på båndopptaker og transkriberingen startet senest to dager etter intervjuet ble avholdt. En informant ønsket ikke at det skulle benyttes båndopptaker, så derfor ble det tatt notater i stedet.

Grunnet relativt liten erfaring med dybdeintervjuer fra før av ble det gjennomført forhåndsundersøkelser i forkant av de reelle intervjuene. Forhåndsundersøkelsene var satt opp for å

oppnå erfaring med dybdeintervju metoden, for å utforske elementer/faktorer som ikke var nevnt, og for å bedre utarbeide intervjuguiden (se tabell 2). Forhåndsundersøkelsene fungerte etter sin hensikt, men det kom allikevel frem faktorer, under intervjuene, som moderator ikke hadde tilstrekkelig forhåndskunnskap om. Dette var også mye av meningen bak utformingen av en eksplorativ undersøkelse, og således forventet. Intervjuene ble analysert fortløpende og når ny kunnskap fremkom, så ble denne benyttet i neste intervju (se tabell 2). En konsekvens av dette er at det kan foreligge mer kvalitet i de siste intervjuene enn de første.

Når all data var samlet inn ble alle intervjuene analysert igjen for å se om det var informasjon som ikke ble fanget opp ved første gjennomgang. Dette skal bidra til å forsterke kvaliteten på funnene.

3.5 Litteratur

I denne oppgaven er det hentet inn store mengder litteratur for å dekke temaet. Litteraturen som er hentet inn er fra vitenskapelige artikler, bøker, norsk og internasjonal «grådata» samt rapporter fra diverse analysebyrå og organisasjoner. All sekundærdata som er benyttet i teksten er tolket å være fra pålitelige kilder. For eksempel så er MENON Business Economics en kilde som er benyttet mye i teksten. Rapportene deres er skrevet på oppdrag fra den norske stat og blir benyttet i beslutningsprosesser på nasjonalt plan.

For vitenskapelige artikler og bøker så er antallet siteringer et tegn på at kildene er sikre. I tillegg så har disse vært gjennom «Peer Review», som betyr at de er godkjente av andre forskere innenfor samme felt. I denne oppgaven er Google Scholar den søkemotoren som er blitt mest benyttet. Her kan man enkelt identifisere de artiklene som har flest siteringer, og dermed plukke de fremfor andre.

3.6 Analyse av data

Intervjuene er analysert ved kategorisering av utsagn (tolket rådata) inn under forhåndsbestemte kategorier (se tabell 2). Disse kategoriene tilsvarer de ulike elementene eller faktorene som intervjuguiden baseres på. I de tilfellene der datainnsamlingen har vært basert på båndopptaker er dataene tolket flere ganger for å redusere misoppfattelser mellom det transkriberte rådatamaterialet og det informanten faktisk mener.

Tolkning og kategorisering av data har derfor vært en gjentakende prosess, hvor utsagn har hoppet mellom ulike kategorier eller blitt plassert under flere kategorier. Istedenfor å bare presentere utsagn som ren data, er hvert av dem tolket ut ifra den kontekst de ble satt i. Det vil i flere tilfeller derfor bli skrevet noen setninger om hva informanten mente med utsagnet. Dette for å bedre vise hva informanten mente, og for å presentere informasjon som ikke ellers ville vært tilgjengelig for leseren.

3.7 Undersøkelsens kvalitet

Ved kvalitative undersøkelser settes det store krav til kvaliteten på data. Denne undersøkelsen kan betegnes som et relativt ustrukturert kvalitativt forskningsopplegg, og det vil naturlig kunne stilles spørsmål knyttet til kvaliteten. Miles og Huberman (1994, s 277) drar fram 5 ulike perspektiver for å analysere kvaliteten i undersøkelsen, disse er: Objektivitet, reliabilitet, intern validitet, ekstern validitet og utnyttelsen («utilization»). De vanligste kriteriene for å vurdere kvaliteten er reliabilitet og validitet, så de vil bli omtalt i egne punkter.

Objektivitet avhenger om konklusjonen baseres på forskerens subjektive vurderinger, eller om den er basert på den faktiske virkeligheten som forskeren har fått innsikt i gjennom undersøkelsen (Miles & Huberman 1994). Gjennom å forklare hvordan forskningsopplegget er gjennomført er det forsøkt å redusere oppfattelse om at subjektivitet ligger til grunn for undersøkelsen. Det er blant annet bevisst plukket ut informanter med forskjellige synspunkter.

Utnyttelsen omhandler om resultatene av undersøkelsen kan bli satt i bruk rent praktisk. I denne oppgaven vil det handle om norske politikere kan benytte resultatene til å utarbeide et nytt offentlig virkemiddel. I den sammenheng så kan ikke denne undersøkelsen alene være grunnlaget de baserer seg på. Denne oppgaven gir et godt grunnlag for videre utarbeidelse av kvantitative undersøkelser rettet mot fenomener som det må settes mer fokus på. Det er pekt på klare sammenhenger som har fått relativ liten fokus tidligere, og som er viktig å ta med seg i utarbeidelsen av nye virkemidler.

3.7.1 Reliabilitet

Reliabilitet er pålitelighet eller troverdighet. Undersøkelsen har en høy grad av reliabilitet hvis resultatene er troverdige. Dette vil si at færrest mulig tilfeldige faktorer har hatt innvirkning på resultatene. Miles og Huberman (1994, s 278) omtaler reliabilitet: «*Whether the process of the study is consistent, reasonably stable over time and across researchers and methods*»

Det er ikke gitt at en annen forsker ville kommet frem til de samme resultatene hvis han intervjuet informantene på det samme tidspunktet. Det kan hende han hadde plukket opp/fokusert på elementer som ikke er kommet med i denne undersøkelsen. Undersøkelsen tar også for seg et veldig politisk relevant tema som det ikke er forsket veldig mye på i norsk kontekst. Det kan derfor vise seg at informantene vil endre oppfatning over tid, fordi et nytt virkemiddel blir prøvd ut og/eller ny forskning blir lagt frem. Det kan derfor oppstå andre resultater enn det som er funnet her ved en tilsvarende undersøkelse.

Reliabiliteten på undersøkelsen kunne vært økt ved å la flere personer transkribere dataene fra intervjuene. Det vil redusert faren for intersubjektivitet. Siden dette er en masteroppgave og oppgaven

er skrevet av en person ville tiden blitt knapp hvis en ekstra person også skulle tolket resultatene. Dette reliabilitetsproblemet er til dels løst ved å la informantene delta i kontroll av utsagnene («quotes») (se tabell 2).

Reliabiliteten er også økt ved å fjerne tilfeldige forhold som kan ha påvirket datainnsamlingen. Alle intervjuene er for eksempel foretatt innenfor lukkede dører, der det var mulig, for å hindre ytre forstyrrelser.

3.7.2 Validitet

Validitet kan også omtales som gyldighet eller bekreftbarhet. Validiteten undersøker om man har målt det man ønsker å måle. Validiteten deles ofte inn i intern- og ekstern validitet.

Den interne validiteten setter spørsmål til kredibiliteten av undersøkelsen, mens den eksterne ser på overførbarheten til resultatene. Det er i oppgaveprosessen forsøkt å legge til rette for at resultatene i oppgaven blir mest mulig sanne. I hvilken grad de er det eller ikke er vanskelig å påpeke. Forskeren er en student og har relativt liten erfaring med gjennomføring av studier fra før av. For å øke gyldigheten av undersøkelsen er det foretatt en grundig teorigjennomgang både før, etter og mens undersøkelsene har pågått. Oppgaven støtter seg derfor til teoretiske prinsipper og vil derfor ha en viss gyldighet. Samtidig så er det forsøkt å få et innblikk i informantenes verden og resultatene er derfor ikke nødvendigvis overførbare til større grupper.

Egeninteresser kan påvirke gyldigheten av undersøkelsen, selv om noen intervjuobjekter anses som relativt nøytrale. Analysen er tolket ut ifra et objektiv standpunkt, men gjennom drøftingen er egeninteressene tatt høyde for.

3.8 Ethiske avveininger

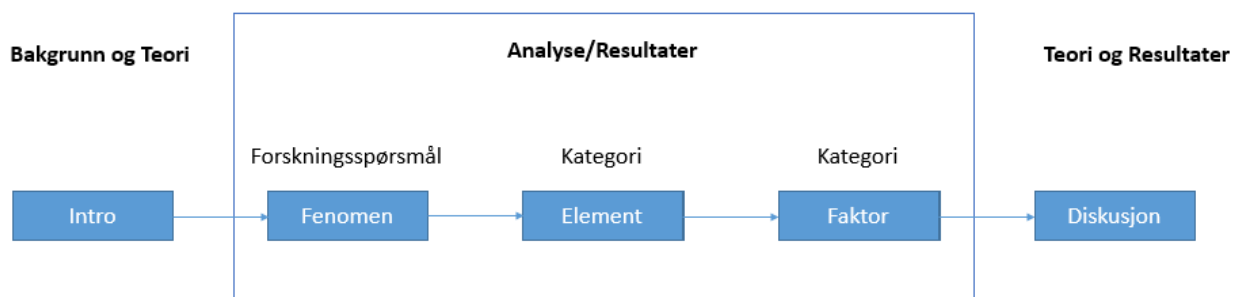
Før hvert av intervjuene ble det informert om omfanget av studien og det ble opplyst om hva dataene skulle benyttes til. Alle informantene sa seg villige til å være med på undersøkelsen. For å være sikker på at informantene hadde forstått hva de var med på ble det opplyst om undersøkelsen på mail (både før og etter intervju), ved intervju, samt i enkelte tilfeller på telefon. Alle utsagn som benyttes i oppgaven ble i god tid sendt over i ettertid for at informantene skulle få mulighet til å godkjenne dem nok en gang. De fleste informantene benyttet seg av denne muligheten.

Datainnsamlingen er gjort (i de fleste tilfeller) med båndopptak, hvorav lydfilene ble slettet etter oppgaven var levert. Lydfilene ble nummerert med tall, og kunne således ikke spores tilbake til informantene.

4. Resultater og analyse

4.1 Innledning

I dette kapitlet vil resultatene av den kvalitative undersøkelsen bli presentert, samt diskutert i tilknytning eksisterende teori på fagfeltet. Forskningsspørsmålene vil bli belyst i hvert sitt kapittel på følgende måte (se figur 10): først vil det være en intro som belyser hvorfor fenomenet er viktig knyttet opp mot eksisterende teori. Deretter vil resultatene bli presentert under deres rettmessige kategorier. Fenomenet er delt inn i kategorier, som her er kalt elementer og faktorer.



Figur 10: Analyse og diskusjon for hvert forskningsspørsmål

Hvert forskningsspørsmål består av flere elementer som igjen består av flere faktorer. Utsagn og tolkninger vil bli presentert innunder disse delene. På slutten av hvert forskningsspørsmål vil resultatene bli knyttet opp mot teori i det som kalles «diskusjonsdelen». Dette vil være standarden for alle tre forskningsspørsmålene. I neste kapittel vil den overordnede drøftingen tas, og forslag til policyutforming vil bli lagt frem.

4.2 Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial i Norge?

4.2.1 Intro

Tidligere forskning viser at det er et gap mellom gründerbedrifter og tilgangen på kapital (Mason & Harrison 1995; Rasmussen et al. 2007). Denne trenden finner vi også i Norge (MENON Business Economics 2011). Det argumenteres for at finansieringsgapet i Norge skyldes mangel på privat kapital til gründerbedrifter. Det er flere ulike grunner til at privat kapital kan mangle i tidligfase segmentet, men det aller vanligste argumentet er risiko. Risiko representerer en kostnad for investor, og det

forventede resultatet ved en investering må derfor være høyere enn denne kostnaden i tillegg til hva en alternativ plassering av kapitalen ville gitt. For høy risiko kan derfor føre til at kapitalen forsvinner i alternative investeringer (MENON Business Economics 2010). Det settes også spørsmålstejn ved investors seleksjon av bedrifter (Lockett & Wright 2005; MENON Business Economics 2010; OECD 2011). Gründerbedrifter er knyttet til mye usikkerhet (Byers et al. 2011, s 142), og de fleste overlever ikke særlig lenge. Kun 30 % av de nyetablerte foretakene i Norge i 2007 eksisterte 5 år senere (SSB 2014).

Gjennom Q1 undersøkes det hvorfor et slik gap eksisterer i Norge. Ut ifra teorien er det listet opp 4 ulike elementer som kan påvirke kapitaltilgangen i denne fasen. Disse er: **Kvalitet på gründerbedrifter, Mangel på private kapital, Mangel på offentlige virkemidler og Samspillet mellom aktørene**. Alle 4 er oppstykket og inndelt i nye faktorer som hver for seg eller samlet kan påvirke fenomenet. Det norske finansieringsgapet er et komplisert fenomen og det er derfor nødvendig å gå i dybden til alle faktorer/elementer som kan har påvirkningskraft. Ved å oppnå en god forståelse for hvilke elementer som påvirker gapet, kan man enklere utarbeide virkemidler for å motvirke disse. En god forståelse av Q1 vil derfor bidra til en bedre forståelse av Q2 og Q3.

4.2.2 Kvalitet på gründerbedrifter

Det kan hende at mangel på gode gründerbedrifter i Norge er det som forårsaker oppfattelsen av et finansieringsgap. Hvis dette er tilfellet vil det altså ikke være mangel på kapital som er problemet, men heller tilførselen av kapital til de rette bedriftene. Under er informantenes oppfatninger rundt kvaliteten til norske gründerbedrifter presentert.

Vekstpotensial/ambisjoner

En av informantene uttalte: «Kvaliteten på gründerbedriftene i Norge er god, men det er få av dem. Vi trenger mer volum (flere gründerbedrifter)» (CEO, Inven2). Informanten savnet flere av de «gode» gründerbedriftene, ikke flere gründerbedrifter. De «gode» bedriftene er de som tidligere er definert som vekstbedrifter eller bedrifter som har potensiale til å ha en positiv verdiskapende effekt.

En av informantene var bekymret over andelen av levebrødsbedrifter vs. andelen vekstbedrifter blant nyetableringer. Han uttalte: «56 % av alle nyetablerte foretak er enkeltmannsforetak ... Og mye av dette er levebrødsbedrifter» (Adm.Dir, NVCA). Informanten la til at de fleste foretakene forsvinner etter 5 år. Dette kan være et tegn på at få av de nyetablerte foretakene verken har potensiale og/eller ambisjoner til å vokse.

En av informantene var kritisk til at det var mangel på kapital som var årsaken til at få gründerbedrifter overlevde. Han uttalte: «Hovedgrunnen til at gründerbedriftene går under er dårlige ideer.» (Partner,

MENON). Det var således ikke kapital som var problemet, men heller kvaliteten på ideen bedriftene satset på. En annen var opptatt av å «ta livet av» disse dårlige ideene i tidligst mulig fase, helst før et selskap ble etablert. Han hevdet at selskapet bør ha en konkret løsning på et problem allerede før det ble opprettet. På den måten kan man unngå at flere bedrifter med dårlige ideer/konsepter etableres. Informanten så på det som TTOs rolle å tilrettelegge for at de dårlige ideene fra forskning- og universitetsmiljøene ble luket vekk, mens de gode ble tatt vare på.

Det ble også tatt opp at teknologi og team var de to viktigste faktorene til suksess. Det ble hevdet videre at det finnes gode teknologiske løsninger og smarte mennesker i Norge, men at utfordringen var å knytte disse sammen. En annen av informantene støtter påstanden om team som viktig for gründerbedrifter, men trakk fram at teamet må evalueres i større grad enn ideen, siden ideen kan forandres på over tid.

Gründerkultur

Når det kommer til gründerkulturen i Norge var det ulike meninger blant informantene. I et av intervjuene ble det trukket fram at folk i landet tør å satse og at vi således har en god kultur for innovasjon. En annen informant hintet til at det kan være en holdningsendring knyttet til oppstart, ved å trekke fram at flere unge mennesker satser nå enn tidligere. Sistnevnte tyder på at det tidligere har vært en lav kultur for gründervirksomhet.

Sverige ble tatt fram som et eksempel på et land som har blitt «tvunget» til å innovere for å kunne opprettholde et velferdssamfunn. Informanten trakk fram at svenskene har hatt flere suksessfulle gründerere. Disse er nå andregangsgründerere og sådan enda mer kvalifisert til å starte en ny bedrift.

De fleste var enige i at vi lever godt i Norge, og således ikke har den samme innovasjonskulturen. En uttalte: «*Oljen har gjort det trygt her i landet. Folk har jobb, hus etc. Hvorfor skal man da ta risiko?*» (Adm.Dir, NVCA). En annen informant så på dette som et positivt signal for de bedriftene som faktisk starter opp: «*Man tvinges ikke av nød til å starte bedrifter i dette landet – det er et godt tegn*» (Seniorrådgiver, NFD). Lav arbeidsledighet og generelt god velstand i landet forhindrer at man får en effekt der noen er avhengig av å starte en bedrift for å få en jobb.

Et annet problem som kom fram i intervjuene var at flere og flere gründerbedrifter flytter bedriften ut av landet for å kunne realisere ideen sin. Dette kan tyde på at forholdene for suksess ligger bedre til rette utenfor Norge. Informanten nevnte også at det kan føre til et samfunnsøkonomisk tap ved at landet ikke får ta del i den potensielle verdiskapningen, samtidig som bedriften allerede hadde mottatt støtte fra f.eks. Innovasjon Norge.

«Investment ready»

Dette punktet ble ikke tatt opp i særlig grad av informantene. En hevdet at gründerne savnet interesse fra de private investorene, selv etter flere møter hvor de hadde presentert ideer til ulike investorer. Det kan tolkes som at ideen deres ikke er god nok, at de er for dårlige til å presentere den, eller at investor er interessert i å investere i alternative prosjekter.

Oppsummering

Alt i alt så tolkes dette som at kvaliteten på de nyetablerte gründerbedriftene er lav, og at det er langt mellom de gode casene. Dette kan delvis springe ut av en lite risikovillig kultur og et virkemiddelapparat som ikke er tilrettelagt for å holde de gode ideene innad i landet.

4.2.3 Mangel på privat kapital?

Det kan tenkes at finansieringsgapet skyldes mangelen på privat kapital i markedet. Dette kan komme av høy oppfattet risiko og en investeringskultur som ikke anerkjenner gründerbedrifter. Det kan også tenkes at investorer ikke klarer å selektere ut de «gode» casene, og derfor investerer i få vekstbedrifter.

Oppfattet usikkerhet og risiko

En av informantene mente at risiko spiller en stor rolle: «*Finansieringsgapet skyldes først og fremst risiko, men det har også mye med holdninger å gjøre*» (Adm.Dir, NVCA). En annen informant synliggjør også risikoen: «*Fra man oppretter et selskap, så er det en lang periode (2-3 år), der man forventer at private investorer ikke er veldig interessert i å investere i bedriften fordi risikoen er skyhøy*» (CEO, Inven2). Dette viser ytterligere at investorer oppfatter det som veldig risikabelt å investere i bedrifter før de har kommet ut av en viss fase. Samme informant viser til at hvis de mottar kapital, så er det nesten som å gi bort penger.

«I de aller tidligste fasene (2-3 år). Der er det kun i helt spesielle tilfeller at det går inn en privat investor. Det kan være en som hadde tenkt å gi pengene til forskning, men som heller gir pengene til et av våre selskap isteden. Det er så høy risiko at det er en ren gave» (CEO, Inven2).

For å senke noe av risikoen er det vanlig at investorer investere sammen. De kan således se på en annens investering i et selskap som et positivt tegn:

«I Norge er vi flinke til å si, at så lenge du har funnet noen andre først, så er jeg villig til å bli med å investere. Utfordringen for de fleste gründerne er da å finne de som tør å satse først» (Styreleder, NORBAN). På denne måten kan investorer dele risikoen samtidig som de prekvalifiserer selskapet for hverandre. Det blir altså enklere å hente mer kapital hvis du har mottatt litt fra før av.

Det at investorer sprer risiko gjennom porteføljer ble av en informant problematisert som en kostnad for gründerne:

«Mange investorer legger små beløp på bordet, 2-300 000, i en eller flere bedrifter. De sprer risiko ved å ha porteføljer. Problemet er at det koster like mye å hente inn 200 000 som 2 MNOK» (Partner, Startuplab). Det å hente inn kapital kan være en tidkrevende prosess. Når de da mottar relativt små beløp fra flere investorer, kan fort alt for mye tid gå bort på kapitalinnhenting fasen og for lite på bedriftsutviklingsfasen.

Investeringskultur

En av informantene tok opp holdninger som et av problemene til finansieringsgapet. Dette kan tolkes i sammenheng med innovasjonskulturen i landet. Det eksisterer lav interesse for investeringer i gründerbedrifter. Mye av dette kan skyldes attraktiviteten i alternative investeringsprosjekter. Alle informantene var enige i at mye kapital forsvant inn i andre prosjekter. De aller fleste tok fram eiendomsinvesteringer som den største faktoren, men shipping, aksjefond og børs ble også nevnt. En informant nevnte også investeringer i familiebedrifter med lavt vekstpotensiale. Den alternative investeringskulturen kan vises med et par sitater:

«Revisoren min sier at det er eiendom du burde kjøpe! Det er risikofritt, og de siste 20 årene har det vært umulig å ikke tjene penger» (Styreleder, NORBAN)

«Det er enklere for investorer å investere i bolig, aksjefond eller lignende» (Partner, Startuplab).

«I Norge er det slik at hvis du skal være rasjonell investor så bør du ikke investere i gründere. Du får ofte kjeft, risiko og problemer! Og sjelden avlastning» (Styreleder, NORBAN).

Et annet problem som ble synliggjort var mangel på informasjon om investeringsmulighetene: «Alle private mennesker med kapital sitter ikke i et nettverk. De vet ikke om mulighetene ved å investere i start-ups» (Partner, Startuplab).

To av informantene tok også opp investorers tidligere investeringer i venturekapital som problematisk for deres investeringsaktivitet i dag. «Historisk sett så har investorer puttet penger i venturekapital og brent seg før» (Partner, Startuplab).

Seleksjon av bedrifter

En av informantene trekker frem at investorer ikke nødvendigvis investerer i en bransje de kan noe om, men som de har lyst til å lære mer om. Han trekker også fram at nettverket kan være mangelfullt siden de tidligere ikke har vært i bransjen, og at flere av dem går inn med et beløp som de kan tape. Når det kommer til investors evne til å selektere ut de gode casene, så er informantene ganske uenige. Noen mener at en investering fra investor er et godt tegn på at bedriften har potensiale, mens andre drar fram vanskeligheten med å selektere i såpass tidlig fase. En informant som stiller seg mer nøytral i seleksjon saken uttalte: «Seleksjon av riktige type bedrifter er veldig vanskelig. Finne de bedriftene

som markedet ikke finansierer fullt ut, men som fortjener finansiering. Det er ekstremt krevende» (Seniorrådgiver, NFD). En annen informant går så langt som å si at det er umulig å selektere ut vekstbedriftene i de aller tidligste fasene.

Selv om seleksjonsprosessen er vanskelig, så ble det også hevdet at: *«Den beste verifikasjon på om en ide er god eller ikke det er at du har noen investorer der ute som er villige til å «backe» opp med kapital»* (Adm.Dir, NVCA). Dette trenger ikke å tolkes som at investorer er gode på å velge ut selskaper, men heller at det er et positivt signal at en person har såpass stor tro på gründerne at de er villig til å jobbe med og for dem. Det ble også nevnt at investor kan jobbe med gründer ut ifra ren interesse, og ikke fordi man har et fokus på avkastning.

En av informantene nevnte at investorer baserte investeringsbeslutningen på to faktorer. Den ene var bevis på at produktet fungerte, eller at dataene var overbevisende nok. Den andre faktoren var at noen andre hadde investert fra før av. Således så kan det virker som om investorer har troen på andre investorers seleksjonskompetanse. Sistnevnte kan også komme av at deling av risiko er et veldig godt incentiv, eller at investor mangler kapitalen for å kunne gjennomføre investeringer alene.

Oppsummering

Det var stor enighet om at mye av den private kapitalen forsvant til alternative prosjekter, spesielt eiendom. Det var også stor enighet om at det var veldig risikofylt å investere i tidligfase (yngre enn 3 år), og det var tegn på at Investorer koinvesterte for å spre risiko, og at en annen investors prekvalifisering betydde mye for investeringsbeslutningen. De fleste hevdet det var svært krevende å velge ut de riktige selskapene, og det var blandet oppfattelse om investor var noe flinkere til å velge ut de «gode» casene enn andre. Dette kan problematiseres ved at flere også investerer på bakgrunn av interesse.

4.2.4 Mangel på offentlige virkemidler?

Årsaken til finansieringsgapet trenger ikke nødvendigvis være at det mangler privat kapital, men mangel på offentlige virkemidler. Offentlige investeringer utløser flere private investeringer, og virkemidler bør derfor sees på som essensielle for å redusere et finansieringsgap. Synlige offentlige støtteordninger med enkle søkeprosesser, og som støtter utviklingen av vekstbedrifter, kan være nødvendig i en enda høyere grad.

Mangel på virkemidler som adresserer tidligfase

Gjennom intervjuene ble de offentlige virkemidlene tatt opp gjentatte ganger. Hyppigst var såkornfondene og etablerertilskuddordningen. Det var spesielt mange meninger knyttet til såkornfondene, og det ble et naturlig tema som kom frem i alle intervjuene. Flere av informantene mente at såkornfondene investerte i en for sen fase:

«Dagens Såkornfond er egentlig ventureinvesteringer. Ventureinvestorer er som banken. De ønsker å gå inn så sent som mulig. Der det allerede finnes et visst antall ansatte, et viss antall kunder og en omsetning. Altså der hvor risikoen er lav» (Styreleder, NORBAN). To av informantene tok også fram at ca. 25 % av midlene forsvinner i lommene på forvalterne.

En annen informant var uenig i oppfattelsen om at såkornfondene investerte i for sen fase. Han viste til at de investerte basert på milepæler:

«Såkornfondene er satt opp slik at de går inn med et relevant beskjedent beløp i starten (4-5 MNOK), og deretter følgeinvesteringer hvis forvalterne fortsetter å ha troen på bedriften» (Seniorrådgiver, NFD). Informanten henviste også til at de 4 nye såkornfondene skulle investere i bedrifter yngre enn 5 år. Det ble også tatt opp at de negative resultatene til de tidligste bølgene av såkornfond kunne ha effekter på oppfatningen til de nyeste fondene.

En annen informant pekte på at fondene forvaltet kapitalen feil: «I evaluering av såkornfondene var den absolutt tydeligste konklusjonen: Lite penger på mange case = dårlig utfall» (Partner, MENON)

Etablerertilskuddordningen ble også tatt opp, og de fleste informantene var enige i at den fungerte bra. En informant nevnte den som en prekvalifisering for gode bedrifter: «Etablererstipend kan gi et signal om gründerbedriften er god, Innovasjon Norge er et kvalitetsstempel» (Partner, MENON). Det ble også tatt opp at økningen i etablerertilskuddene kunne føre til at de investerte høyere beløp enn før, noe som kan føre til at de som mottar støtte overlever litt lenger.

Seleksjon av bedrifter

Oppfattelsen om at det var umulig å velge ut bedrifter gjaldt også for det offentlige støtteapparatet. Dette ble eksemplifisert ved bedriften Opera Software: «Opera Software som i dag har 3 millioner brukere ble regnet av innovasjon Norge og forskningsrådet som uinteressant å investere i» (Styreleder, NORBAN). Det offentlige var således ikke noe bedre til å selektere enn det private.

Oppsummering

Om de offentlige virkemidler som eksisterer i dag så var det uenighet om det var nok eller ikke. Flere av representantene la frem behovet for en pre-såkornordning, mens en nevnte at den styrkede satsningen på etablerertilskudd og såkornfond kunne være nok til å tette finansieringsgapet. Det ble nok en gang tatt opp vanskelighetene med å selektere ut de «gode» casene.

4.2.5 Samspillet mellom aktørene

En av grunnene for at de «gode» casene er vanskelig å velge ut avhenger mye av samspillet mellom gründer og tilbyder av kapital. Informasjonsproblemer kan derfor være en vesentlig faktor til eksistensen av et finansieringsgap.

Asymmetrisk informasjon

Ifølge en informant så var det tilstedeværelsen av asymmetrisk informasjon i risikokapitalmarkedet, det som forsvarte statlig inngripen. Det ble nevnt at gründer og investor har problemer med å finne hverandre. Dette eksemplifiseres ved en informants utsagn: *«Investorer sier at de savner «deal flow», mens gründer sier at de savner interesse fra investorer. De har ikke møtt hverandre»* (Adm.Dir, NVCA). Dette utsagnet kan tolkes på flere måter. Det kan både bety at gründerbedriftene ikke er av god nok kvalitet, eller at investor ikke er risikovillig nok. Det kan også bety at «riktig» investor ikke har møtt «riktig» gründer, rett og slett en dårlig match.

En av informantene savnet flere private investeringer i gründerbedrifter:

«I den ideelle verden så er det flere investorer som er villig til å putte penger inn på en gründeride enn det gründeren trenger. Dagens situasjon er motsatt» (Styreleder, NORBAN). Dette kan kobles tilbake til alternative investeringer, hvor informasjonsproblemene er mye lavere. Ved investering i eiendom vet både kjøper og selger markedsprisen på boligen. Dette er i motsetning til gründerbedrifter hvor prisen ofte kommer fram i form av forhandlinger mellom parter med ulik informasjon om den reelle verdien til bedriften.

En av informantene dro også frem at investor ikke må være for forsiktig med pengene sine:

«Selskapet ønsker investorer som er tålmodige og som ikke sitter og finregner på neste milepæl! Det er ikke alltid at forskningen og utviklingen går helt på skinner. Det er derfor viktig med stabilitet hos investor. Han kan ikke være altfor utålmodig med pengene sine» (CEO, Inven2). Åpenhet og informasjonsflyt mellom begge parter kan løse det sistnevnte problemet.

Oppsummering

Funnene tyder på at asymmetrisk informasjon fører til mangel på investeringer fra investorer og gjør således alternative investeringer mer aktuelle. Investorer og gründerer møter ikke hverandre i stor nok grad, og sliter derfor med å finne en «god match».

Tabell 3: Oppsummering av funn fra dybdeintervjuer (Q1)

Funn fra intervjuer - Forskningsspørsmål 1	
Kategorier	Funn fra intervjuer
1. Kvalitet på gründerbedrifter <ul style="list-style-type: none"> - <i>Vekstambisjoner/potensial</i> - <i>Gründerkultur</i> - <i>«Investment ready»</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Lav kvalitet på bedriftene • For liten andel har ambisjoner/potensiale til å vokse • Vekstkraftige bedrifter flytter ut av landet • Lav gründerkultur
2. Mangel på privat kapital <ul style="list-style-type: none"> - <i>Risiko/usikkerhet</i> - <i>Investeringskultur</i> - <i>Seleksjon</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Høy risiko • Kapital investeres i eiendom o.l • Investorer koinvesterer for å spre risiko • Investeringsbeslutninger baseres på interesse • Investor har problemer med å velge de «gode» casene
3. Mangel på offentlige virkemidler <ul style="list-style-type: none"> - <i>Mangel på virkemidler</i> - <i>Seleksjon</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Sårkornfond investerer tradisjonelt i for sen fase • Det offentlige har problemer med å velge ut de «gode» casene
4. Samspillet mellom aktørene <ul style="list-style-type: none"> - <i>Asymmetrisk informasjon</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Informasjonsproblemer er bakgrunnen for utarbeidelse av virkemidler • Investor og gründer møter ikke hverandre

4.2.6 Diskusjon

Tidligere forskning viser til at finansieringsgapet er i en fase mellom der den interne finansieringen slutter, og før venturekapitalfond starter å investere. Dette er det området forretningsengler investerer i (Mason 2007). Engleinvesteringer i Europa ligger på mellom 0.7 – 2.2 MNOK (MENON Business Economics 2011), mens englenettverk kan investere opp til 4.3 MNOK (Mason 2007). Det norske finansieringsgapet eksisterer i tilsvarende fase og funnene tilsier at det kan identifiseres etter kapitalen fra etablerertilskuddene er brukt opp, og før såkornfond går inn med kapital. De fleste informantene så på det som svært vanskelig å spesifisere kapitalbehovet knyttet til finansieringsgapet. Forslagene strakk seg fra 0.5 MNOK til 10 MNOK, men ingen ville si med sikkerhet hvor mye kapital som trengtes. Dette kommer blant annet av at ulike bedrifter i ulike bransjer vil oppleve gapet på ulike stadium. De vil også trenge ulike summer for å utvikle seg. Funnene tilsier også at det er bedrifter som er mellom 1-3 år gamle som opplever dette gapet. Nok en gang så vil dette avhenge av bransje.

For å besvare forskningsspørsmål 1 er det identifisert flere faktorer fra både på **tilbud- og etterspørselssiden** som kan påvirke finansieringsgapet. Først ser vi på etterspørselssiden, altså gründerbedriftene:

Finansieringsgapet kan oppstå av mangel på gode investeringsobjekter. Resultatene tilsier at det er mangel på kvalitet blant gründerbedriftene i Norge i dag. Det er mange som starter opp (SSB 2015a), men de fleste bedriftene er levebrødsbedrifter med hverken potensiale eller ambisjoner om vekst. Hvis historien (fra 1997) gjentar seg kan man forvente at ca. 0.2% (MENON Business Economics 2009a) av de norske bedriftene som etableres hvert år vokser seg store. Det vil si at 2 av 1000 bedrifter vil være verdige investeringsobjekter. Dette kan sees i sammenheng med Mason og Harrison (2001) tre faktorer for «investment readiness». Av de tre faktorene så tyder funnene på at «Investability» kan være en mangelvare i det norske markedet. Det vil si at selskapet i seg selv ikke er verdt å satse på. Dette kan være en av grunnene til at det oppfattes som umulig å velge de «gode» bedriftene.

Hvorfor det ikke er gode nok gründerbedrifter i Norge er vanskelig å si. Noen av funnene tyder på at det er en manglende norsk kultur for forretningsvirksomhet og entreprenøriell tankegang i forhold til andre land. I Norge eksisterer det for eksempel ikke like mange andregangsgründere som i Sverige, fordi det ikke har vært en like stor kultur for entreprenørskap. Dette er en av grunnene til at Sverige har et bedre utgangspunkt for å drive frem flere suksessfulle gründerbedrifter enn Norge.

Det at flere «gode» norske bedrifter trekker til utlandet er også en indikasjon på at forholdene ligger bedre til rette for suksess i andre land. Resultatene indikerer imidlertid at gründerkulturen er på vei oppover siden flere unge satser på nyetableringer.

Fra tilbudssiden er det påvist en mangel på kapital i det norske risikokapitalmarkedet (MENON Business Economics 2011). Den private kapitalen kan være fraværende på grunn av stor oppfattet risiko, alternative investeringsprosjekter og lav grad av informasjon knyttet til investeringer i gründerbedrifter. At mye av kapitalen går til eiendom er problematisk siden eiendom ikke skaper noen reell verdiskapning i landet, slik som vekstbedrifter har potensiale til å gjøre.

Av de investorene som faktisk investerer kapital i gründerbedrifter settes det spørsmålsteget ved kompetansen deres, og således også utvelgelsen av bedrifter. Flere baserer investeringen på interesse for selskapet, noe som gjør at man ikke nødvendigvis investerer i de beste prosjektene. Andre investerer basert på avkastning, men er ikke nødvendigvis skikket til å ta en god investeringsbeslutning. Disse funnene stemmer overens med tidligere forskning (Lockett & Wright 2005; MENON Business Economics 2010; OECD 2011). Dette kan bety at den private kapitalen i flere tilfeller går til «feil» bedrifter sett fra både investors ståsted og et samfunnsøkonomisk perspektiv.

Den offentlige kapitalen kan også bli distribuert til «feil» selskaper, men dette må sees i overensstemmelse med målsetningen til de ulike ordningene. Etablerertilskuddene skal hjelpe gründer med verifikasjon i markedet (Nærings- og Fiskeridepartementet 2015c), og må således investeres i en tidligere fase. Såkornfondene har tidligere vært kritisert (MENON Business Economics 2009b), og i denne undersøkelsen virker det som om mye av kritikken har vært godt begrunnet. Når det er sagt så er det opprettet 4 nye såkornfond, og sjansen er stor for at de har lært etter tidligere feilskjær. Flere savner nye virkemidler som kan adressere fasen som er mellom disse to ordningene, og mange er derfor positive til en pre-såkornordning.

Informasjonsproblemer bidrar til at flere investeringer ikke gjennomføres, og funnene tyder på at det i hovedsak er «adverse selection» type 1 feil (Storey & Greene 2010) som er vanligst i markedet. Dette kan komme av liten risikovilje blant investorer, kombinert med lav og «dårlig» deal flow. Det er også tegn på at investorer og gründerer ikke møter hverandre i stor nok grad til at de finner den «rette matchen».

Konjunkturer er et punkt som ble ikke tatt opp av noen av informantene under intervjuene. Nedgangskonjunkturer (resesjon) vil gjøre det enda mer risikofylt å investere i tidligfasebedrifter (MENON Business Economics 2011). Det kan hende at informantene så på det som en selvfølgelighet at en nedgangskonjunktur vil gjøre investorer enda mer risikoaverse.

Flere av funnene kan trekkes tilbake til en manglende innovasjonskultur i landet. Det er for eksempel mangel på kunnskap om mulighetene til å investere i gründerbedrifter. I tillegg så eksisterer det liten kompetanse om forretningsutvikling på et generelt nivå. Det er tilrettelagt for en investeringskultur som favoriserer andre investeringer enn gründerbedrifter, og de som investerer mangler seleksjonskompetanse. Når i tillegg gründerkulturen er lav mottar få potensielle vekstbedrifter kapital.

4.3 Hvordan kan en pre-såkornordning utarbeides for å redusere dette finansieringsgapet?

4.3.1 Intro

For å tette finansieringsgapet har flere myndigheter opprettet «Co-Investment Funds» (Mason 2009). Slike ordninger skal tiltrekke for mer privat kapital inn i tidlig fase ved å tilby matching med det offentlige. Et av argumentene for å få inn mer privat kapital er at den fører med seg fordeler som kompetanse og nettverk (Aernoudt 2005; Mason & Harrison 1995). Det settes også spørsmålstegn ved den reelle tilførselen av kompetanse (Mason 2009).

Forslaget om pre-såkornordning (vedlegg 1) er satt opp med en struktur slik at det kan gå under kategorien «Co-investment fund». PSO er satt til å forvaltes av TTOer og Inkubatorer som skal bidra

med blant annet forretningsutviklingseksperise (Vedlegg 1). Dette kan være hemmende siden TTOer ofte kan ha lang vei til marked (Rasmussen et al. 2007) og inkubatorer ikke nødvendigvis leverer noen tilleggsverdi til gründerne (Tamasy 2007). Forskningsspørsmål 2 skal se på om en slik ordning, slik den foreligger i forslaget, vil kunne bidra til opprettelsen av flere vekstbedrifter i Norge og eventuelt hvilke forbedringer som må gjøres. Q2 forsøker altså å utforske hvordan en pre-såknordning skal utformes, og funnene fra Q1 blir således viktige for denne utformingen.

4.3.2 Oppsett av ordningen

Hvordan ordningen blir satt opp kommer til å være avgjørende for dens potensielle suksess. Det er viktig at målsetningen for ordningen stemmer overens med tiltakene som blir gjort for å oppnå den.

Målsetning

Målsetningen for ordningen ble et sentralt diskusjonstema under intervjuene. En informant uttalte:

«Målet med pre-såknordningen må være blant annet at man skal dyrke frem de bedriftene som har potensiale til å bli en stor vekstbedrift med stor samfunnsmessig verdiskapning» (Adm.Dir, NVCA).

En annen uttalte mer på en generell basis at målsettingen med alle offentlige ordninger/virkemidler rettet mot tidligfasesegmentet er at de må utløse privat kapital.

Matching

De fleste informantene pekte på viktigheten av å matche den offentlige og private kapitalen fordi den private kapitalen er med og validerer selskapet. «Matching skaper et høyere incentiv for investorer for å investere i bedriftene, fordi pengene doubler seg.» (Partner, Startuplab). Det har derfor også en risikoavlastningseffekt.

En annen informant trekker frem at initiativet for risikoavlastning ikke nødvendigvis fungerer for alle investorer: «At TTO/inkubatorer deler kostnaden ved investeringen er en risikoavlastning i seg selv i den grad investoren er liten nok. Det vil si ikke differensiert nok i porteføljen sin. Men det har ikke noe effekt dersom investoren er stor. Da vil beløpet som avlastes bli bittelite for investoren, og ha veldig liten effekt» (Partner, MENON). Det kan tolkes dit hen at det er usikkert om private investorer vil oppfatte ordningen som en risikoavlastning.

Et annet interessant poeng, som også ble tatt opp under forundersøkelsen, er at mengden kapital som det offentlige går inn med kan være høyere. Det ble argumentert for at de bør gå inn med en større andel enn det private, altså ikke en 50/50 matching. Informanten trakk fram konsepter i EU der den private kapitalen var nede i 10% ved den første investeringen, men kunne øke gjennom diverse følgeinvesteringer. En slik ordning vil være en mye større risikoavlastning for investor, og kan bidra til en enda høyere grad av private investeringer.

Det var også meninger knyttet til om det offentlige skulle gi kapitalen i form av lån, tilskudd eller egenkapital. En informant var bekymret for at egenkapitalen kunne utvanne gründeren for mye. Han pekte på at gründeren ikke ønsket å komme i en situasjon der han var i mindretall. Han reflekterte rundt en ordning der PSO utløste halvparten egenkapital og halvparten tilskudd fra det offentlige. Det vil si at total kapital investert er 75 % EK og 25 % tilskudd.

En av informantene mente at det var håpløst å ta egenkapital når man ikke var en profesjonell investor. Han visste også til at det var nærmest umulig å selektere i dette segmentet, og at ordningen ikke burde innføres. Hvis den allikevel ble det, mente informanten at da kunne man like godt gi tilskudd.

En annen var bekymret for den samfunnsøkonomiske effekten:

«Det er veldig mye penger som går bort i stipender og lignende. Hvorfor ikke gi gründerlån som må tilbakebetales med veldig lav rente? Vi gir bort for mye penger!» (Adm.Dir, NVCA). Andre igjen mente det var riktig å ta egenkapital slik at staten kunne ta del i en eventuell fremtidig avkastning.

Det ble også uttalt: «Pre-såkornordningen som er beskrevet av Abelia ligger i et skjæringspunkt mellom hvor det er fornuftig å investere egenkapital i forhold til tilskudd. Det er et godt prinsipp at kapital har en kostnad for bedriften, men ved små beløp til unge innovative bedrifter kan oppfølgingen være administrativt krevende og risikoen svært høy for at lite blir tilbakebetalt.» (Seniorrådgiver, NFD)

Rammen på kapitalen i PSO ble også diskutert rundt. Flere var enige om at 100 MNOK var for lite kapital for å nå ut til alle de selskapene som kunne trenge støtte gjennom PSO. Ved en større ramme kunne man gi mer kapital til hvert enkelt selskap. En informant syntes at 100 MNOK var stort nok beløp for en prøveordning.

Flere av informantene syntes at kapitalen skulle deles ut til få selskaper, istedenfor å spres ut til mange. *«Ordningen må være ganske spiss. Gi mye penger til få, istedenfor litt penger til mange»* (Adm.Dir, NVCA). På denne måten kan man satse hardere på enkelte selskap, istedenfor å spre mye penger på mange.

En informant mente at man burde gi kapitalen over flere runder. På den måten har gründeren et incentiv for å fortsette å jobbe hardt. *«Man bør gi kapital i steg (milepæler). Leverer du så får du mer penger»* (Adm.Dir, NVCA)

Oppsummering

Funnene tyder på at målsetningen bør være å fremme flere vekstbedrifter, og det er viktig å ha den i bakhodet når man utarbeider et virkemiddel. Rammen for kapital er for liten og det bør ikke tas for stor andel i egenkapital. Lån og tilskudd bør vurderes. Det bør også vurderes om det offentlige skal gå inn med mer kapital enn den private investeringen. Kapital utdelt i milepæler kan være et godt incentiv.

4.3.3 Krav til forvalter

I Abelia og FINs forslag (Vedlegg 1) er det TTOer og inkubatorer som skal forvalte ordningen, det kan hende at det er andre forvaltere som kan gjøre jobben bedre, eller at det ikke trengs noen forvaltere. Uansett hvordan ordningen blir seende ut, så må det settes krav for utdeling av kapitalen

TTO/inkubator som forvalter

En representant fra TTOene hadde troen på at deres TTO kunne forvalte denne ordningen. Han tenkte seg at de 5-6 aller beste miljøene i Norge ville få forvalteransvar. «Jeg tror det er smart at TTO/inkubatorer forvalter denne ordningen. Det er vi som står tett på prosjektene. For oss så er innovasjon noe veldig konkret, og det består av noen veldig konkrete steg» (CEO, Inven2).

Representant fra inkubator mente også at deres inkubator var kvalifisert for et forvalteransvar: «Vi mener at vi (Startuplab) er kvalifisert, men det må være opp til innovasjon Norge å avgjøre hvem som er kvalifisert og får forvalteransvar. Det er viktig å sette krav til forvaltermiljøet, og krav til hvordan de håndterer pengene» (Partner, Startuplab). Begge representanter for TTO/inkubatorer var åpne for at andre enn TTO/inkubatorer skulle få forvalte ordningen.

En informant var generelt skeptisk til forvalteransvar til TTO/inkubatorer fordi man begrenser seg på hvilke bedrifter man kan gi støtte til. Han la frem blant annet at TTOer og inkubatorer kan ha egeninteresser for å ta opp selskaper i programmet sitt, som f.eks. sikring av leieinntekter. En informant hevdet også at «Noen gründerbedrifter kan styre unna TTO/inkubatorer bevisst» (Partner, MENON). Det ble nevnt noen årsaker til dette, blant annet utgifter for å ha kontorplass og obligatoriske oppmøter på seminarer.

En omtalte case fra TTO og inkubatorer: «Vei til marked er lang for selskaper i TTO/inkubatorer. Det er en hindring for investor for å investere i slike bedrifter....det er 20 år frem til kommersiell løsning» (Partner, MENON).

Kritikken oppsto fordi det var sterk uenighet om at ordningen bare skulle rettes mot disse. Mesteparten av kritikken ble også rettet mot TTOer: «TTOene gjør ikke en dårlig jobb, de er en brikke i et stort system. Å si at Pre-såknordningen kun skal gå gjennom TTOene er å utelukke alle som ikke har gått på universitet i Norge! Man må huske på at det kommer flere gode ideer fra miljøer som står utenfor TTOene også» (Styreleder, NORBAN).

«Det er lite bevis på at case fra TTOene skaper noe mer samfunnsøkonomisk verdi enn case fra inkubatorer og oppstartsmiljøer. Sånn sett så er det ingen empirisk god støtte for at TTOene skal vises fortrinnsrett på denne typen penger» (Partner, MENON).

En annen informant mente at ordningen var grei som en start fordi man ikke måtte gjøre ordningen for vanskelig for politikerne. Han visste til at det fantes andre som er kapable til å forvalte ordningen, men at det kan være greit å starte med TTOer og inkubatorer for å forløse mye av verdiskapingspotensialet som ligger ved norske universiteter. «Noen burde «gå opp løypa», vise vei! Man kan kjøre en prøveordning med de beste TTO/inkubatorene» (Adm.Dir, NVCA).

Det var en viss uenighet i om TTO/inkubatorer bidro med «investment readiness» utover å lære bort enkel forretningskompetanse. En uttalte: «I TTOer så lærer man kanskje generisk forretningskompetanse. Lage forretningsplan, sette opp t-konto osv., men ikke så mye mer enn det. Det er noe helt annet å «lage en bedrift», en helt annen verden! Det er nok noen TTOer som har den kompetansen, men det er nok begrenset» (Partner, MENON).

Kompetansekrav

Det var bred enighet om at det måtte stilles strenge krav til forvalterne av en slik ordning, en uttalte: «Man må velge de rette miljøene til å forvalte disse pengene. Det må være en kombinasjon av 1: De rette menneskene som har bransjekunnskap og «track record». Og 2: et miljø der det er nok «deal flow» (tilgang på ideer)» (Adm.Dir, NVCA). Samme informant uttalte også: «Fagmiljøene som sitter på forvalteransvar bør kunne se litt bredere, ta inn gode ideer fra andre miljøer. Men det må være et veldig tøft nåløye for å komme med på dette pre-sårnprogrammet!» (Adm.Dir, NVCA).

En uttalte om pre-sårnordningen «Der du kan få et investor team til å bli med, uansett hvor teit ideen ser ut, da bør du motta støtte (fra pre-sårnordningen) ... De beste ideene ser smågale ut på et tidlig nok tidspunkt» (Styreleder, NORBAN). Nok en gang så blir det henvist til at det er tilnærmet umulig å velge ut selskaper. Grunnen til at han mener de bør motta penger er ikke fordi investoren er flink til å velge ut, det er fordi investor teamet har bevist at de har troen på selskapet og er villig til å satse. Det kan bety at de vil dedikere mye engasjement, kompetanse osv. til bedriften, noe som garantert vil løfte bedriften. Informanten la til at man automatisk burde få matching hvis man har møtte visse forhåndsbestemte krav (både til investor og bedrift). Det vil da være en ordning uten forvalter, og de kostnadene som følger med et slikt ansvar.

Oppsummering

TTO og inkubatorer kunne ikke ha enerett på en slik ordning. De 5-6 beste miljøene i Norge må velges, ut ifra krav om «track record» og «deal flow». Alle miljøene som blir forvaltere bør kunne ta opp selskap fra alle miljøer og bransjer. Det må også vurderes om forvalteransvaret er nødvendig.

4.3.4 Krav til investor

De fleste var enige i at det også måtte stilles visse krav til investorer som investerte i pre-såkornordningen. Både kompetanse og engasjement var viktig.

Kompetansekrav

En forsøkte å forklare hvilken kompetanse han ønsker fra den profesjonelle investoren: «Kompetanse er viktig, men finansiell kapital og investor kompetanse er ikke like viktig i pre-såkorn fasen. I denne fasen er det viktig med forståelse for teknologien også! Investorkompetanse er bra, men teknologikompetanse pluss tilgang på mange selskaper (deal flow) er også viktig!» (CEO, Inven2).

En annen informant spesifiserer den ønskede kompetansen ytterligere: «Forretningsengler bør ha kompetanse på markedssiden i tillegg til å ha et godt nettverk. Gjerne internasjonalt også. Investor med teknologisk kompetanse er ikke nødvendigvis den største utfordringen» (Seniorrådgiver, NFD). De to informantene var altså litt uenige når det kom til teknologikompetansen.

Det er en bred enighet blant informantene om at en god investor bør tilføre kompetent kapital. En av informantene uttalte seg om de «gode» forretningsenglene: «Det er tre ting en god tidligfaseinvestor tilfører! Det er kapital, kontaktnett og kompetanse, vi kaller det de tre K'ene» (Styreleder, NORBAN).

En av dem var skeptisk til hvor mange kompetente engler det faktisk var: «Vanskelig å si noe om kompetansen til private investorer. Noen har knallkompetanse, men den gruppen tror jeg er begrenset» (Seniorrådgiver, NFD).

Andre krav

«Kravene (for investor) bør være at man er interessert i å hjelpe til. Det finnes nemlig personer der ute som kan være ødeleggende for et gründerteamDet er ikke alle pengene som er snille. Det er ikke alle business angels/tidligfaseinvestorer som fortjener betegnelsen» (Styreleder, NORBAN). Det var flere av informantene som savnet noe lignende: «Man må sette krav til forretningsengelen om engasjement, og ikke bare kapital» (Partner, Startuplab). Det virket som om flere investorer ikke er like flinke til å følge opp selskapet sitt.

En informant kom med en interessant ide: «På samme måte som du trenger båtførerbevis i Norge for å kjøre båt, så mener vi at du trenger et slags business angel bevis, som viser at du er genuint opptatt av å hjelpe til» (Styreleder, NORBAN).

Oppsummering

Investor trenger kompetanse, nettverk og engasjement. Det å tilføre kapital beviser ikke at man har noen av delene. «Kompetent kapital» følger ikke nødvendigvis med en privat investering og teknologisk

kompetanse kan være viktig også for å forstå produktet/industrien. Investor kan også bli forhåndskvalifisert før investeringen er på plass.

4.3.5 Andre faktorer

En av informantene dro fram problemer knyttet til den politiske viljen: «Alt med såkorn i seg, såkornordninger, pre-såkornfond osv. blir sett på som en utgiftspost av politikerne, finansdepartement og lignende. De er sånn sett negative til det» (Adm.Dir, NVCA). Det ble også hevdet at hvis piloten på PSO ikke bli suksessfull så er det ikke sikkert at myndighetene vil tørre å prøve igjen. En annen var relativt overbevist om at opprettelsen av de to nyeste såkornfondene ville føre til at PSO ikke ble opprettet. Dette ble støttet av flere.

Det var kun en av informantene som ikke ville anbefale ordningen selv med forbedringer. De andre informantene var positive til ordningen, men hadde ulike forbedringer å komme med. Flere var også mer positive til andre ordninger istedenfor PSO.

Oppsummering

Det kan være en mangel på politisk vilje til å iverksette flere prosjekter med navnet såkorn i seg. Prøveordningen må lykkes for at videre satsing skal bli en realitet.

Tabell 4: Oppsummering av funn fra dybdeintervjuer (Q2)

Funn fra intervjuer - Forskningsspørsmål 2	
Kategorier	Funn fra intervjuer
1. Oppsett av ordningen <ul style="list-style-type: none"> - Målsetning - Matching 	<ul style="list-style-type: none"> • Gi kapital i milepæler • Ikke ta for stor andel i selskapet (egenkapital) • For liten ramme • Mye kapital til få bedrifter
2. Krav til forvalter <ul style="list-style-type: none"> - TTO/inkubatorer - Kompetansekrav 	<ul style="list-style-type: none"> • TTO/Inkubator kan ikke ha enerett på ordningen • Kombinasjon av god «track record» og «deal flow» • Må kunne ta inn selskaper fra alle miljøer
3. Krav til investor <ul style="list-style-type: none"> - Kompetansekrav - Andre krav 	<ul style="list-style-type: none"> • Ikke alle investorer bidrar med kompetent kapital, derfor viktig å sette krav om engasjement og kompetanse • Forhåndskvalifisering av investor
4. Andre faktorer	<ul style="list-style-type: none"> • Ikke politisk vilje til å sette i gang flere virkemidler for såkorninvesteringer

4.3.6 Diskusjon

Ved utarbeidelsen av en pre-såkornordning kan målsetningen, i tråd med innovasjon Norges 2. delmål (Nærings- og Handelsdepartementet 2011-2012), være å få frem flere vekstkraftige bedrifter. Dette vil kunne bidra til å redusere det opplevede finansieringsgapet ved at kapitalen går til de vekstbedriftene. Funnene tyder på at en ramme på 100 MNOK er for liten for å kunne satse på nok bedrifter til å få en effekt. Dette kan sees i sammenheng med at man må spre mye kapital på få bedrifter. En ramme på 100 MNOK vil derfor nå ut til et fåtall bedrifter. Resultatene indikerer også at egenkapital kan gi staten en potensiell avkastning på kapitalen, men samtidig så vil det også ha en reel utvanningseffekt på gründeren. Forretningsengler tar i gjennomsnitt 18 % eierandel (MENON Business Economics 2010) i et selskap og hvis staten også skal motta eierandel vil gründerbedriften i verste fall ha mistet 36 % av selskapet allerede i en tidlig fase. Dette er problematisk for gründeren, siden potensielle oppfølgingsinvesteringer senere vil bidra til høyere grad av utvanning. Noe som verken er ønsket av gründerne eller potensielle investorer. I henhold til «Pecking order» hypotesen (Lockett & Wright 2005) så vil gründer i mye høyere grad foretrekke lån eller tilskudd. Med dette som bakgrunn kan det være forsvarlig å støtte lån eller tilskuddsordninger isteden, eventuelt en mindre del egenkapital. Gjennom den belgiske ordningen «Business angel +» gir det offentlige ut lån med lav rente (Aernoudt 2005), og i flere tilfeller med mer kapital enn investoren. Noen av funnene tilsier også at det offentlige kan gå inn med mer kapital enn den private investeringen, og begrunner det med en høyere risikoavlastning for investor. Dette kan testes ut hvis man ser at risikoavlastning ved en 50/50 matching blir for lav. I SCF så investerer det offentlige og investoren på identiske premisser (Mason 2009, s 549), noe som tilsier at det offentlige tar egenkapital i selskapet. Et annet punkt når det kommer til utformingen av ordningen er å gi ut kapitalen i form av oppnådde milepæler for å hindre moralsk hazard (Storey & Greene 2010, s 330).

Forvalteransvaret til pre-såkornordningen var et kritisk tema. TTO og Inkubatorer fikk mye kritikk, og funnene tilsa i stor grad at de ikke kunne ha enerett på ordningen. Det ble blant annet tatt opp at de ikke var noe bedre til å selektere selskaper enn andre, at de kunne ha andre incentiver i seleksjonsprosessen (f.eks. sikre leieinntekter), og at de beste selskapene bevisst kunne unngå dem. Representantene fra TTO/inkubatorer var enige i at alle måtte kunne søke for å få forvalteransvar, men de hadde også tiltro til at de beste TTO/inkubatorer kunne være forvaltere. Dette kan sees i sammenheng med at få klarte å peke på noen andre som kunne overta forvalterrollen.

Alle informantene var enige om at kravene til en forvalter måtte være strenge. Flere av kravene som ble tatt opp var i tråd med Abelia & FINs forvalterkrav (Vedlegg 1). Det var også en generell oppfatning at alle bedrifter måtte kunne søke på ordningen selv om TTO/inkubator forvaltet den. Funnene tyder også på at forvalteransvaret kan være minimalt, i likhet med blant annet SCF i Skottland (Tilvaxtanalys

2011). Der er det investorene som står for investeringsbeslutningen, med ingen involvering fra en offentlig forvalter. Kapitalen utløses hvis det investeres i en bedrift, som har møtt forhåndsatte kriterier. I forhåndsundersøkelsen kom det opp et forslag om å la revisor selskaper ta seg av forvalteransvaret ved en slik ordning, og dermed kutte forvalteransvarets prekvalifiseringsrolle. Dette kan sees i sammenheng med kritikken som TTO/inkubatorer mottok og mangelen på andre forvaltningsmiljøer. Du oppnår således ingen «forhåndsgodkjenning» gjennom TTO/inkubatorer ved å ha et slikt system, men flere av funnene tilsier at bedrifter som springer ut av TTO/inkubator ikke er så mye bedre enn andre bedrifter. Tamasy (2007) har visst til lignende resultater blant teknologirettede inkubatorer. Likevel tyder funnene på at de aller beste TTO/Inkubatorene var kompetente nok til å forvalte en ordning, men at det ikke er veldig mange av disse.

Et annet funn er at det må stilles krav til investorer som investerer i en pre-såkornordning. Det var indikasjoner på at «kompetent kapital» ikke nødvendigvis følger med den private investeringen. Noe som kan sees i sammenheng med at MENON Business Economics (2010) kun identifiserte 10 % høykompetente forretningsengler i Norge, og at flertallet av investorene har mangelfull kompetanse. Det ble derfor tatt opp krav som forretningsutviklingskompetanse, teknologisk kompetanse og nettverk som. Noe overaskende så var kravet om engasjement og det å dedikere tid på selskapet vel så viktig. Sistnevnte innebærer å sette av tid til å faktisk hjelpe gründeren, slik at den kompetente kapitalen faktisk kan nyttiggjøres. Denne mangelen på kompetanse er noe av grunnen til at Aernoudt (2005, s 281) foreslår et «Business Angel Academy». Ved å organisere englene i BANs kan noe av kompetanseproblemene forsvinne, og man stille strengere krav til engasjement. Englenettverk investerer også ofte sammen og bør derfor kunne bidra til mer kompetanse per selskap. I SCF er forretningsengelgrupper hovedinvestorene, og står for så mye som 82 % av investeringene (Mason 2009, s 549).

Funnene tyder på at det er en mangel på politisk vilje til å iverksette flere prosjekter med navnet såkorn i seg, og prøveordningen må derfor lykkes for at videre satsing skal bli en realitet. Dette kan komme av at «såkornmidler» spiser av hverandres midler, og opprettelsen av to nye såkornfond kan bidra til at pre-såkorn ikke blir opprettet. Hvis dette stemmer så setter dette behov for å i enda høyere grad legge til rette for at en eventuell prøveordning fungerer. Ifølge Mason og Brown (2013) i (Tilvaxtanalys 2013, s 92) har flere andre land vist til mislykkede ordninger, fordi politikere ikke har klart å sette suksessfulle ordninger inn i nasjonal kontekst. Erfaringene fra SCF tilsier det samme, Det er derfor viktig med et helhetlig perspektiv når en eventuell pre-såkornordning blir iverksatt.

4.4 Hvilke andre virkemidler kan redusere dette finansieringsgapet?

4.4.1 Intro

Det kan tenkes at en ny satsning på allerede etablerte virkemidler kan redusere finansieringsgapet og at det således ikke trengs en nytt virkemiddel. Tidligfasevirkemidlene etablerertilskudd og såkornfond skal begge bli satset på i det nye statsbudsjettet (Nærings- og Fiskeridepartementet 2015c). Flere undersøkelser har nevnt tilretteleggelse for forretningsenglenettverk eller BANs som et virkemiddel for å redusere finansieringsgapet (Aernoudt 2005; Mason 2009; Tilvaxtanalys 2013). BANs tilrettelegger for møteplasser og åpner for koinvesteringer blant investorer. Skatteincentiver er også vist å ha god effekt i andre land (Tilvaxtanalys 2011) og kan øke investeringsaktiviteten til forretningsengler (Mason 2007). Et annet tiltak som har kommet fram er trening av investorer (Aernoudt 2005; Tilvaxtanalys 2013). Mason og Harrison (2004, s 171) argumenterer for at man også må se på «etterspørsels-sideordninger» for å kunne adressere finansieringsgapet. Dette er programmer som «investment readiness» og annen entreprenøriell trening. Mason og Brown (2013) i (Tilvaxtanalys 2013, s 92) hevder at nye virkemidler må være helhetlig utformet og må tilpasses nasjonal kontekst, når man kopierer suksessfulle ordninger fra andre land.

4.4.2 Ny satsing på eksisterende virkemidler

En informant var positiv til satsningen på etablerertilskuddene. Han uttalte:

«I statsbudsjettet for 2015 ble det bevilget 110 mill. kroner til å styrke den landsdekkende etablerertilskuddordningen. Den har flere likhetstrekk med pre-såkornordningen Abelia beskriver, bortsett fra at den ikke er rettet mot TTOer/inkubatorer, og at staten går inn med et mindre beløp enn i en pre-såkornordning i hver bedrift. Gjennomsnittet til nå har vært 350 000, men det forventes å øke. Den kan derfor treffe flere bedrifter i hele landet ved like høye ramme.» (Seniorrådgiver, NFD).

En informant var veldig positiv til omstillingen av Innovasjon Norge, og spesielt den innsatsen de hadde lagt inn i søknadsprosessen for etablerertilskuddene. Han trakk frem at det tidligere tok flere måneder å behandle en søknad, mens det nå kun tar 4 dager.

Problemer med for lite kapital i andre faser ble også nevnt. Informanten trakk fram at en økning i både såkornfondene og FORNY-midlene hadde gitt positive effekter. Det ble også nevnt at kombinasjonen av nye såkornfond og ny satsning på etablerertilskudd kunne være nok til å tette finansieringsgapet.

Oppsummering

Det er lagt betydelig midler inn i satsing på tidligfase. Denne satsningen kan være nok for å redusere finansieringsgapet.

4.4.3 Andre virkemidler

Flere ulike virkemidler kan utarbeides for å adressere finansieringsgapet. En informant hevdet at målet med alle offentlige virkemidler var at det måtte utløse privat kapital. Det var skatteincentiver som ble omtalt hyppigst, mens de andre virkemidlene sjeldent ble tatt opp.

Skatteincentiver

«Hvis man ønsker å få private penger til å satse, så er skatteincentiver den raskeste og beste måten å gjøre det på....Man bør kunne belønne de som satser på gründerne istedenfor at folk skal fortsette å putte pengene inn eiendom» (Styreleder, NORBAN). Andre visste også til gode skatteincentivordninger som for eksempel i Storbritannia og Sverige, slik som Enterprise Investment Scheme (EIS).

En informant savnet incentiver rettet mot større selskaper, slik at det også kunne lønne seg for de å bedrive innovativ virksomhet. Slike incentiver kunne få de store selskapene til å jobbe med de små og således være positiv for begge parter.

En uttalte seg om incentiver: *«Norske virkemidler for tidlig fase er ofte rettet å være risikoavlastende for gründer eller investor. Likevel, subsidiert kapital for å avlaste risiko vil ha effekter for avkastningen til bedriftseiere ved suksess. I statsstøtteregulverket i EØS-området er man generelt noe mer positiv til oppsideincentiver i risikokapitaltiltak gjennom skjevdeling av avkastning. Jeg er ikke kjent med forskning som peker i noen konkret retning.» (Seniorrådgiver, NFD).*

Det var også en viss skepsis til om skatteincentiver bidrar til flere vekstkraftige bedrifter. De blir ofte omtalt som en suksess internasjonalt, men grunnen kan være at de utløser store mengder privat kapital. Det betyr ikke at de nødvendigvis skaper vekstkraftige bedrifter.

Annet

Flere var enige om at møteplasser der investorer kunne møte gründerne var noe som trengtes. *«Man bør tilrettelegge for møteplasser, Pre-såknordningen kan være med på å etablere noe slikt» (Partner, Startuplab).* En av informantene mente at Norge både har investorene og gründerne, men at de ikke har klart å møte hverandre godt nok. Savnet av gode møteplasser var tilstede. En informant tok opp «Innobørs», som en digital møteplass hvor investorer kunne møte gründerne. Han pekte på at i Sundvollen-erklæringen så er en slik møteplass tatt opp som et satsningsområde.

I Q1 er det også pekt på at både investorer og entreprenører har mangelfull kompetanse. Dette legger til rette for både trening og utdanningsprogrammer.

Oppsummering

Generelt positive til skatteincentiver, men det er viktig å se om den private kapitalen faktisk skaper noe i form av flere vekstkraftige bedrifter. Det var også stor begeistring for møteplasser. Trening og utdanning av investor og entreprenør.

4.4.4 Overordnet

Helhetlig virkemiddelapparat

«Viktig med et perfekt økosystem ... Kombinasjonen av skatteincentiver og matching, det fungerer» (Adm.Dir, NVCA). Informanten var opptatt av at virkemiddelene skulle fungere sammen, og at innføringen av den ene ville styrke den andre.

En informant savnet dynamikk i de eksisterende ordningene. Han etterspurte programmer som raskt kunne hjelpe deg videre, istedenfor å være en hindring. Et eksempel var at søknadsfrister ikke bare kunne være en gang i året. Er man riktig uheldig, så kan man ende i en situasjon der det er 1 år frem til du har mulighet til å søke. Fleksibilitet rundt slike ordninger var derfor ønsket.

Politikk

Flere var skeptiske til hvordan virkemidler ble utarbeidet på politisk plan. En uttalte: *«Politikernes rolle er ikke egentlig å plukke ut, men å tilrettelegge. De kan bygge fotballbanen, men de bør ikke blande seg inn i hvem som skal spille på hvilket lag! Det er viktigere at målene er like store og at banen ikke heller den ene eller andre veien...»* (Styreleder, NORBAN). Informanten var opptatt av like spilleregler for alle og mindre politisk styring.

I forundersøkelsen ble det tatt opp en politisk målsetning, som påvirket utarbeidelsen av virkemidlene. Dette var målsetningen om å bli som «Silicon Valley». Det ble pekt på at både lovverk og kapitalstrukturen i Norge og USA er såpass forskjellige at ordninger som fungerer i USA ikke nødvendigvis fungerer i Norge. For eksempel så må mangelen på privat kapital, sees i forhold til kapitalstrukturen i landet. Ideen om mangelen på privat kapital kommer fra «Silicon Valley» og alle private investorene som tiltrekkes dit, mens Norge i hovedsak er bygget opp av offentlig kapital og ikke privat. Det ble derfor argumentert for at det burde være mer av den risikovillige offentlige kapitalen, og at «Silicon Valley» således er feil sammenligningsgrunnlag når politikere skal utarbeide virkemidler. Denne faktoren ble ikke nevnt under dybdeintervjuene.

Oppsummering

Politikere må kunne tenke helhetlig når de utarbeider virkemiddelapparatet. Det må også være en forståelse for at ordninger som fungerer andre steder ikke nødvendigvis fungerer i Norge.

Tabell 5: Oppsummering av funn fra dybdeintervjuer (Q3)

Funn fra intervjuer - Forsknings spørsmål 3	
Kategorier	Funn fra intervjuer
1. Ny satsning på eksisterende virkemidler <ul style="list-style-type: none"> - <i>Etablerertilskudd</i> - <i>Så Kornfond</i> - <i>Andre</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Gjennomsnittsbeløpet i etablerertilskuddordningen forventes å øke • Ny satsning på etablerertilskudd og såkornfond kan redusere finansieringsgapet • Omstillingen av Innovasjon Norge har positive effekter
2. Andre virkemidler <ul style="list-style-type: none"> - <i>Skatteincentiver</i> - <i>Matchmaking</i> - <i>Entreprenøriell læring</i> - <i>Investor læring</i> - <i>BAN</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Skatteincentiver kan bidra til mye privat kapital i markedet • Hvor stor nytte den private kapitalen bidrar med er usikker • Staten kan være med å tilrettelegge for møteplasser • Få kvalitetsbedrifter (funn fra Q1) • Få kvalitetsinvestorer (funn fra Q1)
3. Overordnet <ul style="list-style-type: none"> - <i>Helhetlig virkemiddelapparat</i> - <i>Politikk</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Viktig med helhetlig tankegang • Årlige søknadsfrister kan være uheldig • Mindre politisk styring • Internasjonale virkemidler er ikke direkte overførbare

4.4.5 Diskusjon

En forbedret satsning på etablerertilskudd og såkornfond kan bidra til å redusere finansieringsgapet, men funnene tyder i midlertidig på at en slik satsning ikke er nok. Flere informanter ønsket flere virkemidler som kunne øke kapitalmengden i tidligfasemarkedet. Skatteincentiver og et koinvesteringsfond vil øke mengden av privat kapital som investeres i oppstartsselskaper, men det var en viss uenighet om hvor mange slike virkemidler som trengtes. Det også tatt fram at den risikovillige kapitalen ikke nødvendigvis førte til flere vekstkraftige gründerbedrifter.

Mason og Harrison (2004, s 171) argumenterer for at finansieringsgapet ikke kan dekkes av tilbudsideordninger alene, og at det derfor må legges til rette for ordninger som adresserer etterspørselssiden av finansieringsgapet også. Dette samstemmer med funn knyttet til Q1. Det eksisterer få etterspørselsside programmer i Norge. Rasmussen og Sørheim (2012) viser til at slike ordninger har som mål å redusere den teknologiske og organisasjonelle usikkerheten. Disse ordningene fokuserte ikke informantene på i veldig stor grad. Aernoudt (2005, s 279) argumenterer for at entreprenører med vekstambisjoner og/eller vekstpotensial trenger bedre forståelse for

hvordan man anskaffer finansieringsmidler. Noe som legger til rette for å etablere flere «investment ready» program.

Resultatene fra Q2 indikerer også at forretningsengler ikke er så kompetente som den allmenne oppfattelsen tilsier, og at det derfor kan være behov for virkemidler som adresserer dette. Det ble foreslått et «business angel bevis», som en slags Investor screening for å bli med i forretningsenglenettverket. Dette har likheter med den svenske modellen STING (MENON Business Economics 2010). BANs er et virkemiddel som kan fokuseres på i høyere grad. De bidrar blant annet til å øke kompetansen til investorer, ved å tilrettelegge for opplæring, møteplasser og koinvestering. Det er også indikasjoner på at mindre kapitalsterke og kompetente engler er de som blir med i englenettverk (MENON Business Economics 2010).

Møteplasser ble tatt opp som noe det offentlige kunne bidra til å finansiere. Funnene tilsier at gründer og investor ikke møter hverandre i stor nok grad for å kunne finne den rette matchen. Det ble tatt opp et eksempel på en netteveksbasert møteplass, kalt «Innobørs». I Sundvollen-erklæringen har regjeringen fastslått et mål om å opprette en slik ordning, samt å vurdere mulighetene for skatteincentiver (Sundvolden-Erklæringen 2013, s 27). Dette er et eksempel på hvordan møteplasser, og andre virkemidler kan gå hånd i hånd. Helhetlig tenking i utarbeidelse av virkemidler var også et annet viktig moment. I Australia så bidro opprettelsen av et såkornfond til at et annet offentlig virkemiddel reduserte sin investeringsaktivitet. De to virkemidlene ble satt i en situasjon der de konkurrerte mot hverandre (Cumming & Johan 2009, s 1). En tilsvarende situasjon bør det fokuseres på å unngå i Norge. Nå er det slik at funnene tilsier mangel på kapital i flere faser, og at sistnevnte således ikke bør være et problem.

Tilvaxtanalys (2011, s 51) hevder at mye av suksessen til SCF kommer av at det også eksisterte skatteincentiver i tillegg til en god infrastruktur som kunne tiltrekke private investorer. Flere virkemidler kan legge grunnlaget bedre til rette for hverandre. Funnene tyder på at det også bør tilrettelegges for skatteincentiver ved utarbeidelsen av en pre-såkornordning. Det var også flere informanter som så på dette som et viktigere virkemiddel. Hovedutfordringen til SCF er en potensiell utskiftning av politiske ledere. Det er vanskelig å utarbeide en langsiktig strategi for programmet når en nye ledelse når som helst kan kutte støtten (Tilvaxtanalys 2011). Resultatene indikerer at mindre politisk styring var ønskelig, og at det er viktig at de utarbeider spillereglene, men ikke tar del i spillet.

5. Drøfting og policy implikasjoner

5.1 Drøfting

Formålet med denne oppgaven var å utforske årsaken til et finansieringsgap i Norge, samt å foreslå hvordan nye offentlige virkemidler kunne redusere dette gapet. Oppgaven har hatt et spesielt fokus på en pre-såknordning som et slikt virkemiddel. Problemstillingen for oppgaven var som følger:

Hvorfor eksisterer det et finansieringsgap for gründerbedrifter med vekstpotensial, i Norge, og hvordan kan et nytt offentlig virkemiddel redusere dette gapet?

Ut fra problemstillingen ble det utledet tre forskningsspørsmål som har vært gjennomgående tema i denne oppgaven. Den første av disse blir besvart i det neste underkapitlene, mens de to andre blir besvart i policykapittelet.

5.1.1 Årsaker til finansieringsgapet

Funnene tyder på at det eksisterer et finansieringsgap for vekstbedrifter i tidligfase. De tyder også på at årsakene til dette, er flere og komplekse. For det første så er det tilsynelatende en stor andel norske bedrifter uten hverken potensiale eller ambisjoner om vekst. Dette kan vises både tilbake til den lave andelen vekstbedrifter, overlevelsesraten og funnene fra intervjuene. Det argumenteres derfor for at det er en dårlig **gründerkultur** i landet.

For det andre så investeres det i andre prosjekter enn gründerbedrifter i Norge. Dette fører til at det er en mangel på kapital for gründerbedrifter i tidligfase.

For det tredje er både det offentlige og det private dårlige til å identifisere de potensielle vekstbedriftene, som blant annet fører til at «feil» bedrifter mottar kapital. Seleksjonsevnen er derfor en stor utfordring. De to sistnevnte faktorene tyder på en dårlig **investeringskultur** i landet.

Konklusjonen fra undersøkelsen er at det er mangel på potensielle vekstbedrifter på den ene siden (Etterspørsel), og mangel på god utvelgelse av disse på den andre siden (Tilbud). Disse faktorene kan være formet av et fenomen, som har fått relativt lite fokus. Dette er mangelen på en god **innovasjonskultur** i landet. Med innovasjonskultur så menes det her oppfatningen og kunnskapen om innovasjon og bedriftsutvikling på et generelt nivå i Norge. Både gründerkultur, investeringskultur, kompetanse og utvelgelse av bedrifter kan påvirkes av dette fenomenet. For eksempel så hjelper det lite at folk tør å bli gründer, når de ikke vet hva som kreves for å være gründer.

Tabell 6: De viktigste årsakene til finansieringsgapet

Årsaker til finansieringsgapet for potensielle vekstbedrifter	
Mangel på innovasjonskultur	
Investeringskultur	Gründerkultur
- <i>Mangel på kapital (lav kvantitet)</i>	- <i>Mangel på potensielle vekstbedrifter (lav kvalitet)</i>
- <i>Dårlig på å selektere (lav kvalitet)</i>	

Denne undersøkelsen argumenterer derfor for at det hovedårsaken til et finansieringsgap, ikke er **mangel på kapital**, men en mer overordnet **mangel på innovasjonskultur**. Denne mangelen fører til at for få gründerbedrifter vokser seg store. På kort sikt så vil en økning i mengde kapital bidra til å treffe flere vekstbedrifter, men den treffer enda flere hvis den deles ut til de «rette» bedriftene i den «rette» fasen. Det er derfor like viktig å øke **kvaliteten på utdelingen** av kapital (mer treffsikre ordninger). På lang sikt så virker det hensiktsmessig å øke innovasjonskulturen i landet. Mer om dette under policy implikasjoner.

5.1.2 Om målsetninger

Av politikere og i media, så blir termer som «å hjelpe gründere å krysse dødens dal», «mer privat kapital» og «å bli som Silicon Valley» hyppig brukt som argumentasjon for innføringen av finansieringsmidler for tidligfase. Funnene i denne oppgaven setter spørsmålsteget ved disse antagelsene og det argumenteres for at problemet er mer komplekst.

Først kommer antagelsen om at privat risikovillig kapital er «løsningen» for å skape vekstkraftige bedrifter, grunnet deres tilførsel av kompetent kapital. Antagelsen kan være riktig i flere land, men det betyr ikke at dette er overførbart til norsk kontekst. Denne oppgaven utfordrer denne påstanden ved å vise til at absolutt ikke all privat kapital er kompetent kapital. I Norge så har vi f.eks.; investorer som ikke «vet om» muligheten til å investere i gründerbedrifter, og således bør ha vanskeligheter for å tilføre noen form for kompetanse. Vi har investorer som investerer i eiendom isteden, og således ikke har noen erfaring med å investere i gründerbedrifter. Vi har investorer som kun investerer i gründerbedrifter basert på faktorer som interesse, og kan således bidra med engasjement, men ikke kompetanse. Vi har investorer som investerer i levebrødsbedrifter med hverken ambisjoner eller potensiale om vekst. Vi har investorer som investerer i gründerbedrifter og som har muligheten til å bidra med kompetanse, men som ikke gjør det i stor nok grad. Investorer er ikke alltid høykompetente forretningsengler, og tilførsel av mer privat kapital er overvurdert som «løsningen» på

finansieringsgapet. Det bør derfor ikke sees på som et mål i seg selv, men et av midlene som kan føre oss nærmere målet.

En annen term som blir hyppig omtalt som et problem, er «Dødens dal». Dødens dal får ofte skylden for et finansieringsgap, og det argumenteres for at denne dalen må krysses. Funnene i denne undersøkelsen tyder derimot på at flertallet av gründerbedriftene ikke er gode nok til at de bør motta kapital i denne faen. Dødens dal bør heller sees på som en test som skiller ut de beste bedriftene, hvor de sterkeste overlever i likhet med Auerswald og Branscomb (2003) syn. Det kan derfor være hensiktsmessig å ikke benytte termen dødens dal som et problem som krever en løsning, men heller forstå at den er en naturlig fase som de fleste gründerbedrifter går gjennom. Denne dalen har også et samfunnsøkonomisk lønnsomhetsperspektiv ved at den «avliver» bedrifter som ikke bidrar til verdiskapning.

Ved design av offentlige virkemidler er det riktig å kopiere andre lands suksess, men det må gjøres innenfor rammer som passer landet det skal implementeres. Armour og Cumming (2006) argumenterer for at spørsmål som «*how do we replicate the success of Silicon Valley*» ofte brukes for å kopiere andre lands suksessoppskrift. De viser til at dette sjelden fungerer fordi landets juridiske miljøet ikke blir tatt hensyn til. De argumenterer også for at den juridiske faktoren kan ha like stor påvirkning på entreprenøriell aktivitet som den økonomiske. Det juridiske systemet er ikke det eneste som er annerledes i USA i forhold til Norge. Under forhåndsundersøkelsene ble det vist til at også kapitalstrukturen er annerledes i de to landene. Der den amerikanske økonomien i stor grad er basert på privat kapital, er den norske mer basert på offentlig. Funnene tydet på at det bør være mer risikovillig offentlig kapital i Norge. Dette kan sees i sammenheng med kompetansenivået som følger med mye av den private kapitalen i Norge. I denne oppgaven argumenteres det derfor for at det å få til et miljø som Silicon Valley er en god målsetning, men midlene som benyttes for å komme dit kan ikke være de samme som i USA.

I denne oppgaven argumenteres det for at en god målsetning vil være, det samme som innovasjon Norges 2. delmål «**flere vekstkraftige bedrifter**». Å dyrke fram levebrødsbedrifter i Norge er ikke problematisk i dag, så virkemidler bør konkretiseres mot de bedriftene som bidrar til høyest verdiskapning.

5.2 Policy implikasjoner

5.2.1 Forslag til virkemidler

På kort sikt så er det tre faktorer som det offentlige kan påvirke gjennom nye virkemidler for å få frem flere vekstkraftige bedrifter. Disse tre er: **privat kapital, gründerbedrifter, og samspillet** mellom disse. I denne oppgaven argumenteres det for at det er to ting man kan gjøre når det kommer til alle faktorene. Dette er å enten øke **kvantiteten, kvaliteten** eller **begge deler**. I tabell 7 er disse tiltakene oppsummert.

For **gründerbedrifter** kan kvantiteten økes ved å legge til rette for antallet bedrifter som starter opp. I Norge så har fokuset hittil vært å øke kvantiteten, og det er derfor vi har så mange levebrødsbedrifter. Hovedfokuset når det kommer til gründerbedrifter bør derfor være å forbedre *kvaliteten* på de eksisterende, samt på de kommende bedriftene. Det er flere ulike måter å styrke kvaliteten på gründerbedriftene. Gode TTOer og inkubator programmer er en mulighet, men også lignende programmer som legger til rette for å gjøre bedrifter investeringsklare. Det bør også settes høyere krav ved utdeling av støtte. Spesielt til en eventuell pre-såknordning bør det settes høyere krav (mer om dette under kapittel 5.2.2).

Når det kommer til den **private kapitalen**, så vil satsning på virkemidler som pre-såknordning, såknordning og skatteincentiver bidra til å øke mengden kapital (kvantiteten). Ved innføring av skatteincentiver foreslås det her en gevinst på realisert aksje, («Back-end») siden disse belønner de gode investeringene. Det å redusere attraktiviteten av å investere i boligmarkedet, vil også øke investeringer i gründerbedrifter.

For å øke *kvaliteten* på den private kapitalen, så er det mulig å sette krav til investor ved investeringer i for eksempel PSO, samt krav til hvilke selskaper som kan investeres i. Kravene til investor kan være basert på kompetanse og engasjement. Kursing av private investorer bør også vurderes, og en slik ordning kan drives av forretningsenglenettverk. Det offentlige kan i høyere grad samarbeide med slike nettverk, og mye av investor kvalifiseringen kan foregå hos utvalgte BANs. Det offentlige bør derfor bidra i prosessen med å etablere slike nettverk. Det argumenteres for at virkemidler bør både heve *kvaliteten* og *kvantiteten* på privat kapital. Det er viktig å tenke på at en økning i skatteincentiver, og en reduksjon i alternative investeringer også kan redusere kvaliteten på den private kapitalen, siden flere uerfarne investorer investerer.

Den siste faktoren **samspillet** er viktig for blant annet å redusere informasjonsproblemer. Møteplasser for matchmaking av investor og gründer er eksempler på slike ordninger. Blant de som eksisterer i dag har vi f.eks. Connect Norge, Seedforum og First Tuesday. Å øke *kvantiteten* på slike ordninger kan være

viktig for å få de rette menneskene til å møte hverandre. Møteplasser kan også være nettbasert som f.eks. «Innobørs» som er en digitalmøteplass for investorer og gründere. Det offentlige bør støtte slike virkemidler i høyere grad.

På lang sikt så kan det satses på å heve innovasjonskulturen i landet. Mange av de overnevnte virkemidlene vil hjelpe til med dette, blant annet ved å gjøre det mer attraktivt å investere i gründerbedrifter. Innovasjonskulturen kan også heves ved å legge til rette for utdanning- og treningsprogrammer. Programmer som omhandler innovasjon og bedriftsutvikling er på sikt noe som kan bidra til en god innovasjonskultur. Et annet poeng er å trekkes frem tidligere suksessfulle norske gründere for å skape rollemodeller. Noe slikt kan føre til økt kunnskap og interesse knyttet til bedriftsetablering på et generelt nivå, og vil kunne øke kvaliteten blant bedriftene på sikt.

Til slutt så må ikke viktigheten av et **helhetlig** virkemiddelapparat undervurderes. Utarbeidelse av nye virkemidler må sees i sammenheng med eksisterende. I denne oppgaven anbefales det å utforske mulighetene for å kombinere virkemidler som PSO, skatteincentiver, BANs og matchmaking. Dette vil gi mer tilført privat kapital til de rette bedriftene.

Tabell 7: Oversikt over forslag til virkemidler

Forslag for å redusere finansieringsgapet		
Faktorer	Offentlige tiltak	
	Kort sikt	Lang sikt
1. Gründerbedrifter	Øke kvaliteten <ul style="list-style-type: none"> - Sette høyere krav ved mottakelse av støtte fra f.eks. PSO 	Øke kvaliteten <ul style="list-style-type: none"> - Fremme innovasjonskultur - Utdanning og opplæring
2. Privat Kapital	Øke kvantiteten av kapital <ul style="list-style-type: none"> - Tilrettelegge for skatteincentiver (back-end) - Pre-såkornordning - Redusere attraktiviteten for eiendomsinvesteringer Øke kvaliteten <ul style="list-style-type: none"> - Krav til investorer ved investering i PSO og skatteincentiver - Fremme BANs 	Øke kvaliteten <ul style="list-style-type: none"> - Fremme innovasjonskultur - Utdanning og opplæring
3. Samspillet mellom aktørene	Øke kvantiteten <ul style="list-style-type: none"> - Flere møteplasser, fysiske og digitale 	

5.2.2 Forslag til pre-såkornordning

Det å komme med et bedre forslag til pre-såkornordning enn Abelia og FINs (Vedlegg 1) forslag til innretning er en krevende oppgave. Det er allikevel utarbeidet et forslag hvor det er forsøkt å ta høyde for følgende faktorer:

- Målsetningen er «Flere vekstkraftige bedrifter»
- Ordningen må sees på som en utgiftspost, ikke en finansieringspost.
- Det eksisterer få vekstkraftige gründerbedrifter i Norge
- Det eksisterer få kompetente investorer i Norge
- Ikke alle vekstbedrifter stammer fra TTO/inkubatormiljø
- Egenkapital gir uønsket utvanningseffekt i tillegg til at tilbakebetaling er lav.
- Seleksjon er vanskelig i tidligfase
- Minimale forvaltningskostnader



Figur 11: Bearbeidet forslag til pre-såkornordning, fritt etter Abelia og FIN (2015)

I figur 11 er det 4 elementer som legger til rette for en god pre-såkornordning. Det er et par punkter som skiller den vesentlig fra Abelia & FINs forslag om innretning (vedlegg 1). Det første er at det gis et lån istedenfor egenkapital. Lånet må tilbakebetales med en fast lav rente, med mindre selskapet går konkurs. Til dette så settes det av en tapsavsetningspost. Rammen er også økt til 500 MNOK siden det er i samsvar med lignende type ordninger. Dette er i samsvar med Abelia & FINs opprinnelige forslag til rammekrav. Den økte rammen er foreslått fordi flere av informantene mente at 100 MNOK ble for

lite for å satse på nok selskaper. Siden det også har blitt nevnt at PSO bør lykkes for å fortsatt bli satset på fra politisk hold, er det enda et argument for å øke rammen til det den var tiltenkt.

Det neste punktet som er forandret er forvalteransvaret. Dette er det vanskeligste punktet å sette opp av flere ulike grunner. For det første vil et forvalteransvar gi en prekvalifisering av gründerbedriftene, men det tilsier også at det kommer forvaltningskostnader, noe som egentlig er uønsket ved denne ordningen. Likevel så er det flere momenter som taler for forvalteransvar og prekvalifisering, hvorav to faktorer skiller seg ut. Disse er den lave kvaliteten og seleksjonskompetansen til investorer, og den lave kvaliteten på gründerbedriftene. Det er derfor svært ønskelig med en ordning som klarer å identifisere de potensielt vekstkraftige bedriftene og de kompetente investorene. For å få til det, så kan det være nødvendig med en mellominstans. Det er her nevnt et høykompetent miljø, som bør kunne vise til minimale forvaltningskostnader. Dette kan i flere tilfeller være TTOer/inkubatorer, men det må være de aller beste og de må velges ut fra kriterier satt av Innovasjon Norge. En 3-4 slike miljøer i tilknytting de største byene er tiltenkt. For at forvaltningskostnadene skal bli minimale, så bør det settes opp forhåndsbestemte krav fra Innovasjon Norge om hvilke typer investeringer som kan utløse støtte. Den private investeringen vil derfor ikke bli vurdert av forvalter før investeringskravene er innfridd. Det er her viktig at kravene til Innovasjon Norge er gode nok til å kunne luke ut de fleste dårlige bedriftene før de blir tatt opp for vurdering hos forvalter.

Optimalt sett så burde denne ordningen kunne gjennomføres uten «forvaltningsinstansen» slik som SCF i Skottland er et eksempel på. Problemet er at mye av suksessen i Skottland skyldes kombinasjonen av en slik ordning med skatteincentiver og BANs, og dette er det ikke tilrettelagt godt nok for i Norge.

I dette forslaget skal forvaltningsjobben minimeres og det er derfor mer en godkjenning av prosjektene enn en forvalterjobb. Således vil man kunne vise til betydelig mindre forvalterkostnader enn ved f.eks. såkornfondene. Forvalteransvaret er allikevel en utgift som må tas med i beregningen.

De andre punktene i ordningen er ikke forandret vesentlig i det nye forslaget bortsett fra at også investor må godkjennes av forvalter. Det vil derfor settes krav til investor. Dette kan være krav som tidligere erfaring og krav om engasjement. Det kan også vurderes å knytte BANs opp mot forvalter for å identifisere de gode investorene.

Det viktigste punktet i det nye forslaget vil være forvaltningsansvaret. Det kunne f.eks. vært en ide å la innovasjon Norge ta seg av godkjenningsansvaret ved å integrere det i deres eksisterende virkemiddelapparat. Dette kan således være noe som tilsier at kvaliteten på prekvalifisering reduseres. Dette er en «trade-off» som bør vurderes i høyere grad, av personer med større innsikt i dere systemer. Fordelene og ulempene ved den nye pre-såkornordningen er listet opp i tabell 8.

Tabell 8: Fordeler og ulemper med den nye pre-såkornordningen

Forslag til pre-såkornordning	
For PSO:	Imot PSO:
+ Prekvalifisering i tre ledd; investor, «høykompetent miljø» og Innovasjon Norge krav	- Reelle forvaltningskostnader (kan minimeres ved å integrere ordningen inn i Innovasjon Norges eksisterende virkemiddelapparat)
+ Lån gir ingen utvanningseffekt hos gründer	- Ingen potensiell «oppside» for staten
+ Alle potensielle vekstbedrifter kan kvalifiseres for ordningen	
+ Kan forbedres ved introduksjon av nye virkemidler	
+ Kan utløse totalt 1 Milliard NOK til norske gründerbedrifter	

5.3 Anbefalinger til videre forskning

I starten av denne masteroppgaven var det tenkt å benytte et kvantitativt design for å teste investorers investeringsvillighet ved en opprettelse av en pre-såkornordning. Dette ble sett bort ifra grunnet mangel på tid, og vanskeligheter med å identifisere respondenter. Denne undersøkelsen ble derfor iverksatt for å avdekke de underliggende faktorene for finansieringsgapet for å kunne identifisere hvilke virkemidler som kunne redusere det på best måte. Oppgaven har derfor fungert som en forhåndsundersøkelse for flere kvantitative undersøkelser. Det er også avdekket nye interessante problemstillinger som også kan være interessante å forske videre på. Fenomener som krever mer forskning og hadde vært interessant å belyse er:

- Hvor mye reell kompetanse tilfører egentlig private investorer/forretningsengler til gründerbedrifter, og hvor viktig er engasjement (setter av tid) for at denne kompetansen skal realiseres? F.eks. så kan man dele investorer inn i 4 grupper etter kompetansenivå (Figur 2) og sammenligne «investor typene» med hvor mye tid de har brukt på bedriften og hvor suksessfull bedriften har vært. Vekstraten og overlevelsesnivået til disse bedriftene er mål man kan se nøye på.
- Hvor gode er gründerbedrifter i Norge sammenlignet med gründerbedrifter i andre land? Sammenligning av vekstbedrifter og levebrødsbedrifter mot de beste innovatørene fra

Innovation Union Scoreboard. Hva skiller landene? Faktorer som vekstrate, overlevelsessevne m.m. Dette kan kombineres med en kvalitativ undersøkelse for å utforske de bakenforliggende funnene.

- Om pre-såknordningen: Vil en 50/50 matching føre til en god nok risikoavlastning for at flere private investorer skal investere? Eller bør det offentlige bidra med en enda høyere risikoavlastning. Hvilke effekter vil dette få? Hvor mange uerfarne investorer vil investere hvis det blir «for» attraktivt, og hvor mange kompetente?
- Hvor mye reell kompetanse bidrar TTOer og inkubatorer med, og hvor stor er forskjellen på de beste TTOene og de beste inkubatorene? Det går an å sammenligne case fra inkubatorer og TTOer mot hverandre og mot andre case. Har programmene hatt noen effekt? Man kan også teste kompetansenivået hos gründere som er med i slike program
- Vil tilretteleggelsen av møteplasser øke investeringsaktiviteten, og hvordan kan det øke raten av suksessfulle vekstbedrifter? Hva vil fungere best fysiske eller digitale møteplasser? Er investorer villige til å investere i en bedrift kun etter et «digitalt» møte? Hvor mange investeringer blir gjort på bakgrunn av investorer og gründere som møtes på slike plasser? Er dette investeringer som uansett ville blitt gjennomført?
- Vil en reduksjon i attraktiviteten i boliginvesteringer øke investeringene i gründerbedrifter? Man kunne sett på hvor mye kapital som ble tilført gründerbedrifter etter en slik forandring.
- Trekker eliteenglene bevist vekk fra forretningsenglenettverk (BAN)? Hvor kompetente er de som er igjen i BANs. Blir de mer kompetente av å være der?
- Tre av informantene tok opp publiseringkulturen på norske universiteter som et problem for at det ikke kom flere interessante case fra forsknings- og universitetsmiljøene. Det hadde vært interessant å se på om målsetningen er å publisere, og hvor viktig kommersialisering er. Man kunne gjort en undersøkelse blant professorer som har kun publisert noe som åpenbart ville kunne utnyttes i markedet.
- Det ble også hevdet at fjerningen av «professors privilegier» ga lavere incentiv for å innovere blant professorer. I Sverige så har de fortsatt denne ordningen, så en av informantene hevdet at det kunne vært interessant å sammenligne de to landene. Hvor mange professorer har

startet egen bedrift i perioden i Norge, og hvor mange har gjort det i Sverige? Hvor suksessfulle har disse bedriftene vært?

5.4 Svakheter og begrensninger ved studien

Denne studien er naturlig begrenset av det korte tidsrommet (4.5 måneder), noe som førte til at eventuelle kvantitative undersøkelser, som kunne styrket funnene, ikke ble gjennomført. Studiene kunne også dratt nytte av enda flere informanter for å kunne belyse problemstillingen fra flere sider.

Siden informantene kom fra ulike bakgrunner, der noen av dem potensielt kunne tjene på en slik ordning, så er potensielle egeninteresser en svakhet ved studien. Et eksempel på dette er at TTOer og Inkubatorer kan være mer åpne for å være forvaltere av en slik ordning, siden den blant annet gjør dem mer attraktive. Det ble derfor opp til forsker å vektlegge utsagnene så riktig som mulig. I alle kvalitative undersøkelser så er subjektivitet hos forskeren en potensiell utfordring og funnene kan derfor ha blitt farget av egne meninger knyttet til temaet.

Litteraturliste

- Abelia & FIN. (2015). Innretning av nasjonal pre-såknordning innspill fra Abelia og FIN. Tilgjengelig fra: <http://abelia.no/getfile.php/Dokumenter/150128%20Innretning%20av%20nasjonal%20Pre-s%3%A5knordning%20%20innspill%20fra%20Abelia%20og%20FIN.pdf> (lest 28.01).
- Aernoudt, R. (2005). Business angels: The smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels. *international Journal of Business*, 10 (3): 272-284.
- Armour, J. & Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*: 1-40.
- Auerswald, P. & Branscomb, L. (2003). Valleys of Death and Darwinian Seas: Financing the Invention to Innovation Transition in the United States. *The Journal of Technology Transfer*, 28 (3-4): 227-239.
- Bergek, A. & Norrman, C. (2008). Incubator best practice: A framework. *Technovation*, 28 (1-2): 20-28.
- Borch, O., Isaksen, E., Jenssen, S., Kolvereid, L., Sørheim, R. & Widding, L. (2002). Kapitalmarked for nyetablerte bedrifter: en studie av etterspørsels- og tilbudssiden. *KPB-rapport. Bodø, Handelshøgskolen i Bodø og bedriftsforskning Kunnskapsparken AS-Bodø*.
- Byers, T. H., Dorf, R. C. & Nelson, A. J. (2011). *Technology ventures: from idea to enterprise*. 3rd utg.: McGraw-Hill. 680 s.
- Cumming, D. & Johan, S. (2009). Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship*, 7 (1): 26-56.
- Dagsavisen. (2014). *Oljesvikten gir nye muligheter*. Dagsavisen.no. Tilgjengelig fra: <http://www.dagsavisen.no/innenriks/oljesvikten-gir-nye-muligheter-1.307112> (lest 12.05.2015).
- DN. (2014). *Økonomer frykter resesjon i Norge med lav oljepris*. DN.no: Dagens næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2014/11/26/0528/konomer-frykter-resesjon-i-norge-med-lav-oljepris> (lest 12.05.2015).
- DN. (2015). *Vil høre om omstilling*. DN.no: Dagens næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/02/10/2153/Makroekonomi/vil-hre-om-omstilling> (lest 12.05.2015).
- E24. (2015). *Mæland: - Nå er det viktigere enn noen gang at vi bygger opp flere næringer*: E24. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/jobb/maeland-naa-er-det-viktigere-enn-noen-gang-at-vi-bygger-opp-flere-naeringer/23419230> (lest 12.05.2015).

- European Commission. (2006). Investment Readiness Discussion Paper: DIRECTORATE-GENERAL FOR ENTERPRISE AND INDUSTRY. 11 s.
- Gullander, S. (2001). *The Business Angel and the Incubator as tools in the development of the SME*. Mölle, (Sweden): The Swedish Research Frontier. 18 s.
- Innovasjon Norge. (2015a). *Etablerertilskudd*. Innovasjon Norge. Tilgjengelig fra: http://www.innovasjon Norge.no/no/finansiering/etablerertilskudd/#.VP22m_mG-Cc (lest 01.05.2015).
- Innovasjon Norge. (2015b). *Forvaltere for to nye landsdekkende såkornfond*. innovasjon Norge.no. Tilgjengelig fra: <http://www.innovasjon Norge.no/no/nyheter/forvaltere-for-nye-landsdekkende-sakornfond/#.VU4bcfntmko> (lest 01.05.2015).
- Innovasjon Norge. (2015c). *Mål og Delmål*. Innovasjon Norge.no. Tilgjengelig fra: http://www.innovasjon Norge.no/no/Om-Oss/formal-mal-visjon/Mal-og-delmal/#.VU34g_ntmko (lest 01.05.2015).
- Investinor. (2013). *Hvor ble det av nyinvesteringene*: Investinor. Tilgjengelig fra: <http://investinor.no/nyhet/184/hvor-ble-det-av-nyinvesteringene> (lest 05.05.2015).
- IUS. (2014). Innovation Union Scoreboard 2014. Belgium: European Union. 94 s.
- Johannessen, A., Kristoffersen, L. & Tufte, P. A. (2004). *Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag*. 3 utg. Abstrakt forlag. 490 s.
- Langeland, O. (2010). Kompetent kapital og finansiering av innovative bedrifter i tidlig fase. NBIR - Norsk Institutt for By-og regionsforskning. 28 s.
- Lockett, A. & Wright, M. (2005). Resources, capabilities, risk capital and the creation of university spin-out companies. *Research Policy*, 34 (7): 1043-1057.
- Mason, C. (2007). Informal Sources of Venture Finance. I: Parker, S. (red.) International Handbook Series on Entrepreneurship, b. 3 *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*, s. 259-299: Springer US.
- Mason, C. & Brown, R. (2013). Creating good public policy to support high-growth firms. *Small Business Economics*, 40 (2): 211-225.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (1995). Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small Business Economics*, 7 (2): 153-172.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (2001). 'Investment readiness': A critique of government proposals to increase the demand for venture capital. *Regional studies*, 35 (7): 663-668.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (2004). Improving access to early stage venture capital in regional economies: a new approach to investment readiness. *Local Economy*, 19 (2): 159-173.
- Mason, C. M. (2009). Public policy support for the informal venture capital market in Europe a critical review. *International Small Business Journal*, 27 (5): 536-556.

- MENON Business Economics. (2009a). 99% SMB. *Menon-publikasjon nr 13/2009*. Menon.no.
- MENON Business Economics. (2009b). *Veksthus eller såkorn til spille: Evaluering av ordningene for såkornfond under Innovasjon Norge: Greenhouse or wasted seed capital: Evaluation of seed fund schemes under Innovation Norway*, MENON-publication. 127 s.
- MENON Business Economics. (2010). *Forretningsengler i Norge 2010*, Menon.pdf. *Menon-publikasjon nr 15/2010*. 60 s.
- MENON Business Economics. (2011). The need for government supported capital measures in the market for early stage risk capital in Norway. *Menon-publikasjon nr 18/2011*. Menon.no. 64 s.
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2010). Venture capital and the finance of innovation. *VENTURE CAPITAL AND THE FINANCE OF INNOVATION, 2nd Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, eds., John Wiley and Sons, Inc.*
- Miles, M. B. & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook*: Sage publications. 335 s.
- Murphy, L. M. & Edwards, P. L. (2003). *Bridging the valley of death: Transitioning from public to private sector financing*: National Renewable Energy Laboratory Golden, CO.
- NRK. (2014). *Solberg mener store omstillinger må til i Norge*. NRK.no. Tilgjengelig fra: <http://www.nrk.no/norge/solberg-mener-store-omstillinger-ma-til-i-norge-1.12033786> (lest 12.05.2015).
- NRK. (2015). *Over 9500 jobber i oljebransjen forsvinner*. Tilgjengelig fra: <http://www.nrk.no/rogaland/over-9.500-jobber-i-oljebransjen-forsvinner-1.12138223> (lest 12.05.2015).
- NVCA. (2013). *Private Equity Funds in Norway Activity report 2013*: Norwegian Venture Capital & Private Equity Association.
- Nærings- og Fiskeridepartementet. (2015a). *Oppdragsbrev 2015 Innovasjon Norge fiskeridepartementet, N.-o.* Regjeringen.no.
- Nærings- og Fiskeridepartementet. (2015b). *Oppdragsbrev - Etablering av Såkornfond*. Fiskeridepartementet, N.-o. Regjeringen.no.
- Nærings- og Fiskeridepartementet. (2015c). *Prop 1 S, Proposisjon til Stortinget*. Fiskeridepartementet, N.-o. Regjeringen.no.
- Nærings- og Handelsdepartementet. (2011-2012). *Meld.St.22 Verktøy for vekst - om Innovasjon Norge og SIVA SF*. handelsdepartementet, N.-o. Regjeringen.no.
- Næringslivets Hovedorganisasjon. (2013). *Innovasjon +. Næringslivets Hovedorganisasjon Innovasjonspolitik*. 20 s.
- OECD. (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. Available at SSRN 1983115. OECD Publication. 153 s.

- Rasmussen, C. C. (2014). *SME growth : the role of collectively competence-based resources = Vekst i små og mellomstore bedrifter : betydningen av kollektive kompetansebaserte ressurser*. Norges miljø- og biovitenskapelige universitet Handelshøyskolen ved, Nmbu: School of Economics and Business, Norwegian University of Life Sciences.
- Rasmussen, E., Sørheim, R. & Widding, L. (2007). *Gjennomgang av virkemidler for kommersialisering av forskningsresultater (Assessment of government supports schemes for the commercialization of research) Bodø*: Norway: Bodø Graduate School of Business. 76 s.
- Rasmussen, E. & Rice, M. P. (2010). 4. Models for government support to promote the commercialization of university research: lessons from Norway. *The Life Cycle of New Ventures: Emergence, Newness and Growth*: 61.
- Rasmussen, E. & Sørheim, R. (2012). How governments seek to bridge the financing gap for university spin-offs: Proof-of-concept, pre-seed, and seed funding. *Technology Analysis & Strategic Management*, 24 (7): 663-678.
- Rogers, E. (2008). *M.(2003) Diffusion of innovations*. 5 utg.: New York: Free Press.
- Ryen, A. (2002). *Det kvalitative intervjuet: fra vitenskapsteori til feltarbeid*: Fagbokforlaget. 317 s.
- SIVA. (2010). Forsterket Inkubasjonssatsing - Kunnskapsgrunnlag og programbeskrivelse. 43 s.
- Sohl, J. (2014). The angel investor market in 2013: a return to seed investing. I: Research, C. f. V. (red.). Center for Venture Research.
- Spilling, O. R. (2001). Vekstforetak i Norge: om vekstforetak, vekstforetaks dynamikk og politikk for vekstforetak. I: 5/2001, F. (red.). *Sluttrapport fra prosjektet "Vekstforetak i Norge", FAKTA-programmet*, 0803-2610. 97 s.
- SSB. (2014). *Nyetablerte foretaks overlevelse og vekst, 2007-2012*. Tilgjengelig fra: <http://ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/fordem/aar/2014-10-24#content> (lest 20.04.2015).
- SSB. (2015a). *Foretak i 2014*. SSB.no. Tilgjengelig fra: <http://ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/foretak> (lest 20.04.2015).
- SSB. (2015b). *Virksomheter og Foretak i Norge*. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/bedrifter/aar/2015-01-23#content> (lest 20.04.2015).
- Storey, D. J. & Tether, B. S. (1998). Public policy measures to support new technology-based firms in the European Union. *Research Policy*, 26 (9): 1037-1057.
- Storey, D. J. & Greene, F. J. (2010). *Small business and entrepreneurship*: Pearson Education Limited. 550 s.
- Sundvolden-Erklæringen. (2013). *Politisk Plattform - for en regjering utgått av Høyre og Fremskrittspartiet*. Regjeringen.no. 74 s.
- Sørheim, R. & Landström, H. (2001). Informal investors-A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13 (4): 351-370.

Tamasy, C. (2007). Rethinking Technology - Oriented Business Incubators: Developing a Robust Policy Instrument for Entrepreneurship, Innovation, and Regional Development? *Growth and Change*, 38 (3): 460-473.

Tilvaxtanalys. (2011). Competent Capital - Three Countries, Three Trials. I: Analysis, G. (red.). *Growth Analysis report 2011/05*.

Tilvaxtanalys. (2013). Business Angel, Co-investment funds and Policy Portofolios. I: Analysis, G. (red.). *Growth Analysis report 2013/08*. 126 s.

Vedlegg

Vedlegg 1 – Pre-såkornordningen

Den nasjonale pre-såkornordningen ble foreslått av Abelia og FIN for regjeringen med bakgrunn i Sundvollen-erklæringen. I denne oppgaven er Abelia og FINs (2015) forslag til PSO tatt som utgangspunkt for utarbeidelse av en pre-såkornordning.

Den foreslåtte ordningen var opprinnelig på 500 MNOK statlig kapital som matches med tilsvarende 500 MNOK privat kapital for en total sum av 1 milliard kroner. Forslaget som skal behandles av regjeringen er på 100 MNOK, og omtales som en prøveordning. Det er altså snakk om en total sum på 200 MNOK, dvs 100 MNOK statlig og 100 MNOK privat kapital. Under så er det en illustrert oversikt over hvordan denne prøveordningen vil fungere.



Som gitt av figuren så det 4 ulike aktører som spiller inn i denne modellen. Aktør nr.1 er den statlige (Innovasjon Norge), som står med 50% av finansieringen samt godkjenning av hvilke TTO/inkubatorer som skal få forvaltningsansvar. Finansieringen er i form av et lån til innovasjonsselskapene og tilbakebetales etter exit/x antall år. Lånet slettes hvis gründerbedriften går konkurs. Innovasjon Norge oppretter en tapsavsetningspott til dette. Potten vil være noe større enn den såkornordningen gitt tidligere fase og høyere risiko. Innovasjon Norge bidrar også med evaluering og oppfølging av ordningen, samtidig som de er et viktig partner for de 3 andre aktørene å ha på sin side både med tanke på videre finansiering og nettverk.

Aktør nr. 2 er TTO/inkubator. I prøveordningen forslås det at de 5-7 sterkeste TTO/inkubatorene skal gis forvaltningsansvar. Disse søker da på en ramme av 5-20 MNOK som tildeles selskapet som et lån med fast lav rente. Disse midlene skal investeres som egenkapital og matches med beløpet som privat investor investerer.

Aktør nr. 3 er den private investoren. Den private investoren utløser den statlige kapitalen ved å investere i en bedrift, som er tatt opp ved en TTO/inkubator. Investoren oversender deretter en forpliktende juridisk avtale til Innovasjon Norge om at han skal investere i gründerbedriften. Investeringen til investor vil da matches av TTO/inkubator. På denne måten vil en bedrift som allerede er prekvalifisert av en TTO/inkubator også bli kvalifisert av en privat investor. Totalt sett kan dette ses på som et godt signal om at gründerbedriften er en potensiell vekstbedrift. Det å få en privat investor på sin side skal tilføre «kompetent kapital» ved investeringen. Eventuelle overskudd ved exit beholder investoren, og han kan også gis opsjon på følgeinvestering.

Aktør nr. 4 er gründerbedriften. Dette er bedriften som da vil motta den kombinerte investeringen. I forslaget til pre-såknordning er denne bedriften definert som en bedrift som er mindre enn 2 år gammel (Abelia & FIN 2015). Denne bedriften er allerede inne i en forretningsutviklingsprosess ved å være tatt opp ved en TTO eller inkubator. På den måten er bedriften forhåndsgodkjent av kompetente miljøer, som også har bidratt til å hjelpe foretaket videre på vei. Man kan på mange måter si at allerede før den offentlig/private kombinerte investeringen så er selskapet definert som «lovende». En videre investering fra en privat investor bygger videre på dette. En investering fra en investor vil også være et tydelig tegn på at investoren ser på bedriften som en bedrift som har muligheten til å vokse, altså en vekstbedrift.

For gründerbedriften vil investeringen ha flere positive sider, for det første så fører den med seg kompetent kapital fra forretningsengelen. For det andre så kan bedriften, i hvert fall for denne gang bruke mindre tid på å hente inn kapital. Noe som kan både være utmattende og ressurskrevende. Isteden så kan bedriften nå heller fokusere på å bevege seg fremover. Gründerbedriften vil derfor kunne vokse raskere.

Vedlegg 2 – Intervjuobjekter

Tittel	Intervjuobjekter
Forhåndsundersøkelser	
- <i>Representant fra PSO</i>	Daniel Ras-Vidal
- <i>Gründer og Investor</i>	Lars Monrad-Krohn
Dybdeintervjuer	
- <i>Adm.Dir NVCA</i>	Knut. T. Traaseth
- <i>Styreleder NORBAN</i>	Truls Berg
- <i>Seniorrådgiver NFD</i>	Karl Johannesen
- <i>Partner Startuplab</i>	Tor Bækkelund
- <i>Partner MENON</i>	Leo A. Grünfeld
- <i>CEO Inven2</i>	Ole Kristian Hjelstuen

Vedlegg 3 – Overordnet intervjuguide/temaguide

Intro:

Presentere meg selv og presentasjon av masteroppgaven.

Informere om forskningspraksis.

Spørre om lov til å ta opp på bånd og å bruke dataen i oppgaven

Formål:

Formålet er å la informanten tale fritt når temaene blir tatt opp. Intervjuet går derfor fritt gjennom alle punktene som er listet opp her på forskjellige tidspunkt. Moderators rolle er å passe på at alle punkter blir tatt opp/besvart.

Tema 1 - Finansieringsgap i Norge

Eksistensen av et finansieringsgap

Årsaker til gapet

Tema 2 – Pre-såknordningen

Kort presentasjon av Pre- såknordningen med oversiktsbilde (se figur 1)

- Bakgrunn og formål

Videre diskusjon knyttet til de 4 emnene i oversiktsbilde: Innovasjon Norge, Gründerbedrifter, TTO/Inkubator og Private investorer

1. Innovasjon Norges rolle

Som tilrettelegger/forvalter

2. Gründerbedrifter

Gode bedrifter i Norge

Potensielle vekstbedriftene i Norge

3. TTO/Inkubator

TTO/inkubator som forvalter

Kvaliteten på bedrifter i TTO/inkubator

TTO/inkubator kompetanse og nettverk

TTO/inkubators tilførsel av kompetanse

Andre forvaltere

4. Private Investorer/forretningsengler

Forretningsengler tilførsel av kompetanse

Risiko

Alternative investeringer

Seleksjonsevne

La informantene drøfte forbedringer til pre-såknordningen:

Tema 3 - Andre virkemidler

Eksiterende virkemidler

Forslag til andre virkemidler

Avslutningsvis

Stille oppfølgingsspørsmål ved emner som informanten har vært inne på, men ikke utdypet tilstrekkelig.

Spørre om det er noe annet ved temaet som de ønsker å få frem



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Postboks 5003
NO-1432 Ås
67 23 00 00
www.nmbu.no