



Handelshøyskolen BI i Oslo

ENT 36701

Bacheloroppgave - Entreprenørskap

Bacheloroppgave

Pre-såkornordningen - et nytt bidrag til gründerbedrifters kamp for å overleve «dødens dal»

Navn: Simen Mathisen, Nikolai Diesch Jelmert

Utlevering: 08.01.2018 09.00

Innlevering: 04.06.2018 12.00

Forord

Med denne oppgaven avsluttes vår treårige bachelor i Entreprenørskap og Økonomi ved Handelshøyskolen BI i Oslo.

Denne oppgaven har forankring i entreprenørskapsfaget, og hovedgrunn for valg av tema er gjennom inspirasjon fra vår foreleser Tor Haugnes.

Vi er begge studenter med interesse for finansiering og vekst av oppstartsbedrifter, og vi har tidligere holdt forelesning om finansieringskilder gjennom et arbeidskrav fra et av kursene vi har hatt her på BI. Som et nytt bidrag til gründerbedrifters kamp for å overleve «dødens dal», var pre-såkornordningen et spennende område å utforske nærmere. Det har gitt oss mye kunnskap og lærdom gjennom intervjuer med både gründerne og forvaltere i ulike innovasjon/investeringsmiljøer i Norge.

Med dette ønsker vi gjerne å takke vår foreleser Tor Haugnes for inspirasjon og gode råd og Marius Andersson for god veiledning under prosessen. Vi vil også gi en takk til alle intervjuobjektene som har viet tid til å stille til intervju og svare på spørsmål i ettertid.

Oslo, 03.06.2018

Sammendrag

I Norge eksisterer det et finansieringsgap som gjør at det ikke er nok risikovillig kapital for å finansiere alle de gode gründerideene som egentlig burde ha “livets rett”. Tidligere har staten opprettet såkornfondene for å prøve å tette dette finansieringsgapet, men som en konsekvens av hvordan ordningen har blitt forvaltet, unnviker den oppstartsbedrifter i den tidligste fasen (Lieng, 2013). I slutten av 2015 ble det derfor opprettet en ny pre-såkornordning for å aktivere risikokapital i denne fasen og som skal hjelpe oppstartsbedrifter gjennom det NHO beskriver som “dødens dal” (Lund, 2013, s.10). Som en relativt ny ordning, der resultater ikke kan måles før de kommende årene, ønsker vi derfor å undersøke **hvordan ordningen fungerer i praksis mellom de ulike forvalterne og gründerbedriftene**. For å svare på dette, er det utarbeidet 3 underproblemstillinger.

1. Hvorfor er dette en attraktiv ordning for gründerbedrifter?
2. Hvordan identifiserer forvalterne potensielle vekstbedrifter?
3. Hvordan fungerer samspillet mellom forvalter og gründer i pre-såkornordningen?

I teoridelen belyser vi litteratur om blant annet oppstartsfaser, finansieringskilder, finansieringsgap, pre-såkornordningen, forvaltere, investeringsprosessen og styret i oppstartsbedrifter, for å underbygge problemstillingene i oppgaven. Neste hoveddel av oppgaven er metoddelen, hvor vi gjør rede for valget av kvalitativ metode, med et eksplorativt design. Det ble gjennomført 3 intervjuer med de 3 ulike typer forvaltere av ordningen, og 2 tilhørende gründerbedrifter som hadde fått tilskudd fra ordningen. Dette belyses i empiridelen som senere blir brukt sammen med teorien for å drøfte problemstillingen i oppgaven.

Gjennom drøftingen finner vi ulikheter blant forvalterne når det kommer til hvordan pre-såkorninvesteringene blir gjort, disposisjon av ressurser for gründerbedriftene og samspillet mellom aktørene. Gjennom elementene i investeringsprosessen (Wickham, 2006) viser det seg å være forskjeller i blant annet forvalternes investeringsprofil og evaluering av gründerbedriftene.

Et av funnene er blant annet forvalternes vurdering av «trygge-» og «gamblerbedrifter» for å få en balansert portefølje.

Innholdsfortegnelse

	FORORD	
	SAMMENDRAG	
1	INNLEDNING	1
1.1	INTRODUKSJON	1
1.2	PROBLEMSTILLING	2
1.3	AVGRENSNINGER	2
1.4	STRUKTUR PÅ OPPGAVEN	2
2	TEORI	3
2.1	OPPSTARTSFASER	3
2.2	DØDENS DAL	4
2.3	FINANSIERINGSKILDER	5
2.3.1	<i>Interne finansieringskilder</i>	5
2.3.2	<i>Eksterne finansieringskilder</i>	6
2.3.3	<i>Offentlige finansieringskilder</i>	7
2.4	FINANSIERINGSGAP	9
2.5	PRE-SÅKORNORDNINGEN (PSO)	10
2.5.1	<i>Om ordningen</i>	10
2.5.2	<i>Bakgrunn og hensikt</i>	11
2.6	FORVALTERNE	12
2.6.1	<i>TTO (Technology Transfer Office)</i>	12
2.6.2	<i>Inkubator</i>	12
2.6.3	<i>Forretningsenglenettverk</i>	13
2.7	INVESTERINGSPROSESSEN	13
2.8	STYRET I EN OPPSTARTSBEDRIFT	14
2.9	EGENINTERESSE OG PRINCIPAL-AGENT	15
3	METODE	16
3.1	INTRODUKSJON	16
3.2	VALG AV METODE	16
3.3	UNDERSØKELSESDSIGN	17
3.4	VALG AV INTERVJUOBJEKTER	17

3.5	DATAINNSAMLING	18
3.5.1	<i>Primærdata</i>	18
3.5.2	<i>Sekundærdata</i>	18
3.6	UTFORMING AV INTERVJUGUIDE.....	19
3.7	EVALUERING AV METODEN.....	19
3.7.1	<i>Utvalg</i>	19
3.7.2	<i>Pålitelighet</i>	20
3.7.3	<i>Validitet</i>	20
4	EMPIRI	21
4.1	PRESENTASJON OG OVERSIKT OVER INTERVJUOBJEKTENE.....	21
4.2	GRÜNDERBEDRIFTENS FASE OG FINANSIERING	22
4.3	INVESTERINGSPROSESSEN OG FORVALTERNES KRAV TIL GRÜNDERBEDRIFTENE	23
4.4	FORVENTNINGER, OPPFØLGNING OG STYRET I OPPSTARTSBEDRIFTEN	25
4.5	FORVALTERNES EIERINTERESSER OG EXIT I GRÜNDERBEDRIFTEN	28
5	DRØFTING	31
5.1	HVORFOR ER DETTE EN ATTRAKTIV ORDNING FOR GRÜNDERBEDRIFTER?.....	31
5.2	HVORDAN IDENTIFISERER FORVALTERNE POTENSIELLE VEKSTBEDRIFTER?.....	32
5.2.1	<i>Erfaring</i>	32
5.2.2	<i>Investeringsprosessen</i>	33
5.3	HVORDAN FUNGERER SAMSPILLET MELLOM FORVALTER OG GRÜNDER I PSO?	37
6	RESULTAT	39
6.1	HVORDAN FUNGERER PSO I PRAKSIS MELLOM DE ULIKE FORVALTERNE OG GRÜNDERBEDRIFTENE?	39
7	LITTERATURLISTE	41

1 INNLEDNING

1.1 Introduksjon

For å opprettholde et velferdssystem som i Norge er man avhengig av å skape verdier. Olje- og petroleumsindustrien i Norge har bidratt med dette i flere år, men etter en nedgang i oljeindustrien er vi nå nødt til å tenke nytt for å skape fremtidens arbeidsplasser og verdier for samfunnet. Et forskningsprosjekt fra Handelshøyskolen BI som undersøkte hvordan arbeidsplasser skapes kom det fram at skalerbare vekstbedrifter utgjør under 10% av nyetableringer, men står for om lag 50% av de nye arbeidsplassene (Reve, 2017). Derimot er det å starte opp et suksessfullt selskap krevende. Bare 44,4 prosent av aksjeselskapene og 22,5 prosent av enkeltpersonforetakene, som ble etablert i 2007 var fortsatt i drift i 2012 (SSB, 2018). Selv om mange ikke overlever, er de gjenværende foretakene viktige for veksten i økonomien (Mæland, 2015).

I 2015 la regjeringen frem “Gründerplanen 2015”. Her presenterte de tre satsingsområder som til sammen skal skape og forsterke en kultur for gründerskap i Norge: (1) Bedre tilgang på kapital i tidlig fase, (2) økt tilgang på kompetanse og (3) et mer attraktivt gründerland (Mæland, 2015). Som et tiltak i denne planen ble det presentert det som tidligere var et forslag fra Abelia og FIN (Haugli & Haugland, 2015); pre-såknordningen (PSO). “Dette er en ordning som skal utløse privat investeringskapital til unge, innovative bedrifter lokalisert i et innovasjonsmiljø, ved at staten delfinansierer prosjekter sammen med private investorer” (Mæland, 2015).

Pre-såknorkapitalen blir gitt som et rente- og avdragsfritt lån fra Innovasjon Norge (IN) til de beste innovasjonsmiljøene i Norge, som innebærer TTO-er, inkubatorer og forretningsenglenettverk. I slutten av 2015 ble PSO satt i gang som et pilotprosjekt med 40 mill. NOK fra staten. Beløpet økte til 100 mill. NOK i 2016 og 50 mill. NOK i 2017 og 2018.

Denne oppgaven bygger på en masteroppgave fra 2015 (Fjeldheim, 2015) som undersøkte hvordan PSO kunne utformes for å redusere et finansieringsgap. Siden den gang har ordningen blitt videreutviklet de siste årene til en offentlig kapitalkilde for innovative gründerbedrifter.

1.2 Problemstilling

Ettersom PSO er et forholdsvis nytt fenomen, som er gjort lite undersøkelser på foreløpig, ønsker vi derfor å utforske nærmere hva PSO er i dag, og hvordan den fungerer i praksis. Vi har dermed utarbeidet følgende hovedproblemstilling for oppgaven:

Hvordan fungerer pre-såkornordningen i praksis mellom de ulike forvalterne og gründerbedriftene?

Dette er en overordnet problemstilling som kan oppfattes som noe bred, men for å spisse den til ble det utarbeidet tre underproblemstillinger som det forsøkes å se nærmere på for å forstå og kunne svare på den overordnede problemstillingen.

- (1) Hvorfor er dette en attraktiv ordning for gründerbedrifter?
- (2) Hvordan identifiserer forvalterne potensielle vekstbedrifter?
- (3) Hvordan fungerer samspillet mellom forvalter og gründer i pre-såkornordningen?

Problemstillingene er satt opp for å plukke opp forståelse om bakgrunnen for ordningen og prosessen fra investering til exit. Gjennom perspektiver fra både forvalterens og oppstartsbedriftens side er det et ønske å se på forhold knyttet til behov, investeringsprosessen, oppfølging og eierinteresser for å forstå hvordan ordningen fungerer i praksis. Problemstillingene skal gi en grunnleggende forståelse av ordningen i syn av sin hensikt.

1.3 Avgrensninger

Fokuset i oppgaven vil være elementer som er relatert til forvaltning av ordningen, og mindre grad av elementer som er relatert til forvalternes generelle aktivitet. Altså prøver oppgaven å se bort ifra hva forvalterne gjør med bedriftene i sin portefølje, og heller utforske samspillet med gründerbedriftene som er med i ordningen.

Det ble også vurdert å se på ordningen fra den private investors perspektiv, men for å begrense omfanget av oppgaven ble dette bortprioritert.

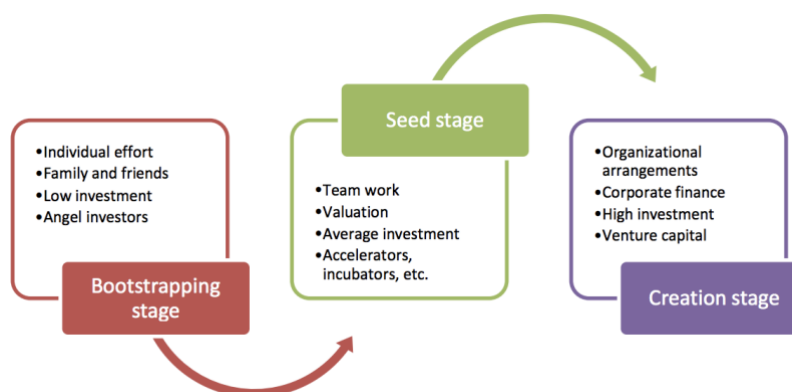
1.4 Struktur på oppgaven

Oppgaven er strukturert på følgende måte:

1. Innledning
2. Teori: I dette kapitlet presenterer vi teorien som skal brukes i oppgaven. Denne skal underbygge problemstillingene og hjelpe leseren å forstå de viktige elementene i oppgaven. Teorien blir senere brukt som grunnlag for drøftingen.
3. Metode: I dette kapitlet presenterer vi metoden vi har brukt. Det tar for seg hvordan vi har gått frem for å samle inn data, valg av metode og designet som er brukt. Vi belyser svakheter ved metoden og begrunner hvorfor vi har gjort som vi har gjort.
4. Empiri: Her presenterer vi funnene som er gjort fra dataen vi har hentet inn til oppgaven. For å gjøre det enklere for leseren har funnene blitt systematisert i temaer med adskilte perspektiver, som er grunnlaget for drøftingen.
5. Drøfting: I dette kapitlet drøfter vi funnene fra intervjuene sammen med teorien som er innhentet. Her drøftes de 3 underproblemstillingene gjennom å sammenligne de ulike empiriske perspektivene opp mot teoretiske forklaringer på temaet.
6. Resultat: Her forsøker vi å besvare vår hovedproblemstilling i oppgaven, basert på drøftingen av underproblemstillingene. Dette er ingen konklusjon men mer en mulig forklaring av fenomenet.

2 TEORI

2.1 Oppstartsfaser



Figur 1: Oppstartsfaser og aktiviteter (Salamzadeh & Kesim, 2015)

Siden oppstarter i sin natur er forskjellige og komplekse har Salamzadeh & Kesim (2015) utarbeidet denne modellen (figur 1) om faser og aktiviteter til et oppstartsselskap.

I den første tidlige fasen kalt «bootstrapping stage» starter entreprenøren med de første nødvendige aktivitetene for å realisere forretningsideen. *Bootstrapping* kan defineres som veldig kreative måter å tilegne seg ressurser uten belåning (Freear et al., 2002). Fordelen med å vente så lenge som mulig før man søker eierskap-finansiering er at det tillater å få finansiering til bedre betingelser og man har mulighet til å beholde mer av eierskapet. Ulemper ved denne strategien er at det ikke er sikkert det kan generere nok kapital til å vokse selskapet og det har dårlige konkurranseforutsetninger (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009, s. 599). Hensikten med bootstrapping-stadiet er å posisjonere selskapet for vekst ved å demonstrere produktets validitet, økonomisk kontroll, team, ledelse og kundeoverbevisning (Brush et. al., 2006). Det er mer sannsynlig at engleinvestorer investerer i denne fasen.

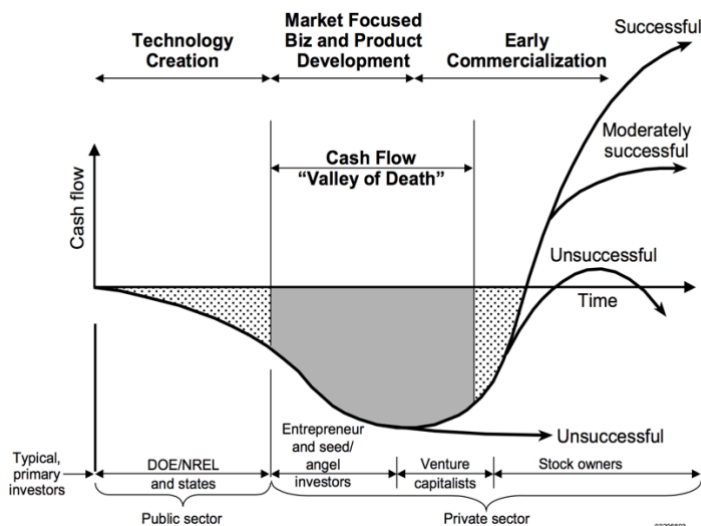
«Seed stage» er karakterisert av teamsamarbeid, prototype utvikling, inngang til markedet, verdisetting av selskapet, søken etter støttefunksjoner som akselerator og inkubatorer samt investeringer for å skape vekst i selskapet. Salamzadeh & Kesim (2015) viser til at det er typisk for denne fasen at kapitalen fra startfasen blir brukt på produkt- og/eller tjenesteutvikling ifølge Manchanda & Muralidharan (2014). Når startfase-kapitalen begynner å bli brukt opp, i denne fasen med relativ høy kostnadsaktivitet og lav eller ingen inntektsaktivitet, må det hentes inn mer penger. Denne perioden betegnes ofte som «dødens dal», som beskrives nærmere senere. Siden bootstrapping ofte ikke er mulig ved såpass store kapitalbehov, og det er begrensede lånemuligheter må oppstarten som regel rette seg mot «equity» finansiering/emisjon (Murphy & Edwards, 2003, s. 17).

«Creation stage» starter når selskapet selger produktet sitt, entrer markedet og ansetter de første ansatte (Salamzadeh, 2015). Det er som regel i dette stadiet at venture-kapital blir investert i oppstarter. Etter denne fasen er organisasjonen formet, og finansiering ordnes som regel gjennom finansmarkedene, for eksempel obligasjonslån eller ballonglån.

2.2 Dødens dal

«Dødens dal» blir av Hudson & Khazragui (2013) beskrevet mer som en metafor for lav overlevelsesrate, enn en faktisk fase (Salamzadeh & Kesim, 2015). Allikevel er det vanlig å henvise til dette som en fase, og et «filter». NHO bruker denne beskrivelsen av dødens dal: “..den kritiske overgangsfasen etter at den første støtten

har tatt slutt, men før større fond, banker og andre kommersielle investorer tør satse..” (Lund, 2013, s10). Siden oppstartsbedrifter i dødens dal har veldig lite eller ingen inntekt, lite tilgang på kapital og store kostnader er det mange som ikke overlever (Fjellheim, 2015, s.21), som vist i figur 2. Grunnen til lite tilgang på kapital er at investorene anser denne tidlige fasen som for høy risiko.



Figur 2: «Dødens dal» (Murphy & Edwards, 2003, s. 3)

De som ser på dødens dal som et filter, argumenter for at ikke alle selskaper har livets rett. Fra dette ståstedet er dalen det endelige punktet for mange oppstarter som ikke er i stand til å operere i markedet. Auerswald og Branscomb (2003) bruker «The Darwinian Sea» i stedet for dødens dal, hvor man konkurrerer for overlevelse, og kun de sterkeste har livets rett.

2.3 Finansieringskilder

For å forstå hva PSO er i en større sammenheng, og hvordan behovet for ordningen er, er det viktig å forstå hvilke andre finansieringsmuligheter som eksisterer for å se markeds konteksten ordningen operer i.

2.3.1 Interne finansieringskilder

FFF – Family, friends & fools

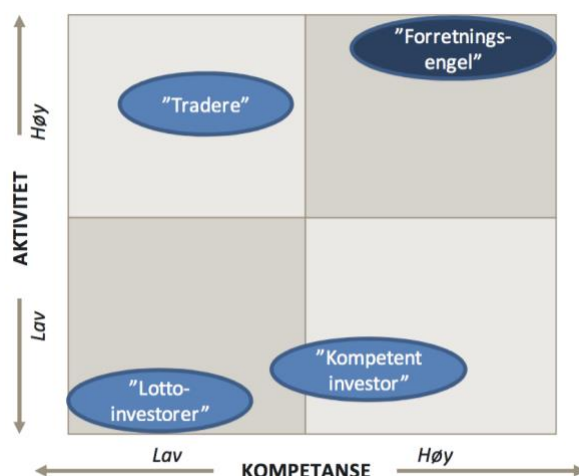
“Family, friends & fools” er finansiering med gründerens egne penger, så vel som investeringer fra venner og familie, og er typisk finansiering i bootstrapping-fasen (Salamzadeh & Kesim, 2015). Desto lengre entreprenøren er i stand til å holde det gående med disse pengene, desto mindre er kostnaden på ekstern risikokapital. Det

betyr at gründeren trenger å gi fra seg mindre eierskap, og har mer kontroll over selskapet. (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009, s. 599)

2.3.2 Eksterne finansieringskilder

Forretningsengler

Forretningsengler, også kalt engleinvestorer er pengesterke individer som investerer sine egne penger i oppstarter, vanligvis mot en eierandel. De investerer vanligvis i teknologi eller virksomheter i bransjer og områder kjent for dem og investerer sjeldent mer en 1,5 mill. NOK. Forretningsengler i Norge tar gjennomsnittlig en eierposisjon på 18% (MENON 2010, s. 3). De er langsiktige investorer og med et investeringsperspektiv på 5-7 år. De søker en avkastning som kompenserer for risikoen, og liker å gi råd, samt assistere entreprenøren (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009, s. 599-600). IN definerer en forretningsengel som: "...en privatperson som enten alene investerer sine egne penger i en liten bedrift, eller alternativt investerer i syndikat hvor som oftest en forretningsengel tar en ledende rolle..." (IN, 2016).



Figur 3: Firdeling av uformelle investorer (MENON, 2010, s. 10)

MENON rapporten (2010) viser også til Landström og Sørheim (2001) sin firdeling av uformelle investorer hvor de tar i betraktning investorenes investeringsaktivitet og forretningskompetanse, som vist i figur 3. De som har en lav aktivitet og lite kompetanse blir beskrevet som *lotto-investorer*. De med høy aktivitet og lav kompetanse blir kalt *tradere*, de med lav aktivitet og høy kompetanse blir kalt *kompetente-investorer*, og til slutt de med høy aktivitet og høy kompetanse blir kalt *forretningsengler*.

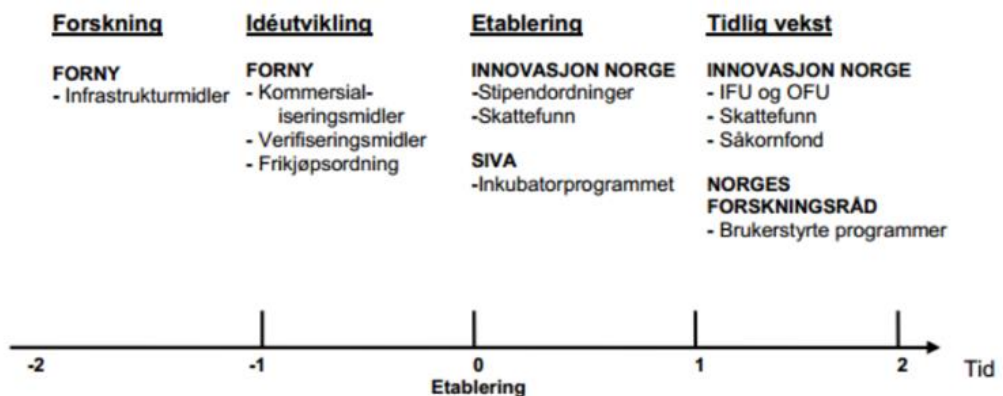
Venture Kapital Fond (VCs)

Venture kapital fond er finansielle mellomledd, som betyr at de investerer andres kapital direkte i private selskaper. De tar som regel en aktiv rolle med å hjelpe og følge med på selskapet. Investeringen deres blir brukt til å finansiere intern vekst av selskapet, hvor deres primære mål er å maksimere finansiell avkastning gjennom en exit som omhandler enten salg av selskapet eller IPO (initial public offering). Salamzadeh & Kesim (2015) nevner også VC som typisk finansiering i «creation stage». VCs fond investerer typisk i 2. emisjonsrunde eller senere på grunn av dens strukturelle oppbygning. De har en høy overordnet kostnad, høye evaluerings- og oppfølgingskostnader relativt til størrelsen på investeringen, lang tilbakebetalingsperiode og iboende høy risiko siden de investerer i oppstartsselskaper (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009, s. 600).

Banklån

Banker foretrekker å begrense risikoen sin ved å låne til firmaer som kan stille noen form for sikkerhet. Dette er en viktig kilde til finansiering når små selskaper er etablerte og kredittverdige. Grunner for at banker styrer unna tidlig oppstartsselskaper er en mangel på historikk av entreprenøren, oppstarter er lite likvide, de har for mye utestående gjeld, det er store svingninger i overskudd og inntekter og hvis lånet går bra tjener de kun rundt 4-6% i renter, mens de kan tape alt, pluss advokatutgifter (MENON, 2010)

2.3.3 Offentlige finansieringskilder



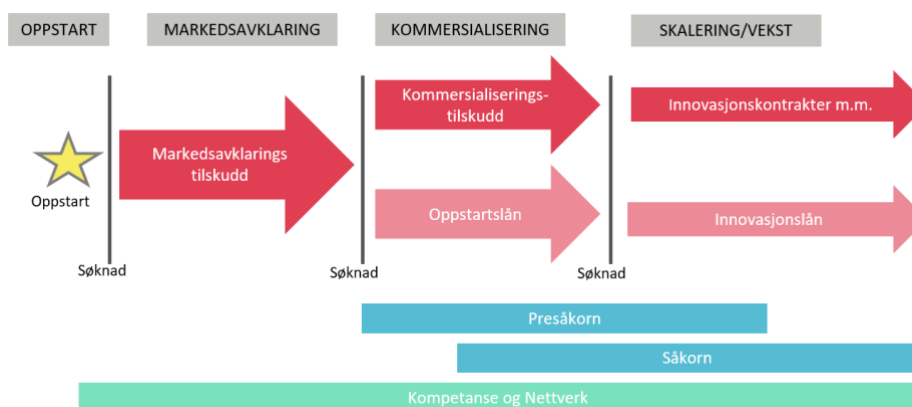
Figur 4: Finansieringskilder i faser (Rasmussen, Sørheim & Widding, 2007, s. 57)

Flere offentlige organisasjoner som blant annet SIVA, Forskningsrådet og ulike innovasjonsmiljøer tilbyr oppstartsselskaper tjenester innenfor finansiering, kompetanse, etc. Samlet gir disse et bredt finansieringstilbud gjennom tilskudd og

garantier, finansiering via skattefradrag, støtte til forskningsprosjekter og låneordninger m.m., som vist i figur 5 (MENON, 2010).

Innovasjon Norge

På oppdrag fra regjeringen skal IN utløse lønnsom næringsutvikling samt bidra til gründervirksomhet og vekst blant disse (IN, 2018). For å finansiere innovative gründerbedrifter med ambisjoner om vekst tilbyr IN finansiering gjennom alle de ulike fasene til oppstartsbedrifter som vist i figur 6.



Figur 5: INs finansieringstilbud gjennom oppstartsfasen (IN, 2018)

Markedsavklaringstilskuddet blir gitt for at gründeren skal kunne teste markedet om det finnes betalingsvillighet for produktet. Kommersialiseringstilskuddet er penger for å etablere en økonomisk bærekraftig forretningsmodell og lansere produktet på markedet. IN tilbyr også ulike låneordninger med lave renter, og innovasjonskontrakter som gjerne skjer etter kommersialisering, såkornkapital og nå pre-såkornkapital (PS-kapital) som blir beskrevet i neste delkapittel.

Selv om IN tilbyr flere finansieringsmuligheter, er det fortsatt hard konkurranse om midlene og det stilles krav til både gründerne og bedriften. "Selskapene må selv overbevise IN om at prosjektet har nyhetsverdi, vekstpotensial og gjennomføringsevne. Kommer ikke dette tydelig frem vil ikke selskapet kvalifisere seg i konkurransen om INs midler" - IN (IN, 2018, a).

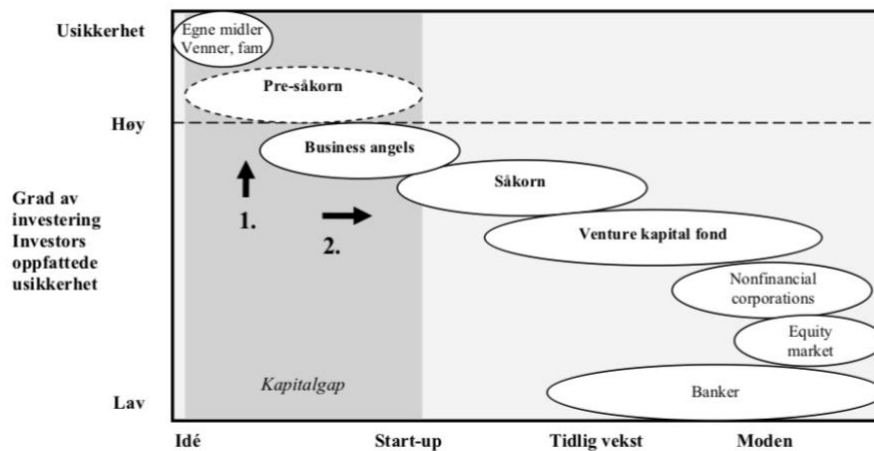
Såkornordningen er aktive eierfond bestående av statlig og privat kapital, som investerer i innovative gründerbedrifter (IN, 2018, b). Ordningen skulle bidra til at det ble startet flere innovative, konkurransedyktige vekstforetak ved at tilbudet av kapital økte i tidligfase (MENON Business Economics 2009, sii). Det skulle også

rette opp i en markedssvikt i kapital-tilbudet for vekstbedrifter i det private markedet. Dette finansieringsgapet har det bare greid å dekke delvis.

«Såkorndfondene skulle i utgangspunktet bidratt med kapital i den første kritiske fasen. Men en utilsiktet konsekvens av dagens såkorndmodell er at fondene til dels unngår tidligfaseselskaper og risiko. Det kan skyldes at såkorndfondene selv er små og kommersielt drevne selskap som lever av forvaltningshonorar, samtidig som de må levere i henhold til eiernes avkastningskrav. Det kan være en utfordring for det relativt lille og fragmenterte» -NHO, (Lieng, 2013)

2.4 Finansieringsgap

Finansiering av tidligfase-bedrifter er ofte forbundet med høy usikkerhet (Rasmussen, Sørheim & Widding, 2007. s. 22). Som vist i figur 6 er de ulike finansieringskildene, som tidligere nevnt, først aktuelle når bedriften utvikles og risikoen reduseres. Dette resulterer i begrenset tilgang på risikokapital for oppstartsbedrifter og illustreres som et kapitalgap i figuren.



Figur 6: Usikkerhet, faser og kapitalkilder (Rasmussen, Sørheim & Widding, 2007)

Finansieringsgapet i Norge kan kort forklares med at vi har mange gode entreprenørielle ideer, men ikke nok risikovillig kapital til å finansiere disse ideene. Det er differansen mellom disse som utgjør finansieringsgapet. Dette blir beskrevet av Abelia (2018) som «kapitalparadokset», som vises i rapporten "EU SEP Monitor - Scale-Up Norway 2017" som sier følgende:

“Norge er eneste nordiske land som har større tilgang på vekstbedrifter enn tilgang på vekstkapital til disse. Sverige investerer seks (!) ganger mer,

mens Danmark og Finland investerer dobbelt så mye. Faktisk ligger Norge bare på 60 prosent av snittet i hele Europa.” -Abelia

Murphy & Edwards (2003) sier at et finansieringsgap eksisterer på grunn av en markedsimperfeksjon som skyldes hovedsakelig 4 grunner. For det første er det asymmetrisk informasjon mellom gründer og investor, som også støttes av Rasmussen (2007). Det vil si at i tidligfase vil alltid gründeren vite mer om prosjektet, og samtidig ha en interessekonflikt da gründeren ikke er objektiv i sin fremstilling av selskapet overfor investoren. Gründeren har store insentiver til å presentere oppstarten positivt, og det finnes lite historisk data om bedriften som investoren kan vurdere. For det andre bidrar kunnskapseksternaliteter til at FoU til et selskap blir brukt av andre selskaper som ikke har brukt ressurser på å utvikle og finne denne kunnskapen. Siden dette gagnar samfunnet som en helhet positivt, er det insentiver for staten å tillate det. Da kan investoren ende opp uten avkastning på investeringen. Det tredje er et fenomen som heter risikoaversjon. Det beskriver tendensen investorer har til å vike unna risiko og krever ekstra kompensasjon for risikoen. En høy grad av risikoaversjon bidrar til at samfunnet får knapphet på risikovillig kapital. Den siste grunnen er resesjon og flukten til sikkerhet. Dette fenomenet beskriver hvordan investorer blir enda mer risikoaverse ved en makroøkonomisk nedgang i økonomien over 2 eller flere perioder. Dette mønsteret har vist seg å gjelde spesielt for tidligoppstart. (Murphy & Edwards, 2003)

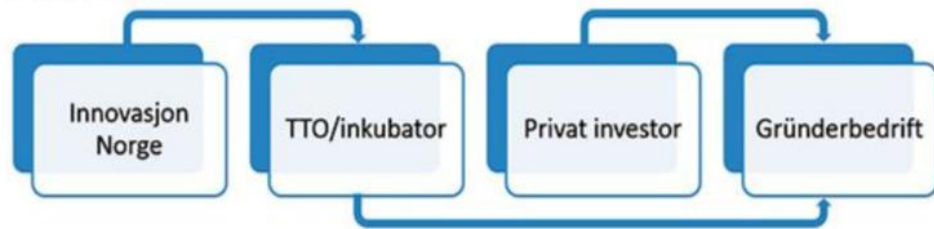
For å dekke hele finansieringsgapet ble det derfor opprettet PSO, som illustrert i figuren over, og som skal bidra med kapital i den tidlige fasen som såkornfondene kun delvis dekker (Haugli & Haugland, 2015).

2.5 Pre-såkornordningen (PSO)

2.5.1 Om ordningen

PSO er et offentlig finansieringstilbud tilrettelagt for norske innovative bedrifter i en tidlig fase og med et betydelig høyt vekstpotensial. Pre-såkornkapitalen kombinerer offentlig- og privat-kapital, der den offentlige matches med minst 50% fra fortrinnsvis en engleinvestor (IN, 2018, a). Som illustrert i figur 7, fordeler IN pengene til teknologioverføringskontorer (TTO-er), inkubatorer og forretningsenglenettverk som forvalter pengene. Disse investeringsmiljøene investerer så i valgte oppstartsbedrifter med inntil 3 millioner kr, forutsatt at

bedriftene henter inn minst like mye penger fra uavhengige investorer (IN, 2018, a). Ved en eventuelle exit med gevinst, betales pengene tilbake med gevinst til forvalteren og IN. Dersom selskapet går konkurs, så annulleres lånet (Weldeghebriel, 2016).



Figur 7: PSO modell (Haugli & Haugland, 2015)

Den overordnede målgruppen for ordningen er norskregistrerte innovative (etter EØS-avtalens statsstøtteregler) oppstartsbedrifter med et betydelig vekstpotensial og som er yngre enn fem år. Bedriftene kan ikke være børsnoterte og gründernes interesse skal ivaretas (IN, 2016; 2018).

2.5.2 Bakgrunn og hensikt

Den overordnede hensikten med ordningen har bakgrunn i den økonomiske omstillingen Norge befinner seg i (Haugli & Haugland, 2015). Den skal bidra til å skape fremtidig samfunnsøkonomisk verdi i form av arbeidsplasser, skatteinntekter, etc. gjennom flere nye vekstbedrifter (Mæland, 2015).

“Pre-såkorninvesteringer skal utløse og styrke tilgangen på privat risikokapital i tidlig fase og bygge bro over «dødens dal», gjennom å være et nytt og nødvendig ledd i en helhetlig finansieringskjede.” -Abelia & FIN (Haugli & Haugland, 2015).

En matching med statlig kapital skal bidra til en risikoavlastning for private investorer og gjøre dem mer investeringsvillig i en tidligere fase (IN, 2016). Som et resultat av dette vil ordningen utløse mer “smart kapital” fra private investorer som vil igjen bidra gründerne med både kapital og kompetanse (Mason & Harrison 1995).

Gjennom pre-såkornkapital vil TTO-ene, inkubatorene og forretningsengle-nettverkene, som Haugli & Haugland (2015) beskriver som «innovasjonsselskaper med tilbud av spesialisert forretningsutviklingskompetanse», kunne styrke veksten blant gründersekskapene sammen med private investorer. Forvalterne vil på lik linje

med engleinvestoren bidra med kompetanse og ressurser i form av nettverk, forretningsutviklingskompetanse, markedskunnskaper, industrierfaring etc.

Ordningen skal også bidra til at oppstartsbedriftene er i stand til å innhente investorkapital fra såkornfond, venturekapital og lignende, etterhvert som de vokser (IN, 2016).

2.6 Forvalterne

2.6.1 TTO (Technology Transfer Office)

TTO-er er som regel offentlig- eller institusjons-eide organisasjoner som jobber med kommersialisering av forskning. Disse er ofte tilknyttet et universitet eller andre institusjoner. To generelle målsetninger og strategier rundt TTO-virksomheten er at teknologioverføringen skal skape nytte for samfunnet, samtidig som den skal være nyttig og inntektsskapende for universitetene (Rasmussen, Sørheim & Widding, 2007).

TTO-enes arbeidsoppgaver er å sørge for kommersialisering av flest mulig forskningsresultater gjennom en kommersialiseringsprosess. Hansen & Borlaug (2008) presenterer kommersialiseringsprosessen i 5 faser. (1) Innmelding av ide fra forsker til kommersialiseringsenhet, (2) vurdering av ideen og kommersielt potensial, (3) utvikling og verifisering av ideen og en kommersiellstrategi, (4) testing av teknologi og forhandlinger med potensielle kjøpere, og (5) overføring av teknologi enten i form av lisens eller spin-off (Hansen & Borlaug, 2008).

2.6.2 Inkubator

Inkubatorer er private eller offentlige organisasjoner som gir støtte til nye oppstartsbedrifter og bedrifter som ønsker å kommersialisere nye innovative forretningsideer. I likhet med TTO-er kan inkubatorer være tilknyttet universiteter og forskningsmiljøer, men de opererer også ofte uavhengig, med fokus i flere ulike bransjer. Organisasjonen er basert på kompetanse og ressurser som de stiller til disposisjon til gründere.

SIVA (2018) beskriver en inkubator som “..et innovasjonsselskap som skal bidra til utvikling og etablering av nye vekstbedrifter og skape vekst i etablert næringsliv”. Gjennom tilbud av ressurser og tjenester bidrar inkubatorene

bedriftene med kostnadsbesparelse og frigjør mer tid til å fokusere på utvikling av bedriften.

Tidligere forskning har kommet frem til 4 komponenter som kan beskrive hva en inkubator er (Bergek & Norrman, 2008). (1) Delt kontorlokale, som er leid under mer eller mindre gunstige forhold til inkubatorer, (2) et bredt tilbud av støttetjenester for å redusere overheadkostnader, (3) profesjonell forretningsstøtte eller rådgivning, og (4) nettverksforsyning, intern og/ eller ekstern.

2.6.3 Forretningsenglenettverk

Engleinvestorer, som utdypet om over, organiserer seg ofte i grupper kalt englenettverk for å dele kunnskap, due diligence (selskapsgjennomgang), ressurser og samler investeringskapital til større summer. Ved å gjøre dette kan engleinvestorene diversifisere investeringene i flere selskaper, få tilgang til flere gode muligheter og deling av nettverk, ekspertise og muligheten til å være med i flere runder med investering. Englenettverk samler engleinvestorer og presenterer investeringsmuligheter i nettverket. (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009, s. 599-600)

2.7 **Investeringsprosessen**

Wickham (2006) beskriver investeringer som en kjøp- og salgsprosess, hvor entreprenøren ønsker å selge en investeringsmulighet og investoren ønsker å kjøpe muligheter med interesse i avkastning. Wickham viser til en modell, opprinnelig utviklet av Tyebjee & Bruno (1984), som beskriver investeringsprosessen i 5 hovedfaser.

(1) *Deal origination*, handler om hvordan entreprenøren og investoren kommer i kontakt med hverandre. Dette er som oftest en miks av søkende aktiviteter hos investoren og promoterende aktivitet fra entreprenøren. Forretningsengler blir ofte opplyst om investeringsmuligheter gjennom nettverk.

(2) *Deal screening* handler om evaluering av prosjektet for å se om det møter investorens profil. Hvor mye kapital som søkes, hva slags teknologi prosjektet bygger på, virksomhetens bransje/sector og i hvilken fase oppstartsbedriften er i, er alle viktige elementer.

(3) *Deal evaluating* er en mer detaljert evaluering og sammenligning av prosjektets risiko og avkastning. Viktige elementer er potensialet innenfor innovasjonen de tilbyr, markedet de skal operere i og mulige hindringer som kan oppstå. I tillegg evalueres også om teamet har evnen til å gjennomføre prosjektet.

(4) *Deal structuring* handler om hvordan investeringen skal skje, og hvilke krav investoren stiller til vekst og avkastning. Problemstillinger her vil være hvor mye gründeren søker og over hvor lang tid, og hvor mye avkastning gründeren tilbyr.

(5) *Post-investment activity* handler om hvordan investoren ønsker å involvere seg i selskapet etter investering. Det er to hovedaktiviteter for dette: *overvåking* og *kontroll*. Overvåking er når investoren kan følge investeringen og evaluere fremgangen gjennom økonomisk data og annen detaljert informasjon. Kontroll er når investoren tar en mer aktiv rolle i virksomheten, ofte som et medlem i ledelsen, for å få innflytelse hos gründeren og ved beslutningstaking. Forretningsengler gjør ofte dette, ikke bare for å få kontroll, men for å bidra positivt for ledelsen med erfaringer og innsikt.

2.8 Styret i en oppstartsbedrift

Styret har en stadig mer aktiv og sentral funksjon i små og mellomstore bedrifter (SMB). Aksjeloven (1997) definerer styret som bedriftens øverste ledelsesorgan, som kollektivt tar de overordnede beslutningene i bedriften og har det fulle ansvaret for resultatet og oppfølging. I boken “Ledelse i små og mellomstore virksomheter” (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2015) ser de på viktigheten av styret som ressurs. Små virksomheter har som oftest svært begrenset eller ingen administrasjon og få lederressurser, og derfor vil og bør styrefunksjonen spille en svært viktig rolle. Ved å aktivt ta i bruk en velutviklet og velfungerende styrefunksjon kan SMB effektivt tilføre virksomheten ressurser og kompetanse på kritiske og viktige områder, det vil bidra til god lederstøtte og mer vekt på strategi, og det kan være en svært rimelig investering for virksomheten (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2015).

Nyere studier av styrer viser at SMB preges av passive og ensidig kontrollorienterte styrer fremfor aktive, strategiske og verdiskapningsorienterte styrer. (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2015). Samme studier viser at bedrifter med de aktive styrene har gode resultater.

I boken fremstilles fire typologier av styrever i en modell (figur 8, modifisert) med dimensjonen kontroll og støtte, definert som strategi og rådgivning.



Figur 8: Fire typologier av styrever (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2015)

(1) Det passive styret scorer lavt på både kontroll og støtte og det har ingen eller svært få møter og aktivitet. (2) Klanstyret har aktivitet som er veldig orientert mot støtte. (3) Kontrollstyret har aktivitet og er ensidig opptatt av kontroll, og dermed lite verdiskapningsorienterte eller strategisk orientert. (4) Det aktive styret har en solid strategi- og verdiskapningsorientering, er en kompetanseressurs for den daglige ledelsen, og evner å utøve god og helhetlig kontroll og risikostyring i virksomheten.

Dersom man har et ønske om å oppnå vekst i SMB, bør og må styret spille en sentral og aktiv rolle. Erichsen, Solberg & Stiklestad (2015) presiserer viktigheten av at styrene er nødt til å flytte fokus fra ensidig jobbing med kontroll og struktur og over til fokus på innovasjon og forretningsutvikling for å bli en strategisk og utviklingsorientert ressurs innrettet mot gründerprosesser. Dette kan suppleres med det Wickham (2006) sier om at forretningsengler ofte ønsker å bidra med erfaringer og innsikt, og ikke bare for kontroll.

2.9 Egeninteresse og principal-agent

Egeninteressen har en sentral rolle i økonomien og samfunnet vårt da det er den viktigste motiverende drivkraften bak økonomisk virksomhet. Til og med offentlig sektor lager kunstige markeder for å utnytte egeninteressens effekt. I det daglige liv kommer vi alle også over valg som påvirkes av egeninteressen vår (Christensen & Sogner, 2015, s. 87-97). For å identifisere mulige problemstillinger ved at eieren av

PSO (staten) gir bort forvaltningsansvaret, vil en sammenlikning av egeninteressene deres være relevant.

Insentiver er en sentral del av dagens økonomier. Vi har insentiver for å jobbe hardt, produsere kvalitetsprodukter, studere, investere og spare m.m. Insentiver er et verktøy en eier (prinsipal) av et selskap, institusjon eller virksomhet kan bruke for at ledelsen og arbeidernes (agent) egeninteresse samsvarer med eierens egeninteresse. Ved å gjøre dette vil eieren motivere de involverte til å handle etter eierens motiver og mål (Laffont & Martimort, 2002, s1-6).

3 METODE

3.1 Introduksjon

Ifølge Gripsrud, Olssen og Silkoset (2010) er hva slags metode man bruker avhengig av målet og hvilke ressurser man har tilgjengelig. Metode handler om hvordan man samler inn og finner ny kunnskap og data. Denne delen vil gi deg en forståelse av prosessen om hvordan informasjon, data og kunnskap har blitt innhentet til oppgaven.

3.2 Valg av metode

Ved datainnsamling til analyser, kan vi skille mellom primærdata og sekundærdata. Primærdata er noe som ikke eksisterer som må innhentes gjennom kommunikasjon med ønskede kilder. Eksempel på primærdata er et intervju med en person eller en spørreundersøkelse til et større antall mennesker. Sekundærdata derimot er data som allerede er innhentet av andre. Eksempler på sekundærdata kan være tidligere intervjuer eller rett og slett bare statistikk fra Statistisk Sentralbyrå. Gripsrud (2010) skiller også mellom kvantitativ- og kvalitativ data. Kvantitativ data handler om større mengder, og egner seg godt dersom man skal analysere et større utvalg. Et eksempel på dette kan være gjennomsnittlig lønnsinntekt til kvinner mellom 25-55 år. Kvalitativ data handler derimot om å gå i dybden for å forstå et fenomen. Det er ofte færre intervjuobjekter, mer åpne spørsmål og en mer omfattende undersøkelse. Et eksempel på dette kan være informasjon om en gründers atferd og kognitive strategier som kan forklare hvorfor han/ hun er suksessfull.

For denne oppgaven har det blitt valgt en kvalitativ undersøkelsesmetode gjennom dybdeintervjuer for å samle inn primærdata. I starten var det tenkt å bruke en kvantitativ metode for å kunne måle resultater av ordningen, men dette viste seg å være for omfattende og tidskrevende. Grunnlaget er at PSO i Norge er såpass nytt at det ikke er noen hensikt i å måle kvantitative resultater enda, og at det av samme grunn nesten ikke er gjort noen undersøkelser eller forskning på ordningen etter at den kom. Ettersom det også er et få antall aktører i denne ordningen, egner det seg dermed godt med et mindre antall intervjuobjekter for å få en dypere forståelse av ordningen.

3.3 Undersøkelsesdesign

Gripsrud (2010) skiller mellom eksplorativt-, deskriptivt- og kausalt design. Eksplorativt design handler om å gå i dybden for å tolke og forstå fenomenet på best mulig måte. Deskriptivt design handler om å gi en beskrivelse av et fenomen, og kausalt design handler om å beskrive årsak og virkning.

Denne oppgaven er bygd på et eksplorativt undersøkelsesdesign hvor vi går i dybden for å utforske og få forståelse rundt fenomenet; PSO. Dette speiles gjennom vår problemstilling og er hensiktsmessig ettersom ordningen er lite kjent. Designet tillater oss å tilegne kunnskap og innsikt for å bedre tolke og forstå ordningen gjennom litteratur, primær- og sekundærdata.

3.4 Valg av intervjuobjekter

De viktigste kriteriene som ble stilt til intervjuobjektene var at de er forvaltere av pre-såkornmidler, og at gründerbedriftene har mottatt pre-såkornmidler av en forvalter vi har intervjuet. Videre var det også et krav om at forvalterne hadde investert pre-såkornmidler. Ved valg av forvaltere ble også de som ble satt til å forvalte mest penger fra IN høyest prioritert.

For å få svare best mulig på problemstilling og få flere perspektiver på ordningen, ble det valgt å gjøre dybdeintervju på de tre forskjellige typer forvaltere av ordningen inkludert 3 tilhørende gründerbedrifter. Dette tillater oss å kryssjekke noen spørsmål og gjør det lettere for oss å få innsyn i ett og samme case fra begge perspektiver. Med vanskeligheter med å få tak i en av forvalterne, resulterte det i at valget falt på en annen forvalter som enda ikke hadde investert pre-såkorn i en gründerbedrift. Dybdeintervju har derfor blitt gjennomført på én inkubator, én TTO

og et englenettverk, samt kun to tilhørende gründerbedrifter som har fått pressåknorkapital fra de intervjuede forvalterne.

Siden vi ønsket å være fysisk tilstede når vi gjennomførte intervjuene ble aktører beliggende store avstander fra Oslo-området nedprioritert i prosessen hvor vi begynte å ta kontakt med potensielle intervjuobjekter. Det har allikevel blitt gjennomført flere telefonintervju og intervjuer utenfor Oslo-områder, på grunn av at det ikke har latt seg gjøre å være fysisk tilstede. Tilsammen ble det gjennomført 5 intervjuer med aktører med en god geografisk spredning. Med 28 forvaltere av ordningen pr 10.05.18, utgjør forvalter-utvalget vårt på 3 litt over 10 %.

3.5 Datainnsamling

3.5.1 Primærdata

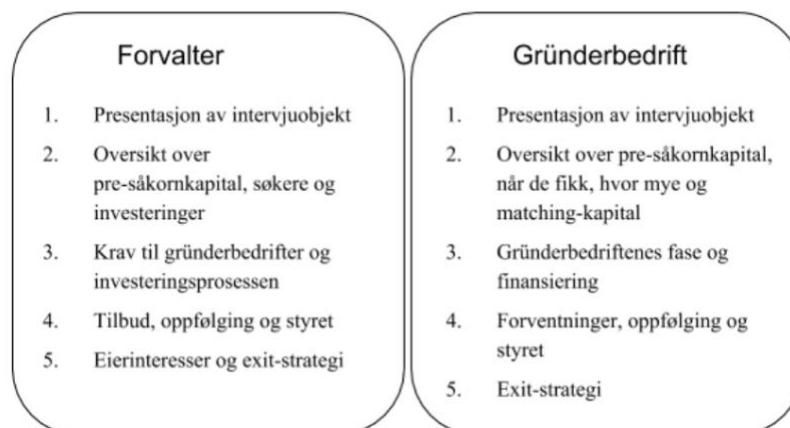
Primærdata har blitt hentet inn gjennom dybdeintervjuer og oppfølgingsspørsmål på e-post. Intervjuobjektene er personer som hadde erfaring og innsikt på temaet slik at informasjonen som ble hentet er av beste kvalitet. Intervjuobjektene ble kontaktet gjennom telefonsamtaler og e-post for å invitere til et intervju og det ble også sendt spørsmål på forhånd før avtalt oppmøte. De som ikke hadde mulighet til å møtes ble intervjuet over telefon. Varigheten på dybdeintervjuene som ble gjennomført har vært på mellom 30 og 45 minutter. Det ble gjort opptak under alle intervjuene slik at all informasjonen kom med og at ikke noe ble feiltolket av det som ble sagt. Det ble også sendt spørsmål på e-post i etterkant for å dekke nødvendig informasjon som ikke kom med under intervjuene. Etter hvert intervju ble all dataen sortert og skrevet inn i et dokument, og deretter implementert i oppgaven. Alle intervjuobjektene er anonymisert og lydfilene ble slettet etter transkribering.

3.5.2 Sekundærdata

Sekundærdataen som er brukt i denne oppgaven er vitenskapelige artikler, mye rapporter, bøker, informasjon på nettsiden til blant annet IN og en masteroppgave fra Fjeldheim (2015) om PSO. Siden ordningen er såpass ny som den er, har mye tid gått til å finne relevant litteratur. Vitenskapelige artikler har blitt vurdert etter hvem som er forfatterne, antall siteringer og eventuell kritikk de har mottatt, samt om de har vært gjennom peer reviews eller ikke. Av sekundærdata har vi blant annet brukt mye MENON Business Economics rapporter og lignende som kilde. Flere av

disse rapportene har blitt lagd på oppdrag av staten, og brukt til å utforme og lage ordningen.

3.6 Utforming av intervjuguide



Figur 9: Intervjuguide

De første intervjuene som ble gjennomført hjalp mye på forståelse av ordningen og hvilke elementer som er viktige for å besvare problemstilling. Dermed ble en mer målrettet og strukturert intervjuguide opprettet etter de første intervjuene og videreutviklet gjennom de resterende. Med forvaltere og gründerbedrifter ble det lagd en intervjuguide til hver. Alle temaene dybdeintervjuene ble startet med åpne spørsmål slik at intervjuobjektet kunne forklare sitt syn, og gi kontekst til videre svar. Spørsmålene til forvalterne og gründerbedriftene har vært delt og strukturert i 5 temaer som vist i figur 9 under.

3.7 Evaluering av metoden

3.7.1 Utvalg

Gjennom kravene som ble satt til intervjuobjektene skulle dette sikre at informasjonen som ble innhentet kom fra relevante informanter. En svakhet ved valg av forvaltere er at de kunne blitt vurdert på flere områder, for eksempel kunne det vært hensiktsmessig å ha intervjuet de som hadde vært forvaltere av ordningen siden pilotprosjektet i 2015. Valg av gründerbedrift ble gjort gjennom forvalteren, noe som også kan være en svakhet ettersom det ikke ble gjort en vurdering av andre bedrifter fra vår side. Selv om oppgaven er anonymisert vil forvalter ha interesse av å fremstille den som en god ordning og/eller at den blir bra gjennomført, og at det kan være en påvirkningsfaktor i hvilken gründerbedrift vi har fått tilgang til. På

en annen side vil forvalteren være bedre i stand til å vurdere hvilken gründerbedrift som vil være mest relevant for temaet.

3.7.2 Pålitelighet

Gripsrud (2010) beskriver 4 faktorer som kan påvirke påliteligheten ved undersøkelser; (1) forskerens utgangspunkt, (2) omgivelsene i intervjusituasjonen, (3) omstendigheter rundt undersøkelsen og (4) utforming av intervjuguiden.

Med et utgangspunkt som studenter og en ordning med veldig lite tidligere forskning, er det klart at påliteligheten vil være noe svekket. Intervjuguiden var ikke målrettet før etter de første intervjuene ble gjort. Når det ble gjennomført ansikt til ansikt intervjuer kan dette ha påvirket forvalteren til å føle seg utrygg og dermed holdt tilbake informasjon. Det var også ulemper ved å intervjuer over telefon. Kommunikasjonen har gjerne ikke den samme flyten, man mister øyekontakt og kroppsspråk som kan skape misforståelser og feiltolkning av informasjon. Sett bort i fra dette ble det avklart med intervjuobjektene at deres besvarelser ble anonymisert, som kan ha gitt en trygghet for å gi ærlige svar.

3.7.3 Validitet

Validitet eller gyldighet handler om hvor god en undersøkelse er og til hvilken grad man kan trekke gode konklusjoner i lys av det formålet man ønsker å undersøke (Gripsrud, 2010). I denne oppgaven vil spørsmålene som har blitt stilt være relevante for å vurdere validiteten.

Kjernen av intervjuguiden i oppgaven er bygd på elementer som er direkte relatert til PSO. Med et eksplorativt design på oppgaven var det hensiktsmessig for oss å stille åpne spørsmål for å kunne svare på problemstilling samtidig som vi holdt oss innenfor disse elementene. Dette innebærer en prosess hvor det ble stilt mange spørsmål for å prøve å kartlegge hva som var relevant og ikke underveis. Som et resultat av dette har det blitt mye forskjellige svar blant intervjuobjektene der noen av spørsmålene har kun vært relevant i enkelte case og som har gjort at det har blitt noen "hull" i dataen. I tillegg, siden den ene forvalteren ikke hadde en gründerbedrift som kunne intervjues, mangler det data for å kryssjekke forholdet mellom denne forvalteren og gründeren.

4 EMPIRI

Som nevnt tidligere har det blitt gjort intervjuer med 3 forvaltere og 2 tilhørende gründerbedrifter. For å få en bedre forståelse og se sammenhengen har de ulike perspektivene blitt delt inn i bokstavene A, B og C. Forvalter A har investert pre-såkornmidler i Gründerbedrift A, Forvalter B har investert i Gründerbedrift B og Forvalter C hadde som nevnt tidligere ikke gjort investeringer enda.

4.1 Presentasjon og oversikt over intervjuobjektene

Forvalter A (FA)

FA er et teknologioverføringskontor (TTO) som opererer hovedsakelig innen en spesifikk sektor og er eid av to statlige institusjoner. Deres oppgave er å kommersialisere forskning, og har mye kompetanse på området. De jobber tett sammen med forskere for å identifisere, patentere og skaffe finansiering til ideer som kan bli noe forretningsmessig. Forvalter A sier at de etablerer mellom 2 og 10 selskaper hvert år, og har en portefølje på over 50 selskaper. I slutten av 2017 fikk de tildelt 4+ mill. NOK fra IN og de hadde 15 søkere til pre-såkornkapital, der 4 av de mottok midler. Inkludert tidligere runder, har FA totalt investert pre-såkorn i 11 selskaper. Det har foreløpig ikke vært noen exit i selskaper fra tidligere år, men en av investeringene måtte avskrives.

Forvalter B (FB)

FB er et forretningsenglenettverk som jobber med kursing av investorer for å utvikle et mer profesjonelt økosystem av tidligfase-investering. Forvalteren fikk i 2016, året etter pilotordningen, 4+ mill. NOK i pre-såkornkapital til å investere i tidligfase gründerbedrifter. Kjernevirksomheten til FB er et 2 mnd kurs-program hvor private investorer jobber tett med gründerbedrifter og lærer av hverandre, og avsluttes med en konkurranse der beste gründervirksomheten mottar en samlet investering på 1 mill. NOK fra investorene. Totalt har FB investert i 8 selskaper, og det har vært én exit så langt.

Forvalter C (FC)

FC er en inkubator som jobber med utvikling av oppstartsbedrifter. Teamet består av erfarne forretningsutviklere og personer med relevant spisskompetanse. Arbeidet de gjør handler om å bidra oppstartsbedrifter med vekst og å hente

risikokapital. De har en stor portefølje på rundt 40 bedrifter, men fokuserer på kvalitet fremfor kvantitet. FC fikk 1-2 mill. NOK i pre-så Kornkapital fra IN i slutten av 2017, samtidig som de også er forvaltere av et tidligfasefond. Foreløpig har de ikke gjort noen investeringer med pre-så Kornkapital enda, men de har startet prosessen og forvalteren sier at det vil gjøres i løpet av sommeren. Til gjengjeld har de gjort flere investeringer med tidligfasefondet.

Gründerbedrift A (GA)

GA er en bedrift med 7 ansatte, etablert av en seriegründer med 25 års erfaring i bransjen de opererer i. Gründeren har en bred internasjonal erfaring som inkluderer både lansering av innovasjoner, internasjonal vekst, ledelse av SMB og produktlisensiering. Bedriften er i utvikling av en innovativ teknologi innen medisin som har et bredt spekter av potensielle fordeler og produktet forventes på markedet i 2020. GA søkte og fikk 1.5 mill. NOK i pre-så Kornkapital i 2016 som utløste totalt 6.4 mill. NOK sammen med matching-kapitalen.

Gründerbedrift B (GB)

GB er en virksomhet som har utviklet en innovativ spesialdesignet teknologi som tar ut energi under veldig lave trykk. Virksomheten ble etablert alene av en erfaren seriegründer i 2017, og samme året fikk gründeren 1 mill. NOK i pre-så Kornmidler gjennom et englenettverk og hadde utført de mest grunnleggende aktivitetene i en etablering. Gründeren har erfaring med utvikling av teknologier og har hatt både oppturer og nedturer i tidligere oppstarter, samt at gründeren har knyttet seg opp til relevant forskningsmiljø. Investorene som stod for matching-kapitalen er håndplukket, to av de er fra programmet til englenettverket og sitter i styret. Sammen med matching-kapitalen utløste PSO ca. 5 mill. NOK til investering i GB.

4.2 Gründerbedriftens fase og finansiering

Gründerbedrift A

GA forteller at grunnen til at de søkte pre-så Kornkapital var for å skaffe til veie mer kapital for å kunne finansiere videre utvikling av selskapets produkt. Dersom de ikke hadde fått pre-så Kornmidlene hadde de ikke fått på plass investeringsrunden som gjorde det mulig å fortsette utviklingen av produktet. Med pre-så Kornkapitalen i bakhånd ble det lettere å tiltrekke seg private investorer, forteller GA.

Da GA søkte på pre-såcornkapitalen var de i veldig tidlig fase i produktutviklingen, selskapet ble etablert året før og de var i gang med oppbygging av organisasjonen, ansettelse og videre undersøkelse av markedet, forteller gründeren. Tidligere hadde de fått innvilget et markedsavklaringstilskudd fra IN, og etter pre-såcornkapitalen fikk de finansiert selskapet med DIP-midler (Designdrevet Innovasjonsprogram), VRI-midler (Virkemidler for regional FoU og innovasjon) fra Forskningsrådet, finansieringstilsagn fra FORNY og H2020 på flere mill. NOK. GA forteller at selskapet helt klart løser behov på markedet og teknologien har et kjempepotensial. “Vi har internasjonale vekstambisjoner med vår teknologi og etter planen så skal produktet ut på markedet i 2020” -GA.

Gründerbedrift B

Grunnen til at GB søkte pre-såcornkapital var at bedriften hadde kommet så langt som mulig med egne midler. Tidligere hadde gründeren finansiert bedriften med et tilskudd- og miljøteknologi støtte fra IN. På tidspunktet ved investeringen av pre-såcorn var gründerbedriften på idé stadiet og hadde verken inntekt eller et ferdig produkt. GB forteller at de var helt avhengige av å få pre-såcornmidlene for å overleve, hadde de ikke fått pengene, hadde det blitt en ny konkurs. “Dette er pengene som gjør at du finner ut om ideen har livets rett eller ikke” -GB.

4.3 Investeringsprosessen og forvalternes krav til gründerbedriftene

Forvalter A

FA har lang erfaring med å investere i selskaper. De har bidratt med å etablere mer enn 80 selskaper og deltatt i mer enn 130 emisjoner. FA forteller at søknad på pre-såcornkapital er en åpen konkurranse for alle i landet innenfor en viss sektor, i tillegg til alle bedrifter i deres portefølje uavhengig av sektor. Forvalteren presiserer også at søkerne må være i tidligfase og oppfylle de generelle kravene til IN. Ved investeringsprosessen setter de opp en investeringskomité som består av folk fra ledelsen og et par eksterne slik at de får en objektiv vurdering av kandidatene som søker og forhåpentlig plukker ut de rette selskapene som skal få tilbud om pre-såcornkapital. FA forteller at de vurderer søkerne på blant annet team, forretningsplan, markedspotensialet, konkurransesituasjonen, aksjonærer i bedriften, og en totalvurdering av forretningspotensialet slik som investorer gjør. En annen vurdering som kommer frem fra FA er balansen mellom det forvalteren kaller “gamblere” og “trygge” bedrifter: “Vi har jo gått inn i et selskap der pre-

såkornkapital ikke var utløsende for at selskapet skulle klare seg, selv om det var fortsatt veldig tidlig fase og veldig høy risiko. Men vi investerte for å få en litt mer balansert portefølje”. IN har ikke vært veldig tydelige på dette, nevner forvalteren.

Når det kommer til matching-kapitalen har gründerbedriftene 3 mnd til å selv identifisere private investorer etter tilbud om pre-såkornmidler. I noen tilfeller forteller FA at de står for matching-kapital ved investeringen, men dette kun er i selskaper som allerede er i porteføljen. “Av de 11 investeringene vi har gjort, har vi gått inn med matching-kapital i 4 av dem. Andelen har vært på mellom 3-50%” -FA.

Forvalter B

FB forteller at erfaringen de sitter på er veldig mye på start-up siden. De siste 2 årene har de selv gått inn og investert i 16 tidligfase-selskaper og forvalter disse på egenhånd. Så noe erfaring har vi som aktive investorer, forteller FB. Men det er egentlig ikke relevant, legger FB til, det er jo ikke de som gjør investeringen. “Vi har en modell der vi hjelper andre investorer med å investere, og det som er relevant er hva slags modell og prosess vi har skapt for å make-investors-happen”, forteller FB. I forretningsenglenettverket er de fasilitatorer for læring av investorgrupper på 20 investorer som investerer 50 tusen NOK hver, til sammen 1 mill. NOK, gjennom programmet der de invester i gründerbedrifter.

Programmet de kjører, som er kjernevirksomheten til FB, er et 2 mnd langt learning-by-doing opplegg hvor de inviterer investorer og start-ups til å søke for å bli med, der investorene forplikter seg til å investere når de blir med. I løpet av programmet jobber de sammen og investorene kommer frem til en beslutning av investering i vinnerbedriften, forteller FB. Det er en åpen søknadsprosess, der screening og kvalitetssikring går gjennom programmet hvor 40-60 gründerbedrifter ble redusert til 1 vinner. Halvparten av pre-såkornkapital gikk til vinneren av programmet dersom han/hun ønsket det. Altså 1 mill. som ble matchet med investeringen fra investorene i programmet i 4 forskjellige 2 mnd-program, forteller FB.

Den andre halvparten av pre-såkornkapitalen gikk gjennom investorer som tidligere har vært med i programmet og som hadde tette relasjoner i nettverket. “Minimum 3 investorer som syndikerte en deal sammen, kvalifiserte og gjorde en god due-diligence prosess kunne søke til oss om å få pre-såkornkapital på 1 mill. NOK for

å matche deres investering i en tidligfase gründerbedrift” -FB. De støttet 4 investorgrupper slik at de hadde mer tyngde i planlegging inn mot investeringer i selskaper, noe FB synes var mer spennende.

Forvalter C

Gjennom tidligfasefondet til FC har de gjort ca. 15 investeringer hvor de har opparbeidet seg erfaring med investeringer. I tillegg har de ansatte i inkubatoren mye erfaringer fra tidligere investeringer. “Jeg har holdt på med dette i 10 år og gjort ca. 30 investeringer, en annen i teamet har gjort 40-50 investeringer” -FC.

Når det kommer til investeringsprosessen forteller FC at dette ikke er en søknadsprosess hvor hvem som helst kan søke. “Vi finner de vi ønsker å investere i, og dette er ofte gründerbedrifter vi jobber med i inkubatoren”, sier forvalteren. Kravene de setter til gründerbedriftene er at det er start-ups, med høye ambisjoner om vekst og som har et skaleringspotensial. Unikhet, attraktivitet- og potensiale i markedet, exit-muligheter og at de har mulighet for å vokse og bli lønnsomme er vesentlige faktorer, legger forvalteren til.

FC forteller at når de investerer er det viktig for dem at det vil være en utløsende effekt, der de gjør en forskjell med deres kunnskap og kapital. De investerer ikke i bedrifter som ikke trenger pre-såkornkapital. FC nevner tre ting som er viktige for å gjøre investeringen: “..det må gi mening for gründerbedriften, det må gi mening for de private investorene og det må gi mening for det PSO er ment for å være”.

Når det kommer til matching-kapitalen er det gründerbedriftene selv som har ansvaret. FC forteller at de hjelper dem med å bli klare for en ekstern investor, men at det er viktig at de tar på seg ansvaret med å finne investorer selv. Samtidig bidrar de med sitt nettverk når det trengs, legger forvalteren til. I sammenheng med såkorninvesteringene så har de co-investert tidligere, for PSO gjenstår det å se, forteller forvalteren, det kunne jo tenkes at vi en gang ønsker å stå for matching-kapitalen.

4.4 Forventninger, oppfølging og styret i oppstartsbedriften

Forvalter A

FA forteller at de samarbeider og behandler gründerbedriftene som har fått pre-såkornkapital på samme måte som de andre bedriftene i deres portefølje. Ettersom

FA har en stor portefølje med andre bedrifter har de ikke tid til å jobbe ukentlig med alle. Det er altså begrenset hvor mye støtte de kan gi, men forvalteren sier at de prøver å fylle behov. FA forteller at de noen ganger tar en veldig aktiv del ved etablering av selskapene, setter opp forretningsplan, skaffer daglig leder og kapital, men sier også at det er veldig arbeidskrevende. Andre ganger er de mindre aktive, “det er litt avhengig om det er en erfaren gründer, da blir vår rolle mindre” -FA.

Ved spørsmål om hva TTO-en tilbyr og stiller til disposisjon for gründerbedriftene, svarer forvalteren at de ikke tilbyr noe spesielt utover at de er en aksjonær med start-up erfaring og med et nettverk som gründeren kan komme til nytte av. Som aksjonærer i gründerbedriftene deltar de på generalforsamlinger og har samtaler om viktige ting som skjer i selskapet hvor det er naturlig å ha kontakt med styret og daglig leder. I denne rollen spiller de en sentral rolle i og med at de har lang erfaring og et godt nettverk, forteller FA. Når det kommer til styret sier forvalteren at de, i starten, tar styreplass ca. halvparten av gangene. I noen av gründerbedriftene sitter de som styreledere, hvor arbeidet er mer omfattende med regelmessig oppfølging av daglig leder. FA beskriver styredeltakelsen med at de passer på at gründerbedriften overholder lover og regler og at daglig leder holder seg innenfor de fullmakter han/hun har, samt påser vi at daglig leder har et diskusjonsforum for strategiske og operative problemstillinger. “En start-up består ofte bare av en person som har god kunnskap om produktet/tjenesten som skal utvikles, men begrenset kunnskap om å drive et selskap” -FA.

Gründerbedrift A

GA forteller at i forkant av ordningen kjente de- og hadde et godt forhold til forvalteren de fikk PS-midler av. GA fortalte at de egentlig ikke hadde mer forventninger til ordningen enn at det ville være en mulighet til å åpne opp for kapital. “..men det har vært et veldig givende samarbeid og vi setter stor pris på forvalterens støtte”, forteller gründeren. Da GA søkte på PS-kapitalen hadde de først og fremst behov på den tekniske siden, og siden den gang har de styrket staben med “business know-how”, sier gründeren. Gjennom forvalteren og deres nettverk har selskapet fått tilgang til ressurser som har bidratt på FoU av produktet.

Når det kommer til styret, forteller GA at forvalteren ikke har gått inn i styret. “Styret vårt består av 4 personer med en meget solid bakgrunn på produkt- og bransjerelaterte områder. På styremøter går vi grundig gjennom og diskuterer

fokusområder” -GA. Som daglig leder kommuniserer også gründeren daglig med styret. Ved spørsmål om oppfølging etter investering forteller GA at forvalteren har demonstrert et aktivt og godt eierskap gjennom generalforsamlinger og har vært aktivt med på informasjonsmøter som har vært avholdt 2 ganger i året.

Forvalter B:

I forretningsenglenettverket er det ikke forskjeller på oppfølging og samarbeid av selskapene som har fått pre-såkornmidler og de andre, forteller FB. Gjennom en lead-investor i investorgruppa har den personen ansvaret overfor de andre investorene og tar ofte styreplass i den aktuelle gründerbedriften. “Det stilles ingen krav til at lead-investoren skal gå inn i styret, men det er ofte en forventning at han/hun skal bidra til at selskapet kommer seg videre” -FB. Vi går ikke inn i styret, men har en eierandel i de selskapene som har fått pre-såkornmidler, forteller FB.

Gjennom forretningsenglenettverket tilbyr de også andre arrangementer og programmer for gründerbedriftene, blant annet et arrangement hvor vi viser frem selskaper til internasjonale- medier og investorer, som vi gjennomfører én gang i året, forteller FB. I tillegg har de et bredt nettverk med investorer av ulik kompetanse og erfaringer. Annet enn dette, jobber de ikke mye med oppfølging og samarbeid med gründerbedriftene i ordningen.

Gründerbedrift B

GB forteller at når man går gjennom en emisjon og det blir mye aktivitet så tror han/hun at folk blir veldig “på”, men når man går inn i hverdagen igjen så mister folk interessen. Gründeren forteller at investorene fra englenettverket har vært veldig tause, bortsett fra 2 stk. som var viktige å ha med videre, og hadde kanskje en forventning om litt mer aktivitet. “Det må være folk som er genuint interessert i å bidra og følge med. I englenettverket så er det mange investorer som ikke er kompetente, så det er ikke noe interesse for meg å ha noe samarbeid med de” -GB.

GB forteller at det er et krav om at investorer bidrar med kompetent kapital, at de må gå inn med penger og et verdiløfte som kan skape verdier for selskapet. I fremtidige emisjonsrunder forteller gründeren at det ikke vil være mulighet for passive investorer og delta. To av investorene fra englenettverket er med i styret, der han ene er styreleder og tilfører selskapet mye. I og med at GB sitter som største aksjonær og gründer, forteller GB at han/hun kanskje kan få litt mer “pes” enn de

andre som sitter som aksjonærer. “Styret har jo hovedsakelig i oppgave å ivareta selskapets interesse, og ikke min” -GB.

Forvalter C

FC forteller at når de investerer i gründerbedrifter tar de eierskap, og styreplass dersom det er ønskelig for bedriften, hvis ikke bidrar de ofte med å finne styremedlemmer. I de tidlige fasene er de veldig aktive i styret, og grunnen til det er at i forhold til store selskaper som kanskje har styremøter kvartalsvis, så er disse gründerbedriftene avhengig av å ha ukentlige møter hvor det jobbes med strategi osv., forteller forvalteren. Det presiseres at det er viktig å være “på”, og da på en støttende- og rådgivende måte uten å være for kontrollerende ettersom det ikke er hensiktsmessig i disse gründerbedriftene.

FC forteller at det ikke er noe forskjell i samarbeidet mellom gründerbedriftene i PSO og de bedriftene de jobber med til vanlig i inkubatoren. Som inkubator har man ofte en inkubatoravtale som omhandler antall timer med rådgivning osv. som ofte tas i bruk for de som ønsker å jobbe med inkubatoren. Utover dette forteller forvalteren at de prøver å identifisere kompetansemangelen i gründerbedriftene og deretter koble på deres ressurser for å styrke de på de områdene hvor de har et dårlig grunnlag. “Vi diskuterer og hjelper de med det som er viktig å fokusere på i den tidlige fasen, et eksempel som er viktig for gründerne er prioritering av oppgaver” -FC.

Oppfølgingen etter investeringen avhenger litt av tidsperspektivet sier forvalteren, men for de er dette en fase hvor det er viktig å jobbe veldig aktivt med gründerbedriftene. FC forteller at når bedriftene har hentet inn mer kapital og begynner å bli veldig rigget på egenhånd, så er de ikke lenger like mye “på”. Alt avhenger av tid, som reduserer omfanget. Men vi har også god kontakt med gründerne i etterkant, bare med mindre aktivitet, sier FC.

4.5 Forvalternes eierinteresser og exit i gründerbedriften

Forvalter A

FA er en offentlig organisasjon der deres samfunnsoppdrag er å bringe forskning til samfunnsnytte og det gjør de gjennom kommersialisering som krever finansiering fra en idé til et ferdig produkt på markedet, forteller forvalter A. Grunnen til at de ville bli forvaltere var fordi de ønsket å bidra til å hjelpe flere

bedrifter litt lenger i den tidlige fasen hvor det er vanskelig å skaffe kapital. “Det er en veldig lang vei og der spiller pre-såkorn inn som en viktig faktor” (Forvalter A). Fra egen bok forteller forvalteren at de hvert år investerer rundt 10 mill. i selskaper.

Forvalter A fortalte litt om utviklingen av insentiver for forvaltere av ordningen. De to første rundene med ordningen var det ingen insentiver for forvalterne, det ble gjort gratis og de fikk ikke et øre for det. “Dersom vi i tillegg skulle investert i selskaper utenfor vår portefølje, da gjør vi dette som ren veldedighet, og da er spørsmålet; er dette vår rolle?” (Forvalter A). Nå er det en splitt av fremtidig gevinst, slik at forvalter og IN sitter igjen med en andel hver, sier forvalter A og legger til at det er veldig positivt at de får noe igjen for jobben.

Ved spørsmål om tidsperspektiv på investering sier forvalter A at dette ikke lett å fastslå med tidligfaseselskaper. Forvalteren forteller at ting tar som regel lengre tid og koster mer enn det man forutser, derfor har de ikke noen “deadline” som sier at om 5 år så skal de ha en exit. “Vi ønsker å selge oss ut av selskapene for å resirkulere kapital til tidligfase for å få et økosystem for kapitalen, men det er ikke alltid lett å få til” -FA. Når det kommer til oppfølgings-investeringer etter pre-såkorn investeringen så er gjøres det kun i selskaper som utvikler teknologi fra våre egne miljøer, grunnen til det er at eierne til forvalteren ikke ønsker at de skal engasjere seg i teknologier som ikke kommer fra miljøene til eierne.

Gründerbedrift A

Som nevnt tidligere har gründerbedrift A planlagt lansering av produktet i 2020, og anser det ikke som sannsynlig at det er noe exit før det. Gründer A nevner også at til tross av at de har klart å hente signifikante finansieringsmidler fra offentlige ordninger, vil det fortsatt være behov for ytterligere finansiering før selskapet når break-even eller er i posisjon for en exit. Exit strategi er alltid et aktuelt tema i gründerbedrifter, og det er styret i bedriften som behandler dette, forteller gründeren.

Forvalter B

Forvalter B er en privat organisasjon som har et “impact-mission” som er å bygge et sterkt, sunt og profesjonelt økosystem som skal legge til rette for fremveksten av fremtidens industri, og har vært det siden de begynte, forteller FB. De var forvaltere av ordningen i 2016 og da hadde de ingen insentiver som forvaltere av ordningen.

“Det har jo kostet oss mye mer enn det vi får igjen, sånn rent økonomisk, å forvalte de pengene. Men for oss så var det en veldig spennende mulighet for å aktivere investorer” -Forvalter B. Det var mer et tilskudd for å prioritere noen ideer, og de har egentlig ingen insentiv for å forvalte pre-såkornkapital, forteller Forvalter B. FB forteller ingenting om exit-strategi i gründerbedriftene i ordningen.

Gründerbedrift B

Gründer B forteller at dersom man ikke har en exit-strategi når man har bedt om andre folk sine penger, da har man gjort en dårlig jobb. Alle bør ha en strategi og det bør være en realistisk en, sier gründeren. “Stort sett alle investorene mine har sagt at hvis en partner ønsker å kjøpe ut eksisterende aksjonærer så er ikke det noe problem”, forteller gründer B og legger til at dette ble kartlagt med aksjonærene fra start. Gründeren sier at innen 3-5 år er jeg nok helt ute.

Forvalter C

Forvalter C er en delvis statlig-eid inkubator. Det er ingen som har etablert denne inkubatoren for å ta ut profitt, det er et samfunnsengasjement der verdien skapes for regionen gjennom at de får vellykkede start-ups, forteller forvalteren. Ved spørsmål om hvilke tanker de har om insentivene for ordningen forteller forvalteren at de synes at det var bra at forvalterne i denne runden fikk en andel av profitten ved eventuelle salg. Det gir mer motivasjon for jobben, men det er ikke sånn at det gav dårlig motivasjon slik det var før, men det beveger seg i riktig retning, mener forvalteren.

Når det kommer til tidsperspektivet på investeringen, så er jo aldri livet slik som man planlegger, forteller forvalteren. De tenker at de skal ut innen noen år, og dersom det er riktig for selskapet, så kan de gå ut ganske tidlig. “Det er ikke sånn at vi optimaliserer med tanke på timing, men hvis vi kan komme ut med en god gevinst med den risikoen som er tatt, så gjør vi det. Og det kan skje i løpet et par år det altså”- FC. Forvalteren forteller også at det i noen sammenhenger kommer inn nye eiere i selskapet som er veldig opptatt av at de som har investert ikke skal ut, så da har de en tendens til å bli med videre.

5 DRØFTING

5.1 Hvorfor er dette en attraktiv ordning for gründerbedrifter?

For å forstå hvorfor PSO er en attraktiv ordning for gründerbedriftene, er det viktig å se på situasjonen de befinner seg i. Fra intervjuet fortalte GB at de begynte å gå tom for pengene som hadde blitt skutt inn i startfasen med egne midler, som klassifiseres som bootstrapping finansiering av Freear et al. (2002). Etter Salamzadeh og Kesim (2015) beskrivelse av faser i en oppstartsbedrift, kan GB dermed også blitt klassifisert som enten sen *bootstrapping stage*, eller tidlig *seed stage*. GB hadde gjennomført de første nødvendige aktivitetene for å realisere forretningsideen og gjort nødvendige økonomiske vurderinger for å teoretisk sjekke levedyktigheten til ideen, noe som er typisk for *bootstrapping stage*. Samtidig som samarbeid med relevante forskningsmiljø var satt i gang, ble også penger hentet inn fra forretningsengler for å blant annet finansiere produkt/prototype utvikling, som passer delvis inn i *seed stage*.

GA kan derimot klassifiseres som *seed stage* og med trekk av *creation stage* og var på et punkt hvor kapital var nødvendig for videre produktutvikling, med et stort kapitalbehov hvor de gjorde ansettelse, bygde organisasjonen og ordnet kapital. Det typiske for *seed stage* er at mesteparten av kostnadene går til produktutvikling ifølge Manchanda & Muralidharan (2014). Som det også ble gjort av GA er det da vanlig å hente inn mer kapital da de har et stort kostnadsnivå og ingen inntekter. Siden *bootstrapping* som regel ikke er realistisk ved såpass store kapitalbehov som i dette tilfellet, og det er begrensede lånemuligheter i banker for oppstarter (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009, s. 600), må oppstarten som regel rette seg mot «equity» finansiering (Murphy & Edwards, 2003, s17).

I en slik situasjon tilsier teorien at de aktuelle finansieringskildene ville vært forretningsengler, offentlige tilskuddsordninger og inkubatorer. Dette ser vi stemmer bra med virkeligheten, men det er interessant at (serie)gründeren (GB) selv påpeker at han/hun ikke har oversikt over alle de forskjellige alternativene som er aktuelle å benytte seg av. Gjennom tilgang til en ressursperson på finansieringsfeltet kommer han/hun da allikevel raskt frem til en aktuell finansieringskilde. GA har i motsetning vist stor kunnskap om ulike finansieringskilder. De benyttet seg blant annet av et markedsavklaringstilskudd fra

IN, som betegnes av Freear et al. (2002) som bootstrapp-finansiering, før PS-investeringen, og flere andre kilder i ettertid.

Overbevisning av investorer for både gründerbedrift A og B viste seg å være lettere da de hadde fått PS-tilskudd, noe GB mente investorene tilga for mye valideringsgrunnlag. Viktigheten av å få PS-midler er noe GA bekrefter med at det sikret dem en nødvendig investeringrunde, som i deres tilfelle utløste ca. 5 mill. NOK i privat matching-kapital, mot ca. 4 mill. NOK i privat matching-kapital for GB. Ifølge Haugli & Haugland, (2015) skal ordningen utløse og styrke tilgangen på privat risikokapital i tidlig-fase, noe det er klart ordningen gjorde i disse tilfellene. Dette tyder da sterkt for at PSO har god effekt på målet om å dekke finansieringsgapet.

Mens ifølge Mason & Harrison (1995) vil en slik ordningen også utløse mer “smart kapital” fra private investorer som vil bidra gründerne med både kapital og kompetanse. Etersom også forvalterne investerer kapital og i følge Haugli & Haugland (2015) har spesialisert forretningsutviklingskompetanse, kan det drøftes om forvalterne også kan bidra med denne “smart kapitalen”. Fra intervjuet sier GB at “smart kapital” er et krav for investorene, og fikk med seg to viktige investorer gjennom programmet til FB. GA opplyste også at de hadde et stort behov for teknisk kompetanse, og beskriver samarbeidet med forvalteren som veldig givende, med mye støtte. Denne kontrasten kan også ha noe med forventningene til gründerne, da GA forteller at de egentlig kun forventet kapital fra ordningen uten noe mer.

5.2 Hvordan identifiserer forvalterne potensielle vekstbedrifter?

5.2.1 Erfaring

Etter Haugli & Hauglands (2015) hensikt skal ordningen styrke gründerbedrifters tilgang på privat risikokapital i tidlig fase og bygge en bro over «dødens dal». IN definerer målgruppen for pre-såkornkapital som innovative oppstartsbedrifter med et betydelig vekstpotensial (IN, 2018, a). For å treffe den riktige målgruppen, som kan være vanskelig i tidligfasebedrifter med tanke på asymmetrisk informasjon (Murphy & Edwards, 2003), vil det være en god forutsetning å ha investeringserfaring fra tidligere. Ved å se på forvalterne som investorer kan man bruke Landström og Sørheim sin firedeling av uformelle investorer til å kategorisere forvalterne gjennom deres aktivitet og kompetanse (MENON, 2010).

FA har blant annet bidratt med å etablere mer enn 80 selskaper og deltatt i rundt 130 emisjoner. De er begrenset til en sektor som gjør de veldig kompetente på området, men med en stor portefølje, forteller FA at de ikke har tid til å jobbe ukentlig med alle. «Vår rolle er avhengig om det er en erfaren gründer eller ikke». Det kan argumenteres for at FA kan sammenlignes med en *forrettingsengel*, men med liten tid med gründerne vil ikke kompetansen bli fullt utnyttet, noe som trekker FA nærmere en *trader-investor*.

FB har mye erfaring med start-up og har de siste årene investert i 16 selskaper, men legger til at deres erfaring ikke er relevant fordi det er investorene i nettverket som gjør investeringen. Ettersom kjernevirksomheten til forvalteren går ut på å lære private investorer å gjøre gode investeringer, kan man tenke seg at disse er uerfarne investorer med lite investeringsaktivitet, mens forretningskompetansen blant de vil variere. Dersom man ser på investorene kan disse dermed kategoriseres som enten *lotto-investorer* eller *kompetente-investorer*. Dette støttes av GB som nevner at de fleste investorene i englenettverket (FB) ikke er veldig kompetente, bortsett fra to av de som var viktige for GB å ha med videre.

FC hadde enda ikke gjort pre-såkorninvesteringer men har ansatte med lang individuell investeringserfaring med mellom 30-50 investeringer og inkubatoren har gjort ca. 15 investeringer i tidligfasefondet. Når det kommer til kompetanse har FC et team med erfaring innen forretningsutvikling og annen relevant spisskompetanse for å hjelpe gründerbedrifter med vekst, kapitalinnhenting etc. Inkubatoren kan dermed grovt sett sammenliknes med en *forrettingsengel* med høy kompetanse, som er tilrettelagt for gründerbedriftene, og en relativt høy investeringsaktivitet.

5.2.2 Investeringsprosessen

Som det fremkommer av intervjuene er investeringsprosessen ganske ulik mellom forvalterne. Ved bruk av modellen Wickham (2006) viser til, kan forvalternes investeringsprosess forklares i de 5 hovedfasene Tyebjee & Bruno opprinnelig beskrev i modellen fra 1984. Her vil forvalteren betegnes som investor.

Deal origination, som er den første fasen, handler om hvordan entreprenøren og investoren kommer i kontakt med hverandre. Mellom forvalterne, var det ulikheter på hvordan dette skjedde. FA fortalte at dette var en søknadsprosess for alle i landet

innenfor en viss sektor, i tillegg til alle bedrifter i deres portefølje uavhengig av sektor. I dette tilfellet vil det i henhold til Wickham (2006) være promoterende aktiviteter fra gründerbedriftenes side. Det skal også nevnes at GA kjente godt til FA allerede før investeringen fant sted. FC fortalte derimot at de ikke hadde en søknadsprosess hvor hvem som helst kunne søke. «Vi finner de vi ønsker å investere i, og dette er ofte gründerbedrifter vi jobber med i inkubatoren» -FC. Her er det altså søkende aktiviteter fra FC sin side, men det vil også være rimelig å tenke seg at gründerbedriftene utenfor inkubatoren også vil ha promoterende aktiviteter for å fange oppmerksomheten til forvalteren. I likhet med FA hadde FB også en søknadsprosess. De inviterte både oppstartsbedrifter og private investorer til å søke for å bli med i programmet/konkurransen deres der pre-såkornmidlene skulle investeres. Her vil det være en miks av søkende og promoterende aktiviteter. Wickham (2006) sier også at i denne fasen blir forretningsengler ofte opplyst om investeringsmuligheter gjennom nettverk. Gjennom programmet til FB er det nettopp dette som er tilfellet; investorer møter gründere og blir presentert et mangfold av potensielle investeringsmuligheter. Den andre metoden FB investerte pre-såkornkapitalen var gjennom minst 3 investorer fra nettverket som syndikerte en deal sammen. FB kommenterte ikke hvordan disse kom i kontakt med gründerbedrifter, men det kan antas at de kjente til investeringsmuligheter før de søkte om pre-såkorn eller hadde søkende aktiviteter.

Deal screening handler om evaluering av gründerbedriften for å se om den møter investorens profil. Forvalterne av ordningen er tre ulike investeringsmiljøer og dermed er det rimelig å anta at de har ulike investeringsprofiler. Wickham (2006) nevner virksomhetens bransje/sektor og hva slags teknologi forretningsideen bygger på som viktige elementer.

FA er en TTO og fra intervjuet kom det frem at deres fokusområde er kommersialisering av forskning innen sin sektor. Ettersom det er her de har sin kompetanse, vil altså gründerbedrifter utenfor FA sin sektor ikke være å foretrekke. FB er et forretningsenglenettverk og forteller at sin kjerneaktivitet er en prosess der de bygger opp flinke investorer i økosystemet og lar de gjøre investeringen. Blant de 20 investorene i programmet til FB kan det antas å finnes ulikheter i blant annet bransjeerfaring og teknologikompetanse, men dette ble ikke nevnt i intervjuet. FC er en inkubator som jobber med utvikling av oppstartsbedrifter, vekst og innhenting av kapital i tråd med SIVA (2018) sin beskrivelse av en inkubator. FC sa at det er

3 ting som er viktige for at de skal gjøre en PS-investering: «det må gi mening for gründerbedriften, det må gi mening for de private investorene og det må gi mening for det PSO er ment for å være. Så når de tre tingene passer, investerer vi». Her ser man en klar investeringsprofil som er tilpasset både ordningens hensikt, gründerens- og egen interesse.

Wickham (2006) nevner også oppstartsbedriftens fase og hvor mye kapital det søkes om, som andre viktige elementer i evalueringen. Ettersom PSO er et offentlig finansieringstilbud, har IN satt kriterier for gründerbedriftens fase og kapital. Investeringen fra PSO kan utgjøre inntil 3 mill. NOK og det skal være innovative bedrifter i en tidligfase, hvor de forbereder seg for vekst, og har et betydelig vekstpotensial (IN, 2018, a). Dermed må alle forvalterne overholde disse retningslinjene, noe som ble bekreftet gjennom intervjuet. Samtlige forvaltere som ble intervjuet investerte mellom 1-2 mill. NOK PS-kapital per bedrift. FA kommenterte at noen forvaltere av PS-kapital investerer litt og litt, slikt at de bidrar virksomheten gradvis fremover. “Dette er krevende for oss og derfor er det ikke naturlig at vi går inn med under 1 mill. NOK” -FA.

Deal evaluating er en fase med en mer detaljert evaluering og sammenligning av gründerbedriftens risiko og avkastning. I denne fasen nevner Wickham (2006) blant annet potensialet innenfor innovasjon og markedet, og teamets gjennomføringsevne som viktige evaluering elementer.

I intervjuet med FA kommer det frem at de setter opp en investeringskomité, hvor de vurderer søkerne på blant annet team, forretningsplan, konkurransesituasjon, markedspotensial og aksjonærer i bedriften, for å plukke ut de rette selskapene for pre-såkorninvesteringer. «Vi gjør altså en totalvurdering av forretningspotensialet slik som investorer gjør» -FA. I likhet med FA, fortalte FB at viktige krav de setter til gründerbedriftene er at de har høye vekstambisjoner, unikheter, attraktivitet, markedspotensial og et skalerings-potensial hvor de kan bli lønnsomme. I forhold til de andre forvalterne gjorde FB det noe ulikt i denne fasen. I programmet FB kjører, er det investorene som gjennomfører screeningen og kvalitetssikringen gjennom konkurransen hvor 40-60 oppstartsbedrifter blir redusert til 1 vinner. I den andre metoden FB investerer pre-såkornkapitalen, er det de investorene som har søkt og fått tildelt midler, som selv gjennomfører due-diligence og kvalitetssikring av gründerbedriftene som skal få PS-kapital. Ettersom investorene i FB sitt program

kan sammenlignes med blant annet *lotto-investorer*, kan det stilles spørsmål til kvaliteten på investeringene ved denne metoden.

Når det kommer til risiko og avkastning (Wickham, 2006) nevner FA en interessant problemstilling om deres og andre forvalteres vurdering av balansen mellom «gamblere» og «trygge» bedrifter.

“Vi har jo gått inn i et selskap der pre-såkornkapital ikke var utløsende for at selskapet skulle klare seg, selv om det fortsatt var veldig tidlig fase og veldig høy risiko. Men vi investerte for å få en litt mer balansert portefølje”
-FA.

FC kommenterte også dette og sa at de investerer kun i bedrifter som trenger det og der dette er en utløsende effekt for gründerbedriften.

Deal structuring er den fjerde fasen i investeringsprosessen og omhandler hvordan investeringen skal skje, og hvilke krav investoren stiller til vekst og avkastning. I intervjuet fortalte forvalterne at de ikke hadde noen bestemte tidsfrister for exit i gründerbedriftene. FA sa at dette ikke er lett med tidligfase-selskaper, men at de ønsker å selge seg ut for å resirkulere kapitalen. FC nevner at en exit må være riktig for selskapet og legger til at ikke alt går som planlagt. «Det er ikke sånn at vi optimaliserer med tanke på timing, men hvis vi kan komme ut med en god gevinst, med risikoen som er tatt, så gjør vi det» -FC. FB kommenterte ikke noe om tidsperspektiv på investering og exit. Ettersom det er uavhengige investorer i FB sitt program som gjør investeringen, kan det antas at de følger egeninteressen og er profittsøkende. Ved en exit i selskapet er det satt krav fra IN at en gevinst splittes mellom IN og forvalter, og ved konkurs annulleres lånet (IN, 2018, a).

Post-investment activity er den siste fasen i modellen til Tyebjee & Bruno. Denne fasen handler om hvordan investoren ønsker å involvere seg i selskapet etter investeringen, og Wickham (2006) nevner *overvåking* og *kontroll* som to hovedaktiviteter. Dette kan skje ved at forvalterne tar en aktiv rolle i virksomheten, og i intervjuene kom det frem at ingen av forvalterne stilte krav til styreplass, men i mange tilfeller var dette forventet. Blant gründerbedriftene som ble intervjuet var det bare GB som hadde forvalter (FB) i styret, og da menes investorene i programmet. Forvalterne i intervjuene nevner at de ofte tar styreplass, og at de også

tar en aktiv aksjonær-rolle for å følge opp selskapene. Samarbeid, oppfølging og styredeltakelse drøftes nærmere i neste delkapittel.

5.3 Hvordan fungerer samspillet mellom forvalter og gründer i PSO?

En sentral del av ordningen er at den skal utløse kompetanse og ressurser fra forvaltere og/eller investorer (Mason & Harrison, 1995).

De to forskjellige gründerbedriftene som ble intervjuet hadde ulike forventninger til PSO. Det som var felles for dem var at ordningen skulle bidra med kapital. Dette var også hovedsakelig forventningen til GA, noe som kan være en faktor i forklaringen på hvor fornøyd han/hun var med utfallet. GB var mindre fornøyd, men hadde samtidig større forventninger til ordningen og investorer. Det skal også sies at både GA og GB er seriegründere med mye relevant erfaring fra oppstarter. For en uerfaren gründer vil det i mange tilfeller være stor verdi å anskaffe seg en kompetent investor med forretningsdrift og forretningsforståelse. En slik investor vil kunne gi gode råd rundt kommersialisering, drift og organisering av virksomheten og mer rundt det å drive et selskap. Dette bekreftes av FA som sier at gründere ofte har god kunnskap om produktet, men begrenset kunnskap om å drive et selskap. For en erfaren seriegründer derimot vil dette være kunnskap gründeren for det meste besitter fra før, og av den grunn vil det ikke være like verdiskapende (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2015).

Ifølge teorien (Markova & Petkovska-Mircevska, 2009) så liker forretningsengler å investere i bransjer og områder kjent for dem, som skulle tilsi at de har noe mer å bidra med enn kun forretningsforståelse. For mesteparten av investorene til GB tilsier informasjonen at dette ikke er tilfellet, bortsett fra 2. Som nevnt tidligere så kan investorene fra programmet til FB klassifiseres som enten *lotto-investorer* eller *kompetente-investorer*. GA har fått PS-kapital fra FA som er en TTO, og fra teorien (Hansen & Borlaug, 2008) og empirien fremgår det at TTO sin hovedoppgave er å kommersialisere forskning. En rimelig trygg antakelse er dermed at noe av kjernekompetansen som mangler er forretningsforståelse, noe TTO-en bidrar med til målgruppen sin som kan grovt klassifiseres som akademikere som blir gründere. Fra dybdeintervjuene ser vi også at det er forretningskunnskap som forvalterne hovedsakelig tilbyr, med spisskompetanse i bransjen de opererer i.

Samarbeidet mellom forvalter og gründere fremstår som om det ikke er noe vesentlig forskjell på om det er, eller ikke er, investert pre-såkornmidlet, noe de også sier selv. Forvalterne har generelt store porteføljer, hvor det varierer hvor mye tid og ressurser de bidrar med i egne porteføljer. Fra intervjuet viser deg seg at både FA og FB bruker liten tid på samarbeid med gründerbedriftene i forhold til FC som sier at de fokuserer på kvalitet fremfor kvantitet, selv med en stor portefølje. Når det kommer til styredeltakelse av forvalterne, var dette veldig avhengig av gründerbedriftens behov. I FB sitt tilfelle var det lead-investoren som tok styreplass, ikke FB. Erichsen, Solberg & Stiklestad (2015) skiller mellom 4 ulike styre, og sier at et velfungerende styre vil kunne tilføre SMB viktige ressurser og kompetanse.

FC sier at de er veldig aktive og "på" i tidligfase-bedriftenes styre, hvor de jobber med strategi. FC legger til at det ikke er hensiktsmessig å være for kontrollerende i denne fasen, som tyder på at de er strategisk- og verdiskapningsorienterte. Dette kan beskrives som et *klan-styre* eller *aktivt styre* i følge Erichsen, Solberg & Stiklestad (2015). I likhet med FC, er FA også støttende og bidrar med blant annet etablering, forretningsplan, og prøver å fylle behov når det trengs, og oppfattes mer som et *klan-styre*.

Erichsen, Solberg & Stiklestad (2015) har identifisert at passive og kontrollerende styre er høyt representert i SMB, samtidig som det er det aktive styret som gjør at selskapet får best resultater. GB skulle ønske styret var enda mer frempå, og har på grunn av erfaring med flere passive investorer satt krav til at alle nye investorer skal ta en mer aktiv rolle. FA har ikke tatt noe styreverv i GA, men GA gir fremstillingen av et aktivt og støttende styre. Dette vil da i henhold til teorien, gjøre det mer sannsynlig at de vil prestere bedre. Siden det er snakk om så tidlige faser er det vanskelig å måle effekten dette kan ha hatt hos intervjuobjektene.

Vi ser at samarbeidet mellom forvalteren og gründeren er veldig situasjonsspesifikk, hvor det ikke er en bestemt norm og det er stor variasjon for hvor mye eller lite ressurser som går med til hver case.

Egeninteressen til forvalterne er viktig å kartlegge opp mot hensikten til ordningen, da det er den viktigste motiverende faktoren i økonomien vår (Christensen & Sogner, 2015). Ved de tidligere rundene i PSO, manglet det insentiver for at

forvaltere skulle ofre tid og ressurser på ordningen. Ved tilfeller der noen skal utføre noe på vegne av noen andre, kan man bruke agent-prinsipal teori. Dette er da særlig viktig i tilfeller der egeninteressen til den som utsetter eller eier av oppgaven, ikke samsvarer med den som skal gjennomføre oppgaven. Laffont & Martimort (2002) drar frem viktigheten av insentiver i slike tilfeller, som er helt sentralt i agent-prinsipal teorien. FC drar dette frem som et steg i positiv retning, men de ulike forvalterne var enig i at det ut fra et økonomisk ståsted sannsynligvis ikke lønte seg gitt all tid og innsats som blir lagt i ordningen. Ved identifisering av eiere og eierinteresser kom det frem at samtlige forvaltere hadde en form for samfunnsøkonomisk interesse eller «impact-mission», der FB var privateid og de andre offentlige. Dette strider i mot hvordan Wickham (2006) beskriver investeringer. Men det kom også frem andre interesser, FA ønsket at ordningen kunne brukes til å tiltrekke seg flere til dem, da de kunne tilby matching kapital, og dermed gjøre seg mer attraktive. Det kan også drøftes at en inkubator som leier ut kontorlokale til oppstarter (Bergek & Norrman, 2008), og som tar betalt for dette, kan ha en interessekonflikt ved at tilskudd kan bli gitt med bakgrunn i at de ikke ønsker å tape leieinntekter. Etersom insentivene har en begrenset effekt for å sammenstille egeninteressene, er dette grunnlag for å undersøke om andre insentiver kan være mer hensiktsmessig.

6 RESULTAT

6.1 Hvordan fungerer PSO i praksis mellom de ulike forvalterne og gründerbedriftene?

Gjennom våre funn er det klart at PSO hovedsakelig er attraktiv for gründere da den tilbyr kapital i den fasen som betegnes som dødens dal, hvor det i Norge også er et finansieringsgap som tilsier at det ikke er nok kapital til alle oppstartene som egentlig har “livets rett”. Det å få tilskudd fra ordningen har vist seg å gjøre det lettere å overtale investorer, også utover matching-kapitalen. Gründerbedriftene var i en fase hvor produktutvikling og kapital var nødvendig i utviklingen, og gitt de finansieringsalternativene som var tilgjengelige for bedriften, ville ikke disse dekt nok. Dermed var det pre-såkorn som dekte kapitalbehovet sammen med matching-kapitalen det utløste. I tillegg viser det seg at det utløser veldig mye privat matching-kapital, men det kan diskuteres om investorer gir PSO for mye

validerings-grunnlag. I så tilfelle er det viktig at forvalterne gjennomfører grundige screening- og evalueringprosesser av potensielle vekstbedrifter. Gjennom våre undersøkelser er det klart at ordningen aktiverer såkalt smart-kapital, men det vises også at denne i mange tilfeller er veldig begrenset, og vil variere mye fra case til case.

Forvalterne av PSO har god erfaring med oppstartsbedrifter og investeringer i disse. Likevel avhenger det mellom forvalterne hvor mye tid som brukes på å støtte opp gründerbedriftene med den kompetansen de bærer. Det kan virke som det er inkubatoren som bidrar mest, og kan sammenlignes med en *forretningsengel* etter modellen til Landström og Sørheim (2001) (MENON, 2010). Når det kommer til investeringsprosessen er det klare forskjeller mellom forvalterne. Det viser seg å være ulike metoder for hvordan gründerbedrifter og forvaltere møtes i PSO. TTO-en og inkubatoren investerer gjerne i egne miljøer/porteføljer, i motsetning til forretningsenglenettverket som var åpen for alle typer oppstartsbedrifter. Det skal også nevnes at screening og evaluering av gründerbedriftene ble gjennomført annerledes i forretningsenglenettverket enn hos de andre forvalterne. De har en lengre konkurranse, hvor det er de private investorene som gjør evalueringen. Ved selve evalueringen, kom det også frem at noen forvaltere velger «trygge» tidligfasebedrifter, som har et mindre behov for kapitalen enn andre. Det kan tenkes at dette bryter med noe av hensikten til ordningen, men det er IN selv som ikke har vært tydelige på dette. Det kan legges til at dette ikke var tilfellet hos inkubatoren.

Det er klart at for mange forvaltere så er det knapphet på tid, og i de fleste tilfeller vil det meste av samarbeidet foregå helt i starten når kontakt er inngått og investeringen gjort. Samarbeidet viser seg å fort gå over i en passiv art etter investering og diverse forretningsdokument er laget og nettverk delt. Et interessant funn er det faktum at det er veldig lite forskjell på hvordan forvalterne opererer gjennom PSO og kjernevirksomheten til vanlig. I veldig mange caser vil det ikke være noen praktiske forskjelligheter.

Det vil altså variere mellom de ulike forvalterne hvordan PSO og samspillet mellom gründerbedrift og forvalter fungerer i praksis. Men i samsvar med bakgrunnen for ordningen, bistår den med, og utløser, privat risikokapital i tidligfase-bedrifter. Spørsmålet, som er et godt forslag til videre forskning, er om ordningen bidrar til fremveksten av flere vekstbedrifter i Norge. Det vil tiden vise.

7 LITTERATURLISTE

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.

Abelia, (2018): *Kapitalparadokset*.

Hentet fra URL:

<https://www.abelia.no/bransjer/innovasjon/nyheter/kapitalparadokset/>

Brush, C. G., Carter, N. M., Gatewood, E. J., Greene, P. G., & Hart, M. M. (2006). *The use of bootstrapping by women entrepreneurs in positioning for growth*. Venture Capital, 8(1), 15-31.

Christensen S. A. & Sogner K. (2015). *Bedriften*. Norge: BI Institutt for innovasjon og økonomisk organisering.

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T. (2015): *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Fagbokforlaget.

Fjellheim, A. J. (2015): *Norske gründerbedrifter visner i dødens dal: Kan offentlige midler få gode ideer til å spire?* Masteroppgave. Ås: Norges miljø- og biovitenskapelige universitet.

Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel, W. (2002). *Angles on angels: financing technology-based ventures- a historical perspective*. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 4(4), 275-287.

Gripsrud, G & Silkoset, R. (2010): *Metode og dataanalyse. Oppgavesamling. Beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP*. 2. utgave. Høyskoleforlaget.

Haugli, H., Haugland, A. (2015): *Innretning av nasjonal pre-såknordning - innspill fra Abelia og FIN*. Abelia og FIN.

Hudson, J., & Khazragui, H. F. (2013): *Into the valley of death: research to innovation*. Drug discovery today, 18(13), 610-613.

Innovasjon Norge, (2016): *Pre-så Kornkapital: Utlysning forretningsenglenettverk.*

Hentet fra URL:

<http://www.innovasjon norge.no/contentassets/08c43f567cc3474db1efd5a5e05ef11a/utlysningforretningsenglenettverk.pdf>

Innovasjon Norge, (2016): *Pre-så Kornkapital: Utlysning TTO og Inkubator.*

Hentet fra URL:

<http://www.innovasjon norge.no/contentassets/08c43f567cc3474db1efd5a5e05ef11a/utlysningttooginkubator.pdf>

Innovasjon Norge, (2018) a: *Pre-så Kornkapital.*

Hentet fra URL:

<http://www.innovasjon norge.no/no/finansiering/presakornkapital/>

Innovasjon Norge, (2018) b: *Så Kornkapital.*

Hentet fra URL:

<https://www.innovasjon norge.no/no/finansiering/sakornfond/>

Innovasjon Norge, (2018) c: *Innovasjon Norges rolle for gründere.*

Hentet fra URL:

<https://www.innovasjon norge.no/no/gründer/INgründerrolle/>

Laffont J. J. & Martimort D. (2002). *The theory of incentives: The Principal-Agent Model.* United Kingdom: Prinsten University Press.

Lund, K. S. (2013): *Innovasjon +: Næringslivets Hovedorganisasjons Innovasjonspolitik.* Næringslivets Hovedorganisasjon.

Markova, S., & Petkovska-Mircevska, T. 2009. Financing options for entrepreneurial ventures. *Economic Interferences*, Vol XI, Nr 26, s. 597-604.

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.

MENON Business Economics. (2009). *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.

Murphy, L. M., & Edwards, P. L. (2003): *Bridging the Valley of Death: Transitioning from Public to Private Sector Financing*, National Renewable Energy Laboratory Operated by Midwest Research Institute.

Mæland, M. (2015): *Regjeringens gründerplan: Gode ideer - fremtidens arbeidsplasser*. Nærings- og fiskeridepartementet.

Lieng, J.B., (2013): *Flere kunnskapsbaserte vekstbedrifter*. Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO).

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.

Reve, T. (2017): *Arbeidsplassene skapes i de nye vekstbedriftene. Sluttrapport fra MIT REAP South West Norway prosjektet*. Handelshøyskolen BI.

Salamzadeh, A. (2015): *Innovation Accelerators: Emergence of Startup Companies in Iran*. In 60th Annual ICSB World Conference June. UAE (pp. 6- 9).

Salamzadeh, A. & Kesim, H. K. (2015): *Startup Companies: Life Cycle and Challenges*. 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), Belgrade, Serbia.

SIVA, (2018): *Inkubasjonsprogrammet*. SIVA - Selskapet for industrivekst.
Hentet fra URL:

<https://siva.no/om-oss/vi-utvikler-oppstartsmiljo-og-bedriftsfelleskap/inkubasjonsprogrammet/>

Statistisk Sentralbyrå, (2018): *Nyetablerte foretaks overlevelse og vekst.*

Hentet fra URL:

<https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/fordem>

Weldeghebriel, L. (2016, 08/06): *Pre-såkornmidler: 100 nye millioner til deg som er gründer. Se listen over miljøene som skal investere statens penger i norske gründere.* Shifter Media.