

Rapport

Evaluering av Møre og Romsdal Såkornfond AS



MENON-PUBLIKASJON NR. 12/2013

Av Leo A. Grünfeld, Gjermund Grimsby og Jens Fredrik Skogstrøm



MENON
Business Economics

Innhold

Sammendrag	3
1. Introduksjon	7
2. Modell for evalueringen og metodikk	8
2.1. Hovedproblemstillinger.....	8
2.2. Overordnet evalueringsmodell	8
2.2.1. Evalueringsmetodikk – intervjuobjekter og kvantitative undersøkelser	13
3. Såkornkapital og dets rolle i kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling	14
3.1. Avgrensning av begrepet såkornkapital	14
3.2. Såkornkapitalens rolle i kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.....	15
3.3. Kategorisering av investeringsmandatet til Møre og Romsdal Såkornfond AS	16
4. Fondets organisering og rammevilkår	17
4.1. Organisering	18
4.2. Fondets rammevilkår.....	21
5. Behovet for såkornkapital med offentlig deltakelse i fylket	22
6. I hvilken grad er målene for Møre og Romsdal Såkornfond nådd?	29
6.1. Status ved evalueringstidspunktet, februar 2013	29
6.2. Måloppnåelse for spesifikke delmål.....	31
6.2.1. Bidra til flere vekstbedrifter gjennom tilføring av tålmodig kapital og kompetanse.....	31
6.2.2. Bidra til at vekstbedrifter vokser raskere.....	32
6.2.3. Utvikle et profesjonelt forvaltningsmiljø i Møre og Romsdal	32
6.2.4. Årlig gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på minimum 10 prosent.....	34
7. Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for Møre og Romsdal Såkornfond virker inn på måloppnåelsen	38
7.1. Seleksjon.....	38
7.2. Kapitalstyring.....	39
7.3. Komplementære ressurser.....	40
7.4. Corporate governance.....	41
7.5. Exit	42
7.6. Organisering	42
7.7. Rammebetingelser og vilkår	44

7.7.1.	Utløse private midler.....	48
7.7.2.	Fylle gap frem til privat venture/bank investerer	48
8.	Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordning	49
9.	Vedlegg.....	51

Sammendrag

Møre og Romsdal Fylkeskommune har bedt om å få gjennomført en evaluering av Møre og Romsdal Såkornfond AS. I evalueringen inngår følgende elementer:

1. Avgrense og forstå begrepet "såkornkapital" og plassere kapitalformen inn i kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.
2. Vurdere behovet for såkornkapital med offentlig deltakelse i fylket
3. Vurdere i hvilken grad målene for Møre og Romsdal Såkornfond er nådd, herunder i hvilken grad fondet har:
 - Årlig gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på minimum 10 prosent
 - Bidratt til flere vekstbedrifter gjennom tilføring av tålmodig kapital og kompetanse
 - Bidratt til at vekstbedrifter vokser raskere
 - Utløst private midler
 - Fylt gap frem til privat venture/bank investerer
4. Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for Møre og Romsdal Såkornfond virker inn på måloppnåelsen
5. Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordning

Evalueringen er gjennomført av Menon Business Economics i første kvartal av 2013. Hovedfunnene oppsummeres i dette sammendraget. For en mer grundig gjennomgang viser vi til hovedrapporten.

Fondet står etter nesten seks år, mai 2007 til mars 2013, overfor to hovedutfordringer: 1) fondet har så langt levert en avkastning langt under pari og 2) antall investeringer er langt bak fondets opprinnelige målsetning om å ha en portefølje på 15 til 25 selskaper i Møre og Romsdal. Evalueringen må sees i lys av dette.

Avgrense og forstå begrepet såkornkapital

Vi definerer såkornkapital som «en investeringsform der man fokuserer på aktiviteter fra teknologien er relativt langt utviklet – men ikke ferdig – til de første forsøk på kommersialisering». En slik definisjon er i tråd med EVCAs definisjon, med et mulig unntak av at vår definisjon har en noe videre definisjon i retning av at såkornkapital også inkluderer foretak som har gjennomført sine første forsøk på kommersialisering av produktet. Denne definisjonen av såkornkapital er kun delvis overlappende med Møre og Romsdal Såkornfonds investeringsmandat. Møre og Romsdal Såkornfond skal fokusere på bedrifter som minimum har omsetning på 3 millioner kroner eller avklarte kontrakter om tilsvarende salg.

Vurdere behovet for såkornkapital med offentlig deltakelse i fylket

I fondets fem første leveår har Møre og Romsdal Såkornfond hatt utfordringer med at tilstrømningen av potensielt lønnsomme såkornbedrifter i fylket har vært lav. Det er mulig at det finnes markedsvikt i kapitalmarkedet for såkornkapital i Møre og Romsdal i form av asymmetrisk

informasjon, kunnskapseksternaliteter og lav likviditet, men hovedgrunnen til at det er lite investeringer i denne typen bedrifter synes å være at universet av relevante investeringscase er lite gitt fondets krav til forventet avkastning.

Måloppnåelse for Møre og Romsdal Såkornfond

Bidra til flere vekstbedrifter, og til at vekstbedrifter vokser raskere

Ved evalueringstidspunktet var det til sammen fem porteføljeselskap som hadde vært i porteføljen tilstrekkelig lenge til at det var meningsfullt å vurdere fondets betydning for selskapets vekst. Av de tre porteføljeselskapene som ikke allerede var etablerte selskaper i vekst på investeringstidspunktet, er det ingen som foreløpig har vist seg å bli sterke vekstbedrifter. Med nye unge selskaper i porteføljen og om lag halvparten av kapitalbasen igjen til nye investeringer og oppfølgingsinvesteringer har fondet imidlertid muligheter til å nå dette målet i fremtiden.

For de to porteføljeselskapene som allerede var i vekst før investeringstidspunktet, har utviklingen også vært positiv etter at fondet kom inn på eiersiden. Av disse to har det ene dokumentert en moderat jevn vekst, mens det andre nylig har inngått en større kontrakt som vil gi en god utvikling de kommende årene.

Minimum egenkapitalavkastning på 10 prosent

Fondet har en overordnet målsetning om å oppnå en årlig gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på minimum 10 prosent. Gitt at fondet kun er halvinvestert og kun en av investeringene er realisert er dette et vanskelig kriterium å vurdere på nåværende tidspunkt.

På evalueringstidspunktet ble to av porteføljeselskapene vurdert til å ha et meget godt avkastningspotensiale, ett forventet å ha god avkastningspotensiale, mens to ble vurdert til å ha meget lavt avkastningspotensiale. Det siste porteføljeselskapet ble exitert underveis i evalueringen med betydelige tap. Per første kvartal 2013 synes fondet å være godt under en minimumsmålsetning om 10 prosent årlig avkastning på egenkapitalen. Fondets evne til å oppnå målsetningen synes kritisk avhengig av at fondet gjennomfører vellykkede salg av de to porteføljebedriftene som per i dag har hatt en god utvikling.

Uten at det er gjort eksplisitte vurderinger av avkastningsmålet synes minimumskravet om avkastning på egenkapitalen på 10 prosent per år rimelig ut ifra et finasteoretisk perspektiv, om enn noe lavt gitt den høye risikoen i tidligfasesegmentet. I et historisk perspektiv for tidligfasefond synes imidlertid dette avkastningskravet relativt høyt da sammenlignbare europeiske venture-fondene i perioden 1980 til 2011 har hatt en gjennomsnittlig avkastning på 4,0 prosent per år. I motsetning til ordinære venture-fond har Møre og Romsdal Såkornfond subsidiert lånefinansiering hvilket skulle tilsi en høyere forventet egenkapitalavkastning.

Fylle gap frem til privat venture/bank investerer

Investeringsmandatet til Møre og Romsdal Såkornfond har full overlapp med de segmentene som andre venture fond investerer i. Blant de fleste av porteføljeselskapene har det også vært løpende inntekter før fondet gikk inn på eiersiden, slik at bankfinansiering enten allerede var inne i bildet, eller at bankfinansieringen kom på plass samtidig med at fondet gikk inn som deleiere. I de tilfellene hvor fondet har investert i såkornfasen har de til gode å vise at de kan bringe selskapet opp på et nivå hvor det er interessante investeringsobjekter for fond med en moden portefølje.

Utløse private midler

I alle porteføljebedriftene Møre og Romsdal Såkornfond har investert i er det enten andre private koinvestorer inne og/eller lånefinansiering. Sett i lys av at fremmedkapital synes relativt lett tilgjengelig i Møre og Romsdal er det vanskelig å vurdere i hvilken grad det er fondet som har bidratt til å få inn koinvestorer, eller om porteføljebedriften ville ha klart å skaffe kapital uansett. Hos de to bedriftene som per dags dato ligger an til å bli de mest vellykkede porteføljebedriftene argumenteres det for at de ville vært i stand til å skaffe til veie nødvendig kapital selv om ikke Møre og Romsdal Såkornfond hadde kommet inn som investor.

Blant foretakene i de tidligste fasene betoner tilgangen på fremmedkapital seg betydelig svakere. Møre og Romsdal ligger under landsgjennomsnittet med hensyn til såkorninvesteringer. Sannsynligheten for at Møre og Romsdal Såkornfond har bidratt til å utløse private kapital er her betydelig større enn til de mer modne porteføljeselskapene.

Utvikle et profesjonelt forvaltningsmiljø i Møre og Romsdal

Rådgivningen av Møre og Romsdal Såkornfond AS utføres i samarbeid mellom miljøene Sydvestor i Ulsteinvik og Norcorp i Kristiansund. Ved fondets etablering i 2007 var Sydvestor allerede et godt kjent investeringsrådgivningsselskap i regionen med ansvar for forvaltning av en kapitalbase på om lag 500 millioner kroner og som hadde dokumentert gode resultater fra forvaltningen av fondet Sydvestor Vækst. Inntektene fra forvaltningen av Møre og Romsdal Såkornfond utgjør en liten andel av deres samlede omsetning.

For Norcorp utgjør forvaltningshonoraret en betydelig andel av selskapets inntekter. Slik sett kan man si at fondet har vært viktig for å bygge et kapitalforvaltermiljø på Nordmøre. Nesten seks år etter fondets etablering er Norcorps rådgivningsaktivitet i all hovedsak knyttet til arbeidet de utfører for Møre og Romsdal Såkornfond, i tillegg til Bølgen Invest AS som de har hatt ansvar for siden 2004. Forvaltningen av Møre og Romsdal Såkornfond synes således ikke å ha medført en betydelig styrking av kapitalforvaltningsmiljøet i Kristiansund utover forvaltningen av fondet i seg selv.

Hvordan organisering og rammebetingelser virker inn på måloppnåelsen og evaluators forslag til endringer

Foruten organiseringen og rammebetingelsene til fondet har det også blitt gjort en vurdering av rådgivernes eierkompetanse langs dimensjonene: seleksjon, kapitalstyring, corporate governance, komplementære ressurser og exit.

Målt opp mot målsetningen har Møre og Romsdal Såkornfond hittil investert i for få bedrifter og det har vist seg at de heller ikke har vært i stand til å selekere de mest lønnsomme tidligfasebedriftene. Som følge av dette ble det høsten 2012 lagt en handlingsplan for fondet som i korte trekk innebar at man skulle øke investeringstakten og rette fokuset mot små og mellomstore bedrifter. Med et slikt mandat beveger man seg imidlertid langt bort fra såkornsegmentet og inn i et bedriftssegment det er lite som tyder på at fylket har noe kapitalmangel. Dersom fondet skal spille en rolle med hensyn til å dekke et kapitalbehov i fylkets næringsliv bør mandatet rettes mot bedriftene i tidlig fase.

Forvalterne av Møre og Romsdal Såkornfond har solid strategisk og finansiell kompetanse og et sterkt nettverk innen maritime og marine miljøer i regionen. Dette nettverket har bidratt til å skaffe kapital og kunder til bedriftene. Forvalterne har så langt ingen vellykkede exits å vise til. I forbindelse med investeringsprosessen til hvert enkelt porteføljeselskap er det blitt gjennomført drøftinger av exit-strategier, men det synes som om det mangler et systematisk og målrettet arbeid mot salg av porteføljeselskapene utover dette. Manglende fokus på exit er overraskende med tanke på hvor viktig periodiseringen av salg er for å nå avkastningskravet. Her vil det være avgjørende at forvalterne starter et mer proaktivt og systematisk arbeid for å kunne realisere porteføljebedriftenes reelle verdi ved salg.

Hovedutfordringen med organiseringen av fondet er knyttet til todelingen av forvaltningen. Per i dag er det slik at de fleste av porteføljeselskapene er kommet gjennom Sydvestors nettverk samtidig som Sydvestor har hovedansvar for oppfølgingen av porteføljeselskapene gjennom styrearbeid. Forvaltningshonoraret fordeles imidlertid likt mellom investeringselskapene uavhengig av rolle- og arbeidsfordelingen i investeringsmiljøene i mellom. For å sikre at forvalterne blir insentivert etter det arbeidet de legger inn og for å unngå gnisninger i miljøene imellom foreslår vi at det utarbeides en insentivstruktur som oppfattes som rettferdig og god internt i Bølgen og Sydvestor AS.

Etterslep på investeringsaktiviteten medfører at forvalternes kompensasjon er usynkronisert med det arbeidet som forventes gjennom investeringer og salg av porteføljeselskap. Dette vil gjøre utslag i at forvalternes arbeidsbelastning i en periode fremover vil være økende samtidig som det årlige forvaltningshonoraret reduseres. Desto viktigere blir det at honoraret fordeles rettferdig mellom miljøene.

En annen type utfordring med dagens organisering er at forvalterne har flere roller inn mot fondet. Den mest opplagte potensielle interessekonflikten er at Sydvestor har hatt rollen som tilrettelegger i forbindelse med et av porteføljeselskapene som Møre og Romsdal Såkornfond har investert i. I følge forvalter vil en begrensning på Sydvestors rolle som tilrettelegger i transaksjoner hvor Møre og Romsdal Såkornfond er involvert kunne bidra til å redusere fondets dealflow. Vår anbefaling er likevel at denne typen rolleblandinger bør unngås i fremtiden for at det ikke skal kunne stilles spørsmål ved forvalternes agenda.

Ved tilbakebetaling av kapital i forbindelse med fremtidige exiter fra porteføljen skal fremmed- og egenkapitalen betales tilbake i henhold til deres andel av kapitalbasen (45/55). Gitt fondets nåværende situasjon, hvor flere av porteføljeselskapene har hatt en dårlig utvikling, er det viktig å

være klar over at dette kun gjelder dersom fondets egenkapital blir vurdert å være tilstrekkelig stor. Dersom tapene overgår størrelsen på egenkapitalen vil man etter loven ikke har mulighet til å betale tilbake til aksjonærene. For Fylkeskommunen som långiver er det her viktig å være klar over at dersom fondet har en tilstrekkelig dårlig utvikling kan en situasjon inntreffe hvor aksjonærene får tilbake deler av sin innskutte egenkapital samtidig som Fylkeskommunen ved fondets terminering kan ende opp med å tape deler av sin ansvarlige lånekapital.

1. Introduksjon

Denne evalueringen av Møre og Romsdal Sårkornfond AS er utført av Menon Business Economics på oppdrag for Møre og Romsdal fylkeskommune. Evalueringen er gjennomført i løpet første kvartal 2013.

Møre og Romsdal Sårkornfond AS ble opprettet i mars 2007. Målet med fondet var å tilføre små og mellomstore bedrifter i Møre og Romsdal langsiktig egenkapital, kompetanse og nettverk som kan være utløsende for å realisere bedriftenes vekst- og lønnsomhetspotensiale, herunder gå inn i innovative prosjekt i en tidlig utviklingsfase.

Fondets kapitalbase er på 165,1 millioner kroner. Av dette er 75 millioner kroner et låneramme fra Møre og Romsdal fylkeskommune. Forventet avkastning på egenkapitalen er 10 % per år.

Målgruppen for fondets investeringer er todelt. Gruppe 1 er små bedrifter (færre enn 50 ansatte og omsetning i intervallet 3-80 millioner kr). Gruppe 2 er større bedrifter (færre enn 250 ansatte og omsetning i intervallet 80-400 millioner kr). For begge grupper gjelder det at selskapene skal være frittstående resultatenheter og ligge i Møre og Romsdal fylke. Her er det tilstrekkelig at foretaket har eksempelvis sine produksjonsfasiliteter lokalisert i Møre og Romsdal. Selskapet skal være i oppstarts- eller ekspansjonsfasen. Selskap i gruppe 2 som er i ekspansjonsfasen må ligge i det distriktpolitiske virkemiddelområde.

Selskapet Bølgen og Sydvestor AS er rådgiver for fondet. Rådgiverne yter investeringsrådgivning og forestår den løpende administrasjon av fondet. Fondet blir ledet av et styre på 5 personer, valgt av generalforsamlingen i fondet.

Denne midtveisevalueringen har som oppgave å vurdere fondet opp mot de målsetningene som ble satt ved etableringen av fondet. Før vi går inn på resultatene fra evalueringen (kapittel 3 til kapittel 8) omtaler vi i neste kapittel kort evalueringens hovedproblemstillinger og hvilke metoder som anvendes for å belyse de.

2. Modell for evalueringen og metodikk

I dette kapitlet går vi først gjennom evalueringens hovedproblemstillinger før vi introduserer evalueringsmodellen og metodikken vi benytter oss av.

2.1. Hovedproblemstillinger

Evalueringen som følger dokumenterer og vurderer forhold knyttet til følgende hovedproblemstillinger:

1. Avgrense og forstå begrepet "såkornkapital" og plassere kapitalformen inni kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.
2. Vurdere behovet for såkornkapital med offentlig deltakelse i fylket
3. Vurdere i hvilken grad målene for Møre og Romsdal Såkornfond er nådd, herunder Møre og Romsdal fylkeskommune sine mål for å gå inn i fondet
4. Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for Møre og Romsdal Såkornfond virker inn på måloppnåelsen
5. Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordning

Under punkt tre hører det med at fondet har en målsetning om at aksjonærene over fondets levetid skal få en avkastning som tilsvarer en årlig avkastning på 10 prosent per år. Under punkt 3 hører det også med at fondet skal:

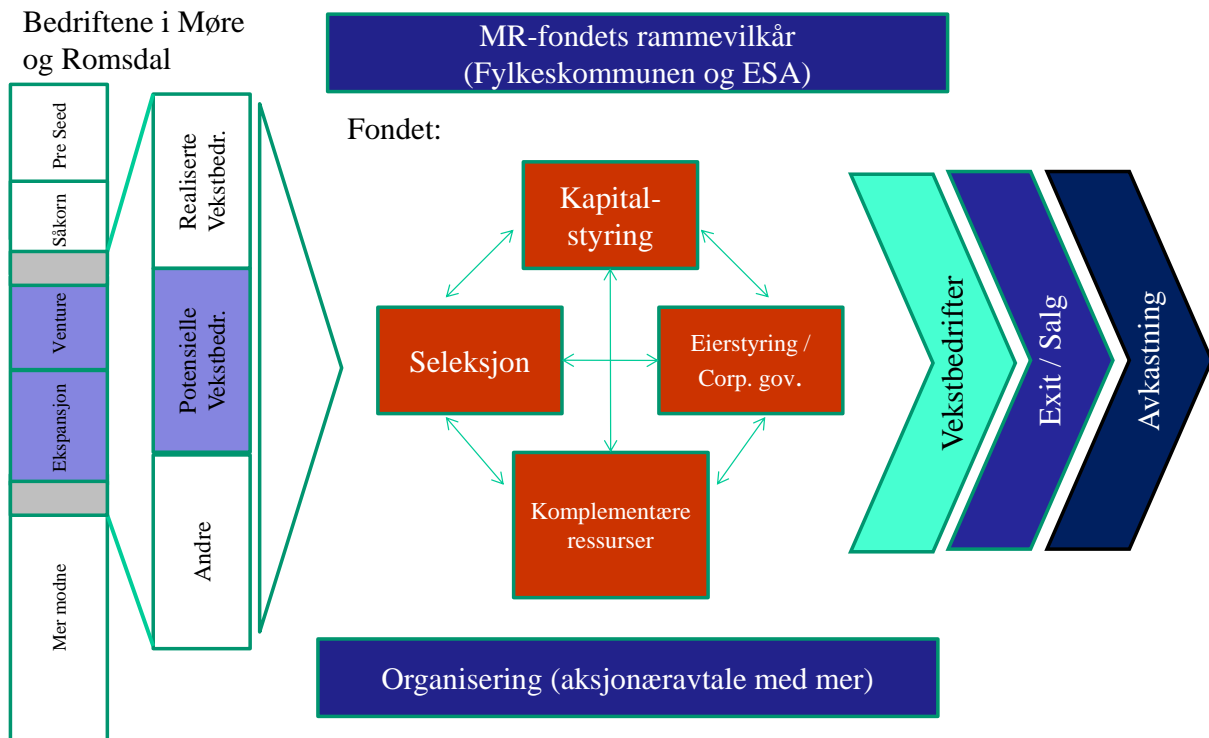
- Bidra til flere vekstbedrifter gjennom tilføring av tålmodig kapital og kompetanse
- Bidra til at vekstbedrifter vokser raskere
- Utløse private midler
- Fylle gapet frem til privat venture/bank finansiering
- Utvikle et profesjonelt forvaltningsmiljø i Møre og Romsdal

Disposisjonen til rapporten følger disse problemstillingene. I neste delkapittel presenteres den overordnede modellen som blir brukt for å belyse evalueringens problemstillinger.

2.2. Overordnet evalueringsmodell

Ettersom evalueringen berører et stort antall problemstillinger som er nært relatert finner vi det hensiktsmessig å organisere evalueringen i henhold til en overordnet modell. Modellen er beskrevet i Figur 1 Analysemodellen som anvendes i evalueringen.

Figur 1 Analysemodellen som anvendes i evalueringen



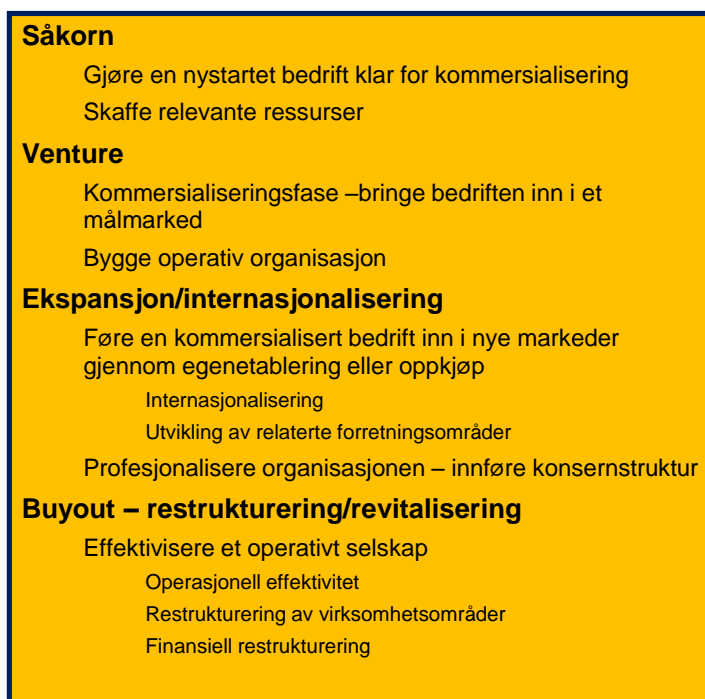
Kilde: Menon Business Economics

Modellen kan forklares på følgende vis:

Bedriftens modenhet

Søylen lengst til venstre i figuren illustrerer beholdningen av alle bedrifter i Møre og Romsdal. Disse er så delt inn etter modningsnivå. Øverst finner vi de absolutt yngste og minst modne bedriftene, som er kategorisert som pre-såkorn eller pre-seed. Dette er bedrifter som har kommet så kort i sin utvikling at de ikke egner seg som investeringsobjekter for såkornfond. Nedenfor finner vi det vi definerer som såkornbedrifter. Dette er bedrifter som har kommet noe lenger i modningsgrad, og disse inngår i målgruppen for såkornfondet. For Møre og Romsdal Såkornfond AS vil også bedrifter i den såkalte venturfasen (del av gruppe 1) og ekspansjonsfasen være aktuelle (Gruppe II). Evalueringens første spørsmål knytter seg nettopp til å drøfte hvor grensen mellom disse tre gruppene av bedrifter skal trekkes.

Figur 2 Menons operasjonelle definisjon av bedriftens ulike faser



Behov for kapital og kompetanse

Den neste søylen i figuren fokuserer på de bedriftene som faller inn under fondets mandat. Blant disse vil vi finne bedrifter som har et betydelig vekstpotensial og som i stor grad klarer å skaffe nødvendig kapital for utvikling og vekst på egenhånd i det private kapitalmarkedet. Disse har vi kalt realiserte (eller realiserbare vekstbedrifter). Under denne kategorien finner vi bedrifter med vekstpotensial, men som sliter med å hente inn den nødvendige kapitalen i markedet for tidligfasekapital. Det er ikke nødvendigvis bare finanskapital som mangler. Ofte kobler investorer finanskapital med forretningsmessig kompetanse som unge vekstbedrifter gjerne mangler. Koblingen av ren finanskapital og ulike typer eierkompetanse danner grunnlaget for begrepet kompetent eller aktiv kapital. Den siste gruppen av bedrifter under går betegnelsen "andre" og samler de bedriftene som ikke har noe tydelig vekstpotensial. Dette er ofte levebrødforetak med lav eller ingen vekst, eller foretak som over tid vil nedlegges ettersom det kommersielle potensialet ikke er til stede. I evalueringens andre spørsmål er vi opptatt av behovet for kapital med offentlig medvirkning i Møre og Romsdal. Med andre ord søker vi å belyse hvor mange bedrifter som faller inn under gruppen potensielle vekstbedrifter. Dette tilsvarer hovedproblemstilling 2 i evalueringen.

Fondets rammeverk og organisering

Møre og Romsdal Såkornfond AS er plassert midt i figuren. Dets evne til å oppnå de mål som fondets eiere og myndighetene har satt, er dels en funksjon av forvalternes kompetanse og hvordan de

arbeider, og dels avhengig av hva slags retningslinjer og rammevilkår fondene opererer under fra fylkeskommunen. I tillegg blir forvalternes handlingsrom styrt av aksjonæravtalen mellom fondets eiere og fondets forvaltere. I figuren er dette illustrert ved at fondene er innrammet på over- og undersiden av disse vilkårene. Dette er hovedproblemstilling 4 i evalueringen.

Fondets 4 roller

En av de viktigste rollene som såkornfondet skal fylle knytter seg til det å velge ut riktige porteføljeselskap blant såkornbedriftene, såkalt seleksjon. Fondene kan i prinsippet selektere ut fra alle de tre typene selskap. Velges de realiserte vekstbedriftene, så er det et betydelig potensial for at investeringen blir en suksess, men samtidig investeres det da i en bedrift som ville fått kapital og eventuelt kompetanse fra en annen eier. Med andre ord fortrenger fondet annen privat eierkapital. Dersom fondene velger å investere i kategorien «andre bedrifter», vil man vanskelig frembringe vekstbedrifter. Dermed oppnår man ikke fondenes målsetting. Seleksjonen bør derfor i størst mulig grad rette seg mot de potensielle vekstbedriftene (gruppe 1), eventuelt bedriftene som har hatt vekst opp til et visst nivå, men som sliter med å tiltrekke seg den ekstra kapitalen for ta foretaket videre til neste nivå (gruppe 2). Dette er en del av evalueringens hovedproblemstilling nummer 3.

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

Den mest opplagte rollen til såkornfondene er å tilføre kapital til bedrifter og investeringsprosjekter, med andre ord å styre kapital til bedriftene. Denne rollen er også kompetansekrevene. Forvalterne må tilføre kapital i riktige doser til riktig tid, slik at tiden fra utvikling til marked blir kortest mulig, samtidig som kostnadene holdes så lave som mulig. Rollen som kapitalstyrer skal med andre ord bidra til økt innovasjon og veksttakt. Fondet skal også bidra til å utløse mer private investeringer gjennom å få med koinvestorer i porteføljeselskapet.

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

Den fjerde rollen, som på sitt beste skiller de aktive eierfondene fra andre eiere, dreier seg om å tilføre bedriftene kompetanse, relasjoner, nettverk og andre ressurser som kreves for å lykkes i markedet. Vi kaller dette for komplementære ressurser. Dyktige eiere/fondsforvaltere kommuniserer

tett med ledelsen i porteføljebedriftene og tilfører relevante nettverk og ulike former for forretningskompetanse (markedsføring, finans, strategi, teknologi, logistikk og internasjonalisering) når det er behov for dette.

Pilene mellom de fire rollene i figuren ovenfor fremhever at de fire eierrollene ikke er uavhengig av hverandre. Blant annet vil vurderingen av hvilket selskap som vil være en lønnsom investering i stor grad avhenge av hvordan man kan styre kapitalen og hvilke komplementære ressurser fondsforvalterne selv besitter. For å oppnå god avkastning er mestring av alle disse fire eierrollene avgjørende, jamfør fondets målsetning om gjennomsnittlig årlig avkastning på 10 prosent over fondets levetid. Dette er også en del av vurderingen i evalueringens hovedproblemstilling nummer 3, og da særlig Møre og Romsdals første målsetning for fondet.

Fra vekstbedrift til salg og avkastning

Målsettingene bak såkornfondet knytter seg primært til at det stimuleres til økt satsning på bedrifter med stort vekstpotensial. Dersom fondet klarer å fylle de fire eierrollene, vil resultatet nettopp kunne ende opp i et større antall vekstbedrifter. I denne sammenheng bør det nevnes at myndighetenes målsetting avviker fra de private eiernes hovedmålsetting. De private aksjonærene har normalt avkastning som målsetting. Gjennom å tilby rimelig lånfinansiering til fondet håper man imidlertid å kombinere disse to målsetningene.

Såkornfondets avkastning til eierne er avhengig av at fondet klarer å gjennomføre lønnsomme salg av sine aksjeandeler i porteføljeselskapene. Lønnsomme salg av bedrifter krever normalt at bedriften har vist solid vekstevne over tid, eller i det minste evne til å utvikle produkter eller prosesser som lett kan bringes ut i markedet. I tillegg må fondsforvalterne besitte solid kompetanse knyttet til det å finne potensielle kjøpere av bedriftene og gjennomføre et lønnsomt salg. Vi betegner dette som exit-kompetanse. Uten denne kompetansen er det sannsynlig at fondet ender opp med lav avkastning på en rekke bedrifter med solid fremtidig vekst. Ettersom Møre og Romsdal Såkornfond AS akkurat er ferdig med den initiale investeringsfasen, og kun er om lag en tredjedel av sin fulle alder før terminering, er det prematurlig å gjøre en full evaluering av fondets avkastning. Det er imidlertid fullt mulig å gjøre solide vurderinger knyttet til hva forventningene til fondets avkastning er per i dag sammenlignet med avkastningsmålet som ble oppgitt ved fondets etablering. Dette er en del av evalueringens 3. hovedproblemstilling.

2.2.1. Evalueringsmetodikk – intervjuobjekter og kvantitative undersøkelser

Evalueringen er basert på innhenting av erfaringer og synpunkter fra involvert parter gjennom intervjuer med:

1) Forvalter

- To separate stedlige intervjuer med forvalterne fra hvert av distriktskontorene til Bølgen og Sydvestor AS, hhv. Sydvestor AS i Ulsteinvik og Norcorp i Kristiansund
- Hvert av intervjuene var på om lag halvannen time.

2) Porteføljeselskapene

- Separate intervjuer med daglig leder i hver av porteføljebedriftene. To av intervjuene var stedlige, de øvrige ble gjennomført per telefon.
- Varighet på intervjuene var i gjennomsnitt om lag 45 minutter.

3) Styreleder i fondet

- Stedlig intervju
- Varighet på om lag 45 minutter.

4) Fylkeskommunen (kreditor)

- Stedlig intervju med tre representanter fra fylkeskommunen.
- Varighet på om lag halvannen time.

Full oversikt over intervjuede personer i forbindelse med evalueringen er vedlagt i eget tabell-appendiks.

Det har også blitt gjennomført en survey-undersøkelse blant investorene i fondet. Av 31 aksjonærer var det 14 respondenter hvilket gir en svarprosent for spørreundersøkelsen på 45 prosent¹.

Det har også blitt gjennomført en såkalt «close to selection»-undersøkelse blant 10 bedrifter som har vært oppe til vurdering av fondet mht. investering, men som fondet ikke har gått inn i.

Forvalterne i Bølgen og Sydvestor AS har vært svært hjelpelige med å fremskaffe kontaktinformasjon til personer med relevans for evalueringen. Vi har også mottatt et eget notat av forvalter med gjennomgang av evalueringens hovedpunkter.

Intervjuene ble gjennomført i perioden 12. februar til 8. mars 2013.

I tillegg til kvalitativ data hentet inn gjennom intervju- og spørreundersøkelser har vi anvendt Menons omfattende databaser over bedriftsregnskap, aksjonærregistre og private equity investeringer i Norge til å belyse tilstanden i tidligfasekapitalmarkedet i Møre og Romsdal.

¹ Bølgen Invest AS, Sydvestor AS og Bølgen og Sydvestor AS er alle investorer i fondet men ble utelatt fra spørreundersøkelsen grunnet deres inhabilitet som forvalter av fondet.

3. Såkornkapital og dets rolle i kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.

I dette kapitlet går vi nærmere inn og definerer begrepet såkornkapital og denne kapitalformens rolle i kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling. Videre diskuterer vi Møre og Romsdal Såkornfonds investeringsmandat i lys av vår definisjon på såkornkapital.

I forrige kapittel berørte vi den operasjonelle definisjonen av såkornkapital i boksen.

3.1. Avgrensning av begrepet såkornkapital

Det finnes ikke noen enhetlig felles forståelse av begrepet såkornkapital i Norge eller internasjonalt. Det nærmeste man kommer i så forstand er European Venture Capital Associations (EVCA) sin definisjon som blir brukt av venture-forvalterne i kategorisering av fondenes aktiviteter. Definisjonen er gjengitt i tabellen nedenfor og plasserer såkornkapital tidligst i kjeden av modenhet innen kapitalmarkedet for tidligfasekapital:

EVCAAs definisjoner av tidligfasekapital (fritt oversatt fra engelsk til norsk av Menon)

Begrep	Definisjon
Såkorn	Finansiering av FoU, produktutvikling og initiale konsepter før virksomheten har nådd en oppstartsfasen.
Start-up	Kapital gjort tilgjengelig for selskaper som driver produktutvikling og initial markedsføring. Selskapene kan være i en fase der bedriften etableres eller har vært etablert over noe tid. Bedriften har ennå ikke solgt produktet kommersielt.
Annen tidligfase	Kapital gjort tilgjengelig til selskaper har ferdigstilt produktutviklingsfasen og som har behov for ytterligere kapital for å komme få på plass kommersiell produksjon og salg.
Later stage venture	Finansiering for ekspansjon av et operativt selskap. Selskapet kan både ha negative og positive driftsresultat. Typisk vil dette være investering i et selskap som allerede har mottatt finansiering fra venture fond tidligere.
Growth capital	Minoritetsandel i relativt modne selskap som søker kapital til å ekspandere eller restrukturere sin virksomhet, gå inn i nye markeder eller finansiere et betydelig oppkjøp uten å miste eierskapskontrollen over selskapet. Growth capital er som regel den første gangen som selskapet har mottatt finansiering fra private equity fond.

Kilde: EVCA

EVCAAs definisjon av såkornkapital retter seg mot den tidligste fasen i en FoU-orientert bedrifts liv. Det er ikke en gang et krav at aktiviteten er organisert i en selskapsstruktur. Denne definisjonen forholder seg dog ikke til begrepet pre-såkorn som gjerne anvendes på kapital rettet mot FoU i en tidlig fase, gjerne utført ved universiteter og høyskoler.

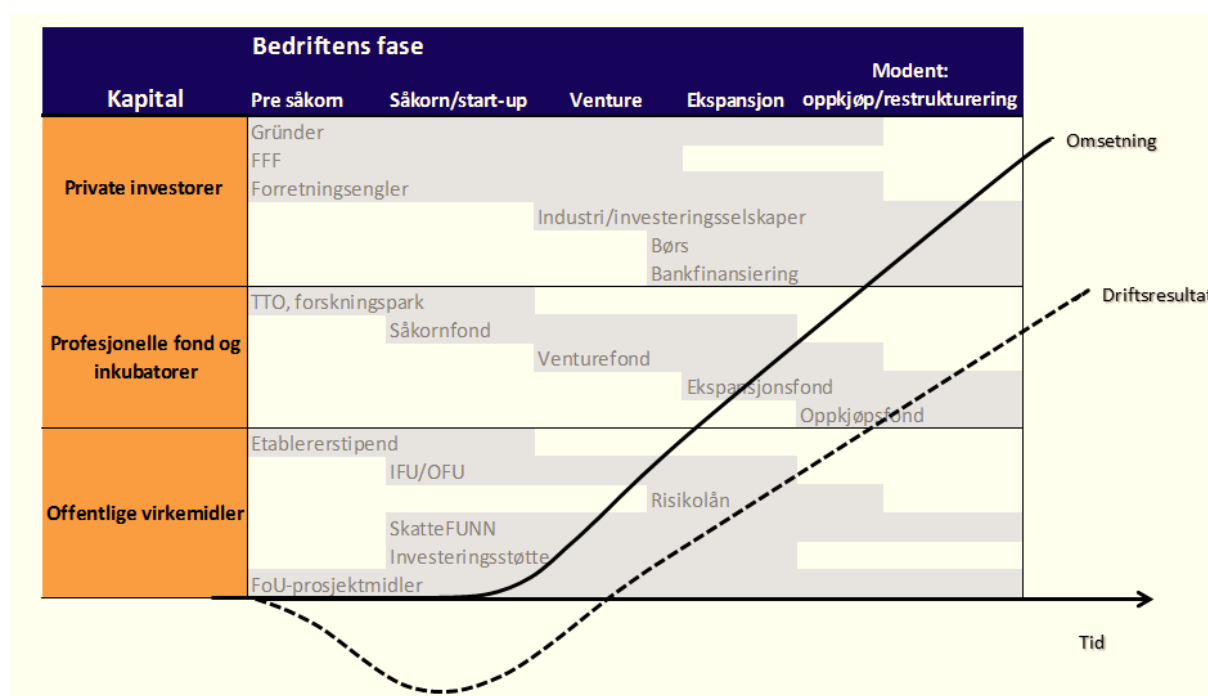
I forbindelse med evalueringen av såkornfondene med ansvarlig lånekapital fra Innovasjon Norge i 2009 ble det spurt hva aksjonærene i fondene la i begrepet såkornkapital. Deres svar gikk i retning av at også noe mer modne prosjekter lå innunder såkornbegrepet. Et viktig moment er imidlertid at det som skiller såkorn fra venture er at det også er en tung teknologisk risiko inne i bildet i tillegg til markedsrisiko.

Et hensiktsmessig og anvendelig perspektiv, som også ble lagt til grunn i såkornevalueringen fra 2009, er å betrakte såkornkapital som «en investeringsform der man fokuserer på aktiviteter der teknologien er relativt langt utviklet – men ikke ferdig – til de første forsøk på kommersialisering». En slik definisjon er etter vår mening i tråd med EVCAAs definisjon, med et mulig unntak av at det er noe løsere krav mht. at det ikke kan ha vært en kommersialisering av produktet. Vår tolkning legger til grunn at det kan ha vært forsøk på kommersialisering, men at produktet i sin nåværende form ikke er formet slik at det er helt klart for oppskalering i produksjon. Denne definisjonen av såkornkapital passer også med illustrasjonen av tilgjengelige kapitalkilder betinget på bedriftens fase.

3.2. Såkornkapitalens rolle i kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling

Figur 3 Illustrasjon av teknologibedriftens løp fra prosjekt til moden bedrift sett i lys av tilgjengelige kapitalkilder nedenfor plasserer såkornkapital i sammenheng med bedriftens utviklingsfaser over tid (x-akse) og aktører i kapitalmarkedet for aktive eiere i Norge (y-akse). Figuren illustrerer hvordan teknologibedrifter/prosjekter typisk har en utviklingsfase før produktet kommersialiseres. Her er det ingen salgsinntekter samtidig som man ofte ser økende driftsunderskudd. Dette omtales ofte som dødens dal, og er som navnet tilsier en kritisk fase i bedriftens livssyklus. Såkornkapital investeres typisk i det man ser tydelige tegn til en lovende teknologi med et betydelig kommersialiseringspotensiale, men før bedriften har betydelige inntekter fra det aktuelle produktet eller tjenesten. Såkornfond går typisk hånd i hånd med offentlige virkemidler som industrielle eller offentlige forsknings- og utviklingskontrakter (IFU/OFU) fra Innovasjon Norge eller SkatteFunn fra Forskningsrådet.

Figur 3 Illustrasjon av teknologibedriftens løp fra prosjekt til moden bedrift sett i lys av tilgjengelige kapitalkilder



Kilde: Menon Business Economics

3.3. Kategorisering av investeringsmandatet til Møre og Romsdal Såkornfond AS

Fra informasjonsmemorandumet som ble utarbeidet i forbindelse med etableringen av Møre og Romsdal Såkornfond AS er det oppgitt at fondet kan investere i følgende to typer bedrifter:

Gruppe I:

- Eierandel i området 34-49% for å få reell innflytelse og styrerepresentasjon
- Selskapet befinner seg i oppstarts- eller ekspansjonsfasen
- Selskaper med begrenset omsetning (i størrelsesorden NOK 3-80 millioner) og/eller selskaper med dokumenterte avtaler som kan gi tilsvarende omsetning etter oppstart
- Typisk tidshorison for investeringen vil være 7-10 år
- Selskapene skal være frittstående resultatenheter, men vil ofte ha behov for styrkelse av egen operativ ledelse
- Under 50 ansatte
- Beliggende i Møre og Romsdal fylke

Gruppe II:

- Eierandel i området 10-40% for å få reell innflytelse og styrerepresentasjon
- Selskapet befinner seg i oppstarts- eller ekspansjonsfasen
- Selskaper med omsetning i størrelsesorden NOK 80-400 millioner (maks € 50 millioner)
- Typisk tidshorison for investeringen vil være 5-8 år
- Selskapene skal være frittstående resultatenheter med egen operativ ledelse
- Under 250 ansatte
- Liggende i distriktspolitisk virkeområdet i Møre og Romsdal fylke

Generelt kan man si at gruppe 1 korresponderer med EVCAs definisjon av «start up» og «annen tidligfase», mens gruppe II passer bedre med definisjonen på «later stage venture» og «growth capital».

Følger man EVCA definisjon på såkornkapital vil hverken gruppe I eller gruppe II passe med denne. Legger man heller til grunn definisjonen om såkornkapital som «en investeringsform der man fokuserer på aktiviteter fra teknologien er relativt langt utviklet – men ikke ferdig – til de første forsøk på kommersialisering» vil gruppe 1 kunne inkludere de «mest modne» såkornbedriftene.

Ser man investeringskriteriene for gruppe 1 i lys av figuren for kapitalmarked/bedriftsfase ser vi også at mandatet er svakt overlappende med hvor man tradisjonelt finner såkornfondene og sterkt overlappende med der man finner venture-fondene samt en del industrielle aktører. Dette passer også med inntrykket vi har fått av forvalterne med hensyn til hvilke miljøer de konkurrerer med om de gode casene i Møre og Romsdal.

Når det gjelder gruppe 2 passer den godt med ekspansjonsfasen, slik den er plassert i

Figur 3. Her konkurrerer man i tillegg med mer modne fond og investeringselskaper, og til tider, større internasjonale ekspansjonsfond samt lånefinansiering fra bank.

I forbindelse med at Ivar Kvangardsnes tok over som daglig leder i Bølgen og Sydvestor AS for Frede Uldbæk ble en tiltaksplan for Møre og Romsdal Sårkornfond godkjent høsten 2012. Tiltaksplanen innebar at man skulle fokusere på investeringer i små og mellomstore bedrifter med løpende kontantstrøm og tone ned fokus på sårkorn-case med mindre disse kunne vise til inngåtte kontrakter, driftsmessig erfaring og for øvrig tilfredsstilte de utvidede investeringskriteriene. Generelt ble det bestemt at man skulle fokusere på bedrifter med begrenset kapitalbehov, stor oppside og begrenset nedside. Denne dreiningen i fokus trekker fondet bort fra det man tradisjonelt betegner som sårkorn og over i senfase-venture.

4. Fondets organisering og rammevilkår

I dette kapittelet går vi inn på hvordan fondet er organisert og under hva slags rammebetingelser det opererer. Det er nødvendig å gjøre dette først for etterpå å kunne vurdere fondets grad av måloppnåelse gitt organiseringen og rammebetingelsene.

Organiseringen og forvaltningen av fondet er elementer som fondets ledelse, styre og aksjonærer råder over, mens rammevilkårene er lagt fra Fylkeskommunen og særlig EU/EØS-lovgivningen sin side. Forhold knyttet til organisering og rammevilkår er angitt i informasjonsmemorandumet som ble utarbeidet i forbindelse med etablering av fondet. Dette er informasjon som ligger til grunn for aksjonæravtalen mellom investorene og fondet, låneavtalen mellom Fylkeskommunen og fondet og rådgivningsavtalen mellom Bølgen og Sydvestor AS og fondet. I tillegg har vi hentet inn informasjon fra ESAs notifisering av fondet, samt fra fondets egne hjemmesider og gjennom intervjuer med de involverte partene.

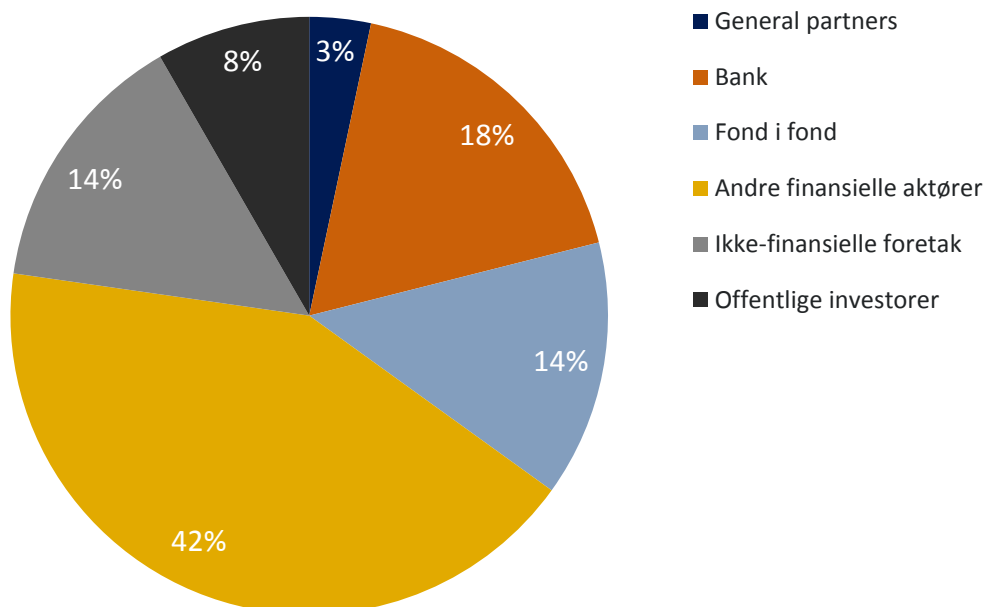
4.1. Organisering

Møre og Romsdal Sårkornfond AS ble etablert i 2007 med en forventet varighet på 15 år. Kapitalbasen til fondet er på 165,1 millioner kroner. Av dette utgjør 90,1 millioner kroner aksjonærenes investerte kapital, mens 75 millioner kroner er ansvarlig lånekapital fra Møre og Romsdal Fylkeskommune. Sammensetningen av lån og egenkapital i fondene gir de private eierne en potensiell gearing-effekt på sine investeringer, dersom fondene skulle oppnå positiv avkastning utover renten.

Organisering av investorene

Til sammen er det 33 investorer i fondet, de aller fleste med en klar regional forankring. Figur 4 nedenfor illustrerer investorsammensetningen i fondet.

Figur 4 Fordeling av investorene i Møre og Romsdal Sårkornfond AS på type og eierandel



Figuren viser at banker og andre finansielle aktører utgjør 60 prosent av investorene i fondet. Legger man til Bølgen Invest AS, som er et fond i fond, står finansielle foretak for 74 prosent av investeringene. Det er imidlertid også flere regionalt forankrede bedrifter som er representert blant investorene. Disse har en eierandel på til sammen 14 prosent. Haram kommune representerer den offentlige eierandelen. Med general partners (GP) mener vi forvalternes egne investeringer i fondet som utgjør til sammen 3,3 prosent av investeringene i fondet. At forvalterne også har en eierandel i fondet er en viktig del av private equity-modellen, hvorav tankegangen er at forvalterne skal være i samme båt som de øvrige investorene i fondet (limited partners - LP).

De til sammen 90,1 millionene som skal investeres i fondet hentes inn fra aksjonærene i transjer fordelt utover i tid. Styret står i prinsippet fritt til å fastsette tidspunktet for hver transje samt størrelsen på denne, daglig leder i fondet skal imidlertid gi investorene skriftlig melding minst to uker før innbetaling skal skje. Av for sent innbetalte beløp svares forsinkelsesrente tilsvarende 12 % per år. Avvik fra hvordan transjene ble forespeilet i informasjonsmemorandumet skal opp i generalforsamling.

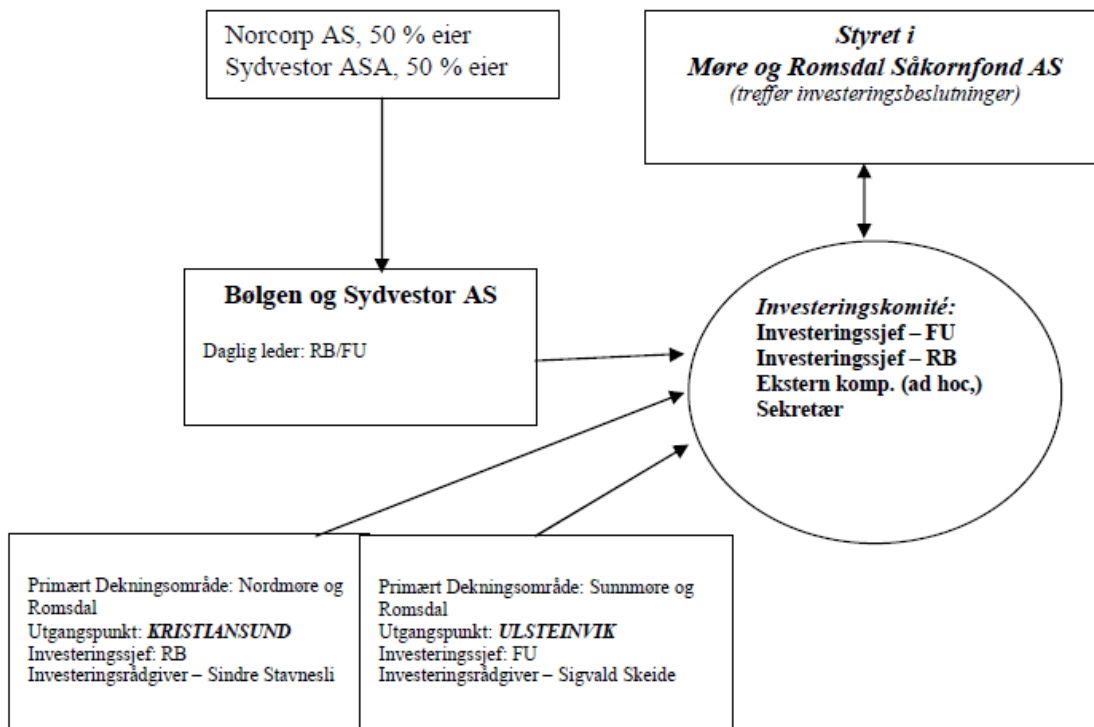
Organisering av forvaltningen

Møre og Romsdal Såkornfond forvaltes av rådgivningsselskapet Bølgen og Sydvestor AS. For forvaltningsarbeidet utbetaler fondet et honorar på 2,25 prosent av kapitalbasen, korrigert for utbetalinger til investorer og nedskrivninger. Utover dette vil det bli utbetalt et suksesshonorar til forvaltningsselskapet (såkalt carried interest), tilsvarende 20 prosent av all meravkastning som overstiger 12 mnd. norsk interbankrente (NIBOR) pluss 0,5 prosent. Dette rentenivået betegnes gjerer som hurdle-raten. En av utfordringene med forvaltningen av denne typen fond er at det har en lang varighet som ofte går utover hva som i dag anses som en vanlig varighet på et ansettelsesforhold i arbeidsmarkedet. Eventuelle suksesshonorarer til forvalter utover carried

interest skal derfor fastsettes av styret sammen med et uavhengig verdipapirforetak etter henholdsvis 5 og 10 år. Ved vurdering etter 5 år ble det ikke utdelt carried interest til forvalterne.

I informasjonsmemorandumet er det angitt følgende illustrasjon over organiseringen av rådgiverselskapet Bølgen og Sydvestor AS som ble opprettet i forbindelse med etableringen av Møre og Romsdal Såkornfond AS.

Figur 5 Organisering av rådgiverselskapet Bølgen og Sydvestor AS ved etablering



Kilde: Sydvestor AS, FU – Frede Ulbæk, RB - Reidar Bjerkestrand

Som det går frem av illustrasjonen i Figur 5 er rådgivningsselskapet til fondet - Bølgen og Sydvestor AS - eid 50 prosent hver av investeringsrådgivningsselskapene Sydvestor AS og Norcorp AS.

Hvert av forvaltningsmiljøene har to personer som arbeider med forvaltningen. Disse personene er ikke ansatt i direkte i rådgivningsselskapet, men hos hhv. Sydvestor AS og Norcorp AS. Basert på informasjon fra intervjuene med forvalterne fordeles inntektene fra forvaltningen av fondet likt mellom de to miljøene.

Møre og Romsdal er gjerne betegnet som et «trefogderi» bestående av tre regioner: Nordmøre, Romsdal og Sunnmøre. Sydvestor AS er basert i Ulsteinvik og har Sunnmøre og Romsdal som sitt primære dekningsområde. Norcorp har sine kontorer i Kristiansund og har Nordmøre og Romsdal som sitt dekningsområde.

Ved fondets etablering var Frede Ulbæk (FU) daglig leder, men fra høsten 2012 har Ivar Kvangardsnes kommet inn som daglig leder for Ulsteinvik-kontoret. Frede Ulbæk er fortsatt tilknyttet forvaltningen av fondet, men i stilling som investeringsrådgiver. Sigvald Skeide i Sydvestor, som opprinnelig var investeringsrådgiver, er ikke lenger formelt knyttet til forvaltningen av fondet.

Styret i fondet består av fem personer. Per i dag er det to av styremedlemmene som representerer aksjonærer i fondet direkte. Her har det vært utskiftninger over tid hvor det har blitt valgt inn styremedlemmer som ikke selv er aksjonærer i fondet. Utskiftningene som er blitt gjort må også sees

i sammenheng med ønske om tilpasning for kvinnerepresentasjon i styret, per 2013 er to av fem styremedlemmer kvinner.

Organisering av lånefinansiering fra Fylkeskommunen

Som nevnt har Fylkeskommunen kommitert seg til å stille 75 millioner kroner i ansvarlig lånekapital til disposisjon for fondet. Rentebetingelsene knyttet til dette lånet er norsk interbankrente (12 mnd. NIBOR) pluss 0,5 prosentpoeng. Dette er på nivå med de distriktsrettede såkornfondene med ansvarlig lånfinansiering fra Innovasjon Norge som ble opprettet i 2006².

Nedbetaling av lånet med renter skal skje samtidig med utdeling til investorene, og trukket del av lånerammen forfaller i sin helhet til betaling ved oppløsning av fondet (det vil si senest 15 år fra etableringen av Fondet). Som kreditor har Fylkeskommunen prioritet i fondet sammenlignet med aksjonærene, men dette gjelder ved lånets forfall 15 år etter opptak. I likhet med andre fond, som ikke har lånefinansiering direkte i fondet, får imidlertid aksjonærene og långiver utbetalt penger i forbindelse med hver enkelt realisering. Vi vil komme nærmere tilbake til dette i forbindelse med vurdering av avkastningsmålet i kapittel 6.

Fondet har ikke anledning til å oppta ytterligere lån utover lånerammen fra Fylkeskommunen. Unntaket er i forbindelse med eventuelle mellomfinansieringsbehov som kan oppstå inntil kommitert kapital er fullt innbetalt og tillagt fondets egenkapital. Da kan fondets styre beslutte å oppta kortsiktig brofinansiering i tilfeller hvor investeringene foretas i et hurtigere tempo enn hva innbetalingene og trekk på lånerammen skjer med. Fondets styre kan også beslutte å plassere kortsiktig overskuddslikviditet utover bankinnskudd i sertifikater/obligasjoner, såfremt disse har en meget lav kreditt- og likviditetsrisiko.

4.2. Fondets rammevilkår

Rammevilkårene til Møre og Romsdal Såkornfond AS er gitt fra Fylkeskommunen i Møre og Romsdal og EU/EFTA, og ble etablert før etablering av fondet. At EFTAs overvåkningsorgan ESA har satt betingelser knyttet fondets investeringsmandat følger av at fondet mottar lånefinansiering fra Fylkeskommunen og at fondet således faller inn under EUs lovgivning om offentlig støtte.

Vi har listet opp de viktigste formelle rammevilkårene som omfatter fondet nedenfor:

Rammer for investeringer

Som nevnt tidligere kan fondet investere i foretak som oppfyller kriteriene for gruppe 1 og gruppe 2. Investeringene skal være i foretak lokalisert i Møre og Romsdal. For gruppe 2 gjelder det at de også er lokalisert i det distriktspolitiske virkeområdet.

² For fondene med ansvarlig lånekapital fra Innovasjon Norge utgjør 25 prosent av lånet fra Innovasjon et tapsfond som fondet fortløpende kan tære på i den grad fondet har bokførte tap på investeringer i et eller flere porteføljeselskap. I det ansvarlige lånet fra Møre og Romsdal fylkeskommune er det ikke noe tilsvarende tapsfond, og risikoavlastningselementet som blir gitt av Møre og Romsdal såkornfond er således mindre enn den som gis av Innovasjon Norge.

I henhold til ESAs notifikering er øvre grense for førstegangsinvestering i et porteføljeselskap 1,5 millioner euro. Det kan også foretas oppfølgingsinvesteringer på inntil 1,5 millioner euro betinget på at bestemte kriterier er oppfylt³. I tillegg følger fondet en regel om at de kan investere inntil 10 prosent av kapitalbasen per porteføljeselskap, hvilket utgjør 16,5 millioner kr.

Fra EØS-lovgivningen knyttet til risikokapital i tidligfaseselskaper med offentlig støtte går det frem at minst 70 prosent av innskutt kapital i porteføljeselskapet skal skje i form av tilførsel av egenkapital.⁴ Alternativt kunne man sett for seg at fondet bidro med kapital til porteføljeselskapene med lån eller ulike typer hybridinstrument mellom lån og egenkapital.

Videre følger det fra notifikeringen til ESA at investeringer ikke skal skje i bedrifter i «vanskeligheter». I ESAs retningslinjer er et selskap i vanskeligheter definert ved at foretaket ikke evner å kunne hente inn tilstrekkelige midler fra aksjonærer eller kreditorer som gjør at det vil kunne opprettholde virksomheten på kort eller mellom lang sikt. Fondet har i følge notifikeringen fra ESA heller ikke anledning til å investere i skipsbyggingssektoren⁵ eller foretak innen kull- og stålindustrien.

Rammer for andre offentlige virkemidler

Videre stiller ESA krav om at porteføljeselskapene vil få redusert sitt maksimumsbeløp fra andre offentlig støtteordninger med 50 prosent. For foretak lokalisert i det distriktspolitiske virkemiddelområdet reduseres grensen til 20 prosent innenfor en tidsbegrenset periode. Dette har ingen direkte innvirkning på fondets investeringer, men kan berøre selskapers mulighet til å dra nytte av offentlig støtteordninger ellers, gjennom aktører som Innovasjon Norge, SIVA og kommunen.

5. Behovet for såkornkapital med offentlig deltakelse i fylket

Kort om teorier knyttet til markedssvikt for tidligfasekapital

For å vurdere behov for såkornkapital med offentlig deltagelse er det ikke tilstrekkelig å sammenholde tilbud og etterspørsel etter kapital. Legitimering av offentlig inngripen krever en form for markedssvikt, og at det finnes offentlige virkemidler som eger seg til å rette opp i disse markedsimperfeksjonene.

³ 1) Det går minst tolv måneder mellom hver kommitering av kapital. 2) Den opprinnelige investeringen har nådd de målene som var satt i henhold til opprinnelig forretningsplan. 3) Det foretas analyse av behovet for kapitaltilførsel før eventuelle nye kommiteringer. 4) Oppfølgingsinvesteringen kan ikke de facto være del av opprinnelig investering.

⁴ I dette fondet har man løst denne problemstillingen ved å ikke tilføre porteføljeselskapene fremmedkapital direkte, men gjennom lån til aksjonærene i fondet.

⁵ Vi antar at investeringen i Maritime Partners er å anse som utenfor skipsverftsindustrien.

De tre hovedgrunnene til svikt i markedene for finansiering av tidligfaseforetak er:

Asymmetrisk informasjon: etterspørselssiden og finansieringssiden har forskjellig informasjon om foretakets muligheter til suksess. Dette gjelder for så vidt alle typer foretak, problemet oppstår imidlertid når finansieringssiden ikke har god nok informasjon om bedriften og dets teknologi og markedspotensiell til å vurdere forventet avkastning opp mot risiko. Dette problemet er voksende med bedriftens umodenhet, hvor teknologiintensive tidligfasebedrifter med hovedsakelig immaterielle eiendeler er de som opplever dette problemet som størst. Mangelfull informasjon gjør det vanskelig og kostbart for potensielle investorer å skille de gode bedriftene fra de dårlige hvilket kan føre til at ingen av bedriftene får finansiering i det hele tatt («Market for Lemons», Akerlof (1970)).

Kunnskapseksternaliteter: Et annet markedssviktagument, utviklet av Arrow (1962), er at private bedrifter ikke fullt ut kan internalisere de positive effektene av sine FoU investeringer. Derfor vil bedrifter investere mindre i FoU og innovasjon enn det som er samfunnsmessig optimalt. Ved å subsidiere FoU aktivitet i næringslivet kan virkemiddelapparatet imidlertid utløse innovasjonsaktivitet som ellers ikke ville blitt gjennomført. En nært beslektet begrunnelse for offentlig inngrep i FoU-markedet er at spesielt små og unge bedrifter kan ha vanskeligheter med å finansiere innovasjonsaktivitet over den løpende driften av selskapet sammenlignet med større bedrifter (Jääskeläinen, et al, 2007).

Mangel på likviditet og risikoaversjon: Private investorer liker ikke risiko. Desto høyere risiko jo større kompensasjon krever man i form av høyere forventet avkastning. Dersom markedet for tidligfaseselskaper hadde vært perfekt likvid ville det vært uproblematisk å investere i denne typen aktiva ettersom risikoen ville vært diversifiserbar. Faktum er imidlertid at kapitalmarkedene ikke er komplette. Aksjer i tidligfaseselskaper er unoterte hvilket gjør at de faller utenfor den praktiske markedsporteføljen. Dersom en investor ønsker en eierandel i et unotert høyteknologisk tidligfaseselskap vil inngangsbeløpet være såpass høyt at det fra et risikoperspektiv bare vil være ansvarlig for svært formuende personer hvis investeringen utgjøre en liten andel av den totale porteføljen. Som forvalter av betydelige midler på vegne av felleskapet kan offentlige myndigheter spille en koordinerende rolle på vegne av felleskapet slik at risikoen blir tilstrekkelig diversifisert. Opprettelse av fond som investerer i unoterte tidligfaseselskaper (venture capital) er en tilnærming til å løse dette problemet. I nedgangstider blir typisk dette problemet forsterket ettersom private formuer typisk krymper. Dette var finanskrisen som startet høsten 2008 et klart bevis på hvor venture fondene i ettertid har hatt store problemer med å tiltrekke seg private investeringer.

Markedssvikt i markedet for tidligfasekapital i Norge

Studien “The need for government supported capital measures in the market for early stage risk capital in Norway” som ble gjennomført av Menon Business Economics i 2011 på oppdrag for Nærings- og handelsdepartementet konkluderes det med at det finnes et behov for offentlige virkemidler rettet mot finansiering av såkornkapital. Studien baserer seg på egne analyser av etterspørselssiden og tilbudssiden av tidligfasekapital i Norge, samt at den gjennomgår relevante empiriske studier som er gjennomført i Norge de siste 10 årene. Studien viser imidlertid at

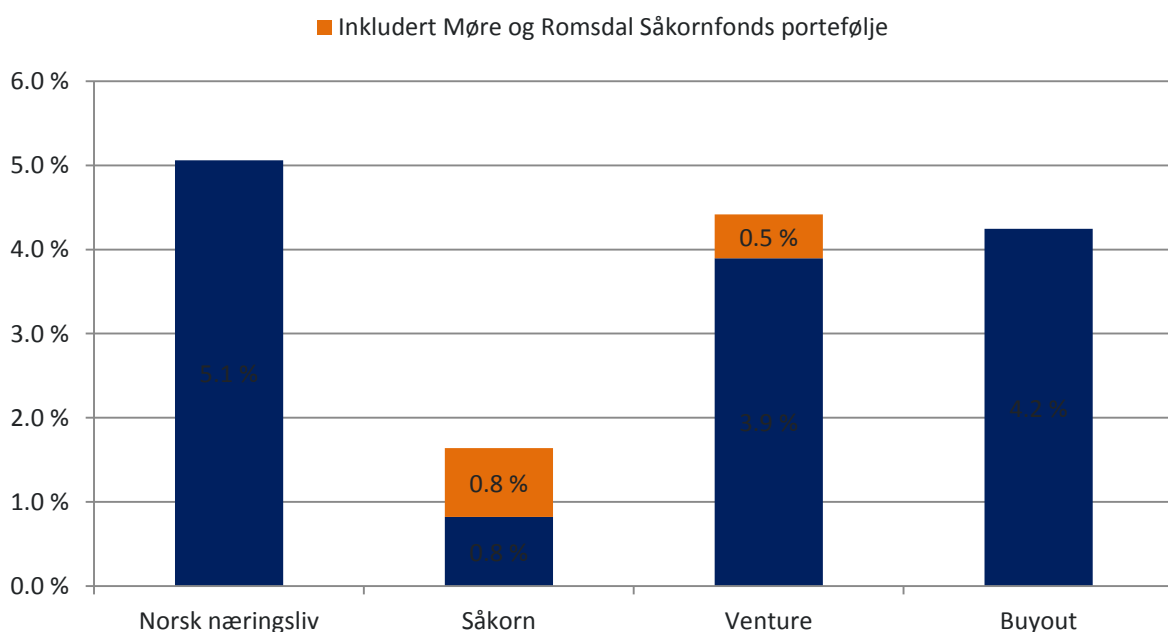
kapitalmarkedssvikten først og fremst er til stede i såkornfasen, mens man innen venture faktisk har relativt sterke kapitalmarkeder i hvert fall i en europeisk målestokk. Sammenlignet med Sverige, som er kjent som et foregangsland innen private equity, har Norge nasjonalt sett et sterkt venture-miljø. De sterkeste aktørene er lokalisert i hovedstadsområdet, i Stavanger knyttet til oljeindustrien og i Trondheim knyttet til NTNU.

Markedssvikt for tidligfasekapital i Møre og Romsdal

I den grad det er kapitalmarkedssvikt for såkornkapital i Norge er hypotesen i utgangspunktet at dette også er tilfellet i Møre og Romsdal. NIFU-STEP gjennomførte i 2005 en undersøkelse om entreprenørskap i Møre og Romsdal. Studien konkluderer med at innovasjonsaktiviteten ligger på gjennomsnittet sammenliknet med andre deler av landet, men at næringslivet i fylket tradisjonelt har vært lite forskningsorientert. Videre finner de at det jevnt over er relativt få nyetableringer sett i forhold til folketallet, men at næringer som maskin, utstyr- og verftsindustrien og teknologi- og møbelindustri har relativt mange nyetableringer. Studien analyserer imidlertid ikke i hvilken grad at den lave etableringsaktiviteten er knyttet til noen form for kapitalmarkedssvikt.

I Figur 6 viser vi Møre og Romsdals andel av antall foretak og avdelinger i norsk næringsliv sammenlignet med andel av antall avdelinger av porteføljeselskap med private equity investeringer i Norge. Vi ser at det er særlig investeringer i såkornsegmentet som er underrepresentert i forhold til størrelsen på Møre og Romsdals næringsliv. Til sammen er det kun snakk om fire aktive foretak som har mottatt såkorninvesteringer i Møre og Romsdal i 2011 hvorav to av dem er i Møre og Romsdal Såkornfonds portefølje. Innen venture (som også omfatter ekspansjon) og buyout ser vi at Møre og Romsdal er marginalt underrepresentert i forhold til størrelsen på næringslivet for øvrig.

Figur 6 Møre og Romsdals andel av foretak i norsk næringsliv sammenlignet med andel av norske porteføljeselskap innen ulike faser av private equity

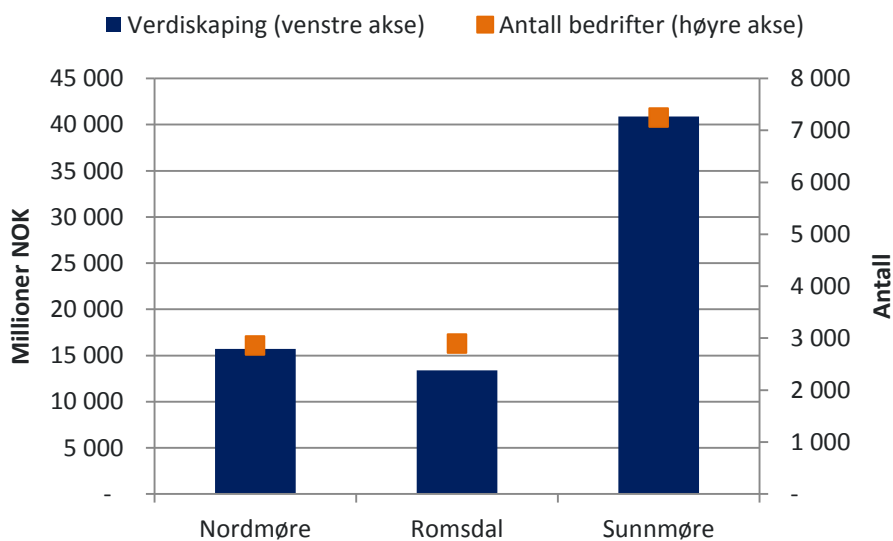


Kilde: Menon Business Economics, NVCA, PEREP_Analytics og Soliditet.

Fra intervjuer med forvalterne av Møre og Romsdal Sårkornfond går det fram at tilgangen på potensielle investeringsmuligheter for fondet, såkalt dealflow, har vært lav. I særlig grad gjelder dette for Nordmøre og Romsdal. Fra Kristiansund-miljøets side poengteres det at det finnes relevante case for Møre og Romsdal Sårkornfond, men at fondet i konkurranse med nasjonale venturefond og sterke industrielle miljøer stiller i annen rekke i kampen om de mest attraktive investeringscasene. Tilfanget av relevante case synes noe bedre på Sunnmøre. Det er også her fire av seks porteføljeselskap er lokalisert, mens ett har hovedkontor i Kristiansand (Norsk Hummer) og det siste i Oslo (Codfarmers ASA). De to sistnevnte har imidlertid produksjonsfasiliteter nord i fylket.

Figur 7 nedenfor viser fordelingen av henholdsvis verdiskaping og antall bedrifter fordelt på de tre fogderiene i fylket. Tallene bekrefter også forvalternes opplevelse av at bedriftsuniverset er betydelig større på Sunnmøre enn i de to andre fogderiene. Som en tilnærming til å øke dealflowen til fondet har forvalterne også gått gjennom registrene over alle foretak i fylket og valgt ut relevante case utfra næringstilknytning og regnskapsmessige forhold. Videre har man nå startet et arbeid med å kontakte bankene i fylket for å finne relevante case blant deres kunder.

Figur 7 Antall bedrifter/avdelinger i Møre og Romsdal og deres verdiskaping fordelt på fogdene (2011)



Kilde: Menon Business Economics og Soliditet (2013)

Det kan imidlertid virke som om deler av grunnen til at tilfanget av relevante case har vært større på Sunnmøre er at Ulsteinsvik-miljøet har bedre kjennskap til næringslivet i distriktet. Etter samtaler med porteføljeselskapene går det frem at alle foretakene som fondet har investert i har skjedd gjennom kjennskap til og kontakt med Frede Uldbæks og Sydvestors nettverk.

Fra spørreundersøkelsen blant investorene svarer to av tre at de har inntrykk av at det er mangel på kapital til tidligfasebedrifter i regionen, mens den resterende andelen er av den oppfatning at det ikke er det. På sett og vis er det vanskelig å tolke svar på et slikt spørsmål fordi det er usikkert hva folk legger i begrepet «mangel på kapital». Sett i et risiko-avkastningsperspektiv er det mange

selskaper som ikke skal ha kapitaltilførsel. Dermed vil ikke udekket etterspørsel etter kapital nødvendigvis bety at det er mangel på kapital.

Porteføljebedriftene rapporterer gjennomgående at de hevder de kunne ha skaffet tilsvarende kapital fra andre kilder, men at det var den strategiske forretningskompetansen og nettverket som forvalterne av fondet besitter som var avgjørende for at Møre og Romsdal Såkornfond var særlig ønsket som investor. I samtalen ble det trukket frem det faktum at det til sammen ble satset 3,5 mrd. kroner på 50 -60 selskaper i løpet av en tiårsperiode på utvikling av oppdrettstorsk. Dette blir tolket som et signal om at det var mangelen på tidligfasekapital som var problemet.

I «close to selection»-undersøkelsen ba vi forvalterne om å gi oss en liste på de fem foretak innen hhv. helt tidligfase og SMB som forvalterne har vært nærest å investere i, men hvor det av ulike grunner ikke ble noen transaksjon.

Blant alle ekspansjonscasene var hovedgrunnen til at fondet ikke gikk inn enten at de ikke ble aktuelle fordi det var andre industrielle investorer som ble foretrukket, at foretaket fant en intern løsning på sitt finansieringsbehov, eller at man ikke kom til enighet om prising.

Blant tidligfaseselskapene var det ett tilfelle hvor man ikke kom til enighet om prising, og ett hvor man ikke kom i posisjon til å investere. Videre var det et av selskapene man ikke gikk videre med fordi det var innen eiendom hvilket etter en totalvurdering i styret ble ansett å være på siden av fondets investeringsmandat. Blant de to siste av tidligfase-casene hvor man var nær ved å investere ble det vurdert at det var mangel på gjennomføringsevne hos ledelsen. Samtaler med daglig leder i disse bedriftene viser til at de har vokst jevnt og trutt siden, men at de ikke har fått inn andre eksterne eiere.

Blant tidligfaseselskapene ble det rapportert at tilgang på kapital ville gitt høyere vekst, selv om kapitalmangelen ikke var prekær. Kapitalen måtte dermed kommet fra risikovillige fond rettet mot umodne selskaper, noe som i utgangspunktet burde være innenfor fondets mandat. I dette segmentet vil det ofte finnes seg selskaper med risikovillig kapital, men det vil ikke nødvendigvis bety at disse selskapene burde få tilgang på denne kapitalen. Blant de mer modne bedriftene som fondet ikke gikk inn i ble det rapportert at kapitaltilførselen var tilfredsstillende.

Våre undersøkelser viser at det er lite såkorninvesteringer i Møre og Romsdal. Møre og Romsdal er underrepresentert både i forhold til andelen av befolkningen og i forhold størrelsen på næringslivet i regionen når det gjelder investering i den tidligste fasen. Samtidig viser den store satsingen på oppdrettstorsk på 2000-tallet at det finnes både kapital og vilje på å satse på umodne og risikable teknologiprojekter.

Forvalterne av fondet rapporterer videre om at det har vært lav dealflow i form av relevante case til fondet, noe som understøtter rapporten fra NIFU-STEP (2005) om at Møre og Romsdal er underrepresentert på etableringsvirksomhet sett opp mot landsgjennomsnittet. I tillegg til få etableringer har det også blitt nevnt fra flere hold at gründere og entreprenører fra Møre og Romsdal generelt har vanskeligere enn andre for å godta at det kommer inn eksterne investorer i bedriften

som gjør krav på en større andel av bedriftens fremtidige inntjening i bytte mot kapital og kompetanse for å vokse. Selv om fondets forvaltere selv oppfatter seg som runde i kantene med hensyn kravene som stilles til potensielle porteføljebedrifter er den vanligste grunnen til at forhandlingene strander at det er for stor uenighet om prising av bedriften.

En nærliggende konklusjon fra våre observasjoner er at hovedgrunnen til at det er investert lite såkornkapital i Møre og Romsdal er at tilfanget av potensielt lønnsomme såkornbedrifter rett og slett er svært begrenset. At det i tillegg finnes markedssvikt i kapitalmarkedet for såkornkapital i Møre og Romsdal i form av asymmetrisk informasjon, kunnskapseksternaliteter og lav likviditet er også svært sannsynlig, men hovedgrunnen til at det er lite investeringer synes å være at universet av relevante investeringscaser er lite. Vi mener derfor at før man i det hele tatt har dokumentert en høy etterspørsel etter såkornkapital, er det vanskelig å argumentere for at det er behov for å styrke tilbudet av denne typen kapital gjennom offentlig støtte.

Når det er sagt så er de to tredjedelene av investorene i fondet som mener det er mangel på tidligfasekapital til bedrifter i regionen samstemte om at såkornfond med offentlig medvirkning er en god løsning på denne mangelen. Her kommer man for så vidt over på en annen problemstilling: Som tidligere nevnt er investeringsmandatet til gruppe 1 kun så vidt overlappende med det man anser som såkornkapital, mens gruppe 2 er å betrakte som mellomstore bedrifter i ekspansjonsfasen. I hvilken grad det er behov for såkornkapital med offentlig deltakelse i Møre og Romsdal er således sideordnet med hensyn til hvilken grad det er behov for kapital med offentlig deltakelse for disse bedriftene. Basert på informasjon fra intervjuene vi har gjort samt en analyse av eierstrukturene blant bedrifter som er definert inn under gruppe 1 og gruppe 2 i Møre og Romsdal gjør vi i neste seksjon noen betraktninger rundt behovet for kapital med offentlig medvirkning også innen venture- og ekspansjonsfasen i fylket.

Behov for kapital med offentlig deltakelse for bedrifter innen gruppe 1 og gruppe 2

Ved å anvende kriteriene for gruppe 1 (foretak med omsetning mellom 3 og 80 millioner kroner og færre enn 50 ansatte) samt at vi ekskluderer eiendomsselskaper finner vi at det totale omfanget av foretak i gruppe 1 i Møre og Romsdal er rett i underkant av 3000. Gjør vi det samme for gruppe 2 (foretak ligger i det distriktspolitiske virkeområdet, at det har omsetning mellom 80 og 400 millioner kroner og mellom 50 og 250 ansatte) finner vi at det kun er omlag 30 foretak innen denne kategorien av bedrifter. Et spørsmål det er viktig å stille er på hvorvidt eierne i disse bedriftene har mye kapital. Vi har derfor sett på omfanget av eiere med mange større investeringer i andre unoterte selskap. Det er det personlige eierskap som dominerer i fylket.

Tabell 1 viser hvordan de personlige investorene i bedriftene innen hhv. gruppe 1 og gruppe 2 fordeler seg med hensyn til antall bedrifter som eieren har i porteføljen, og andelen av bedriftene i denne porteføljen som er lokalisert utenfor fylket.

Tabell 1 Størrelsen på porteføljen blant personlige eiere i gruppe 1 og gruppe 2

Gruppe 1	Gruppe 2
----------	----------

Antall foretak i porteføljen	Andel av eierne i denne kategorien	Andelen av porteføljen i M&R	Andel av eierne i denne kategorien	Andelen av porteføljen i M&R
1	36 %	100 %	0	0
2	19 %	94 %	3 %	100 %
[3,5]	22 %	88 %	19 %	84 %
[6,10]	10 %	66 %	21 %	92 %
[11,50]	10 %	40 %	45 %	41 %
>50	4 %	14 %	13 %	6 %

Kilde: Menon Business Economics og Soliditet.

Blant bedriftene i gruppe 1 finner vi at i overkant av en tredjedel har eiere hvor denne bedriften utgjør det eneste selskapet i porteføljen (se første kolonne fra venstre). I disse tilfellene er eieren typisk entreprenøren selv som har startet bedriften, eller overtatt den gjennom et generasjonsskifte. Denne typen eiere besitter typisk relativt begrensede midler og veksten skjer vanligvis gjennom å «bygge sten på sten» finansiert gjennom overskudd generert av bedriften selv. Videre er det 19 prosent av foretakene hvor eieren hadde to porteføljebedrifter. Blant disse er det kun 1 av 10 som eier et foretak lokalisert utenfor fylket, og i mange tilfeller vil det her være snakk om at det ene selskapet er driftsselskapet, mens det andre er et holdingselskap. Det som er særlig interessant er at om lag 25 prosent av de personlig eide foretakene i gruppe 1 har eiere med seks eller flere selskap i porteføljen. Det er stor grunn til å tro at disse eierne vil ha større evne til å mobilisere kapital til å finansiere en ekspansjonsstrategi på egenhånd dersom dette skulle være ønskelig. Vi ser også at desto flere selskap eieren har i porteføljen, desto mindre er andelen av porteføljen lokalisert i Møre og Romsdal. Det er imidlertid interessant at selv for eiere med mellom 11 til 50 selskap i porteføljen så er så mange som 40 prosent av dem lokalisert i fylket.⁶

Ser vi på bedriftene i gruppe 2 som inneholder mellomstore bedrifter lokalisert i det distriktspolitiske virkeområdet så ser vi at kun om lag en fjerdedel av bedriftene har eiere med 5 eller færre foretak i porteføljen, mens tre fjerdedeler har eiere med 6 eller flere porteføljeselskap. Dette er en sterk indikasjon på at bedriftene i denne gruppen har eiere med sterk evne til å finansiere en potensielt ønsket vekststrategi for et av porteføljeselskapene. Når det er sagt kan det være flere grunner til at en eier ønsker å få inn eksterne eiere. For det første kan det være gunstig sett ut ifra et risiko- og diversifiseringsperspektiv, videre kan det være at eieren ønsker å få inn andre aktive eiere som kan bidra med ulike typer komplementær kompetanse inn i ekspansjonsstrategien⁷.

Basert på tilbakemeldinger fra forvalterne selv, porteføljeselskapene til fondet, foretakene som «nesten» fikk finansiering av fondet samt egne analyser av eierstrukturer så er det vårt inntrykk at kapitalmangelen blant bedriftene i gruppe 1 er et begrenset problem. For bedriftene i gruppe 2 er

⁶ Det hadde vært interessant å utdype denne analysen ved å se på skiller innen ulike næringer, men det ligger utenfor evalueringens rammer å gå inn i dybden på dette.

⁷ Blant foretakene i gruppe 1 var det om lag 10 prosent som hadde en såkalt «forretningsengel» på eiersiden, mens det i gruppe 2 var 2 av 29 foretak med forretningsengel på eiersiden⁷. Med forretningsengel mener vi at det er en privat investor med en minoritetsseierpost som deltar aktivt i bedriftens strategiske planlegging gjennom styredeltakelse samt at denne personen også er profesjonell i den forstand at han eller hun også har tilsvarende investeringer i et eller flere andre foretak.

det ingen grunn til å hevde at det er kapitalmangel. Forvalterne beretter om en situasjon der det er stor rift om de attraktive bedriftene i fylket og da særlig innen offshore leverandørindustri. Her blir fondet utkonkurrert av industrielle aktører og andre større investeringsfond.

Porteføljeselskapene Maritim Partner AS og til dels Mobitalk AS, som begge hadde egne inntekter da fondet kom inn på eiersiden, hevder også at de hadde mulighet til å få finansiering fra andre investorer, men at de ønsket fondet på eiersiden fordi Sydvestormiljøet i Ulsteinvik besitter et nettverk og en strategisk forretningskompetanse som de håpet å dra nytte av i bedriften. I den grad det finnes en mangel i fylket så er det ikke på kapital som sådan, men på kompetent kapital. At fondet likevel ved flere tilfeller blir utkonkurrert av industrielle aktører og andre venture-fond viser at segmentet hvor fondet kan spille en avgjørende rolle for finansiering av vekstbedrifter er relativt marginalt.

6. I hvilken grad er målene for Møre og Romsdal Sårkornfond nådd?

Møre og Romsdal Sårkornfond AS ble etablert våren 2007 og har en tidshorison på over 15 år. I henhold til fondets vedtekter skal fondet ha realisert sine investeringer og oppløses senest 2. mai 2022. I dette kapitlet gjør vi opp status for fondets målsetninger fem år etter oppstart og ni år før terminering. Dermed er funnene å betrakte som en midtveisevaluering og fondets endelige måloppnåelse er ikke avgjort.

6.1. Status ved evalueringstidspunktet, februar 2013

Ved evalueringstidspunktet, februar 2013, var fondets totale investeringer på 52,8 millioner kroner av et kommitert beløp på 165 millioner kroner inkludert lån. Dette er ikke medregnet investering i Shiplog som ble godkjent på styremøtet 12. februar 2013⁸. Totalt var det kalt inn et beløp inkl. lån på 82,6 millioner kroner.

Fondets portefølje besto ved evalueringstidspunktet av syv selskaper medregnet den nye investeringen. Størrelsen på investeringen, oppstartstidspunkt og eierandelen i de forskjellige selskapene er gjengitt i Tabell 2.

Tabell 2 Porteføljeselskaper per januar 2013

⁸ Shiplog, som er en spinoff fra Oddstøl Elektronikk, er lokalisert på Nordmøre og driver med utvikling og salg av intelligente maritime sporingssystemer. Shiplog har allerede en betydelig kundeportefølje.

	Codfarmers ASA*	Norsk Hummer AS	Nor-X Industry AS	Mobitalk AS	Maritime Partner AS	Arctic Nutrition AS	Totalt
Første investering(År)	2008	2007	2009	2010	2009	2012	
Antall ansatte januar 2013	25	7	2	17	40	8	
Lokalisering	SM/NM	NM	SM	SM	SM	SM	
Initialinvestering(millioner kroner)	10,0	5,0	3,0	3,7	11,2	8,1	
Initiell eierandel (%)	4,6 %	8,8 %	15,9 %	24,6 %	20,0 %	10,7 %	
Bedriftens fase initielt (EVCA)	Såkorn	Såkorn	Start-up	Annen tidligfase	Later stage	Start-up	
Senere investeringer	10,5	1,1	0,0	0,0	0,3	0,0	
Eierandel januar 2013 (%)	0,8 %	7,1 %	13,7 %	24,6 %	20,5 %	10,7 %	
Bedriftens fase i januar 2013 (EVCA)	Annen tidligfase	Såkorn/ Start-up	Annen tidligfase	Later stage	Later stage	Start-up	
Totalt investert i selskapet	20,5	6,1	3,0	3,7	11,5	8,1	52,8

* Investert beløp inkluderer avstått honorar fra forvalter (2010 og 2011, ca. NOK 2 millioner) i forbindelse med investering utover maksimalt beløp per case samt betaling for tilrettelegging for co-investordeltakelse.

Ved tidspunktet for evalueringen var også fondet i ferd med å selge seg ut av Codfarmers ASA og gjorde dette i løpet av februar 2013. I desember 2012 fastslo forvalterne av fondet at samlede realiserte og urealiserte tap var 26,1 millioner kroner.

De første investeringene fondet gjorde var i bedrifter med aktivitet eller hovedsete på Nordmøre og Sunnmøre. Senere investeringer har, bortsett fra den nye investeringen i februar 2013, vært i selskaper lokalisert på Sunnmøre. Det er en noe skjev fordeling i porteføljen mellom Sunnmøre, Nordmøre og Romsdal, der ingen av porteføljeselskapene har aktivitet i Romsdal. Forvalters mandat er å velge de beste casene uten hensyn til geografisk lokalisering innad i fylket. Med hensyn til næringsstrukturen i fylket for øvrig er det derfor heller ikke unaturlig at foretak lokalisert på Sunnmøre dominerer i porteføljen.

6.2. Måloppnåelse for spesifikke delmål

6.2.1. Bidra til flere vekstbedrifter gjennom tilføring av tålmodig kapital og kompetanse

Tabell 3 viser porteføljebedriftenes utvikling i omsetning og driftsresultat over tid. Året fondet gikk inn er markert i grått for å illustrere utviklingen i årene etter at fondet gikk inn. For å identifisere hvorvidt fondet har bidratt til flere vekstbedrifter er det i første omgang viktig å evaluere hvorvidt noen av fondets porteføljeselskaper har blitt vekstbedrifter etter at fondet har kommet inn på eiersiden. I annen omgang vil vi, om vi identifiserer nye vekstbedrifter, se videre på fondets rolle i disse bedriftene.

Tabell 3 Porteføljeselskaperens omsetning og driftsresultat i millioner kroner

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ARCTIC NUTRITION AS	Omsetning							1,7
	Driftsresultat							-2,5
ATLANTIC COD FARMS AS	Omsetning	0,0	0,0	2,4	3,8	19,3	65,7	27,2
	Driftsresultat	-0,1	0,1	-6,5	-21,1	-62,4	-155,2	-86,1
MARITIME PARTNER AS	Omsetning	94,5	133,6	171,6	251,5	194,7	155,7	184,0
	Driftsresultat	3,2	4,1	6,9	23,2	4,6	-0,7	2,1
MOBITALK AS	Omsetning				1,7	7,7	13,3	21,4
	Driftsresultat				-1,2	-1,6	-0,8	0,1
NOR - X INDUSTRY AS	Omsetning	2,3	0,8	2,0	8,0	3,3	1,0	1,4
	Driftsresultat	-1,7	-6,8	-9,6	-5,6	-5,1	-5,8	-2,8
NORSK HUMMER AS	Omsetning	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	3,0	8,1
	Driftsresultat	-1,5	-2,4	-6,7	-8,6	-9,6	-2,8	-0,3

Kilde: Menon Business Economics og Soliditet (2013)

Av porteføljeselskapene som ikke allerede var etablerte selskaper i vekst ved investeringstidspunktet er det ingen som foreløpig har vist seg å bli sterke vekstbedrifter. I Arctic Nutritions tilfelle er selskapet ennå såpass ungt at det ikke er mulig å foreta en vurdering av hvorvidt det er en vekstbedrift og enda mindre aktuelt å vurdere fondets rolle i selskapet. Av bedrifter med sterkt potensiale, men med tilsvarende høy risiko ved oppstartstidspunktet, finner vi Norsk Hummer AS, Atlantic Cod Farms AS og Nor-X Industry AS. Disse selskapene har vist seg å få store problemer med umoden produksjonsteknologi i de to første tilfellene⁹ og vanskeligheter med å bli konkurransedyktig i sluttmarkedet i det siste tilfellet. Her var det altså tre porteføljeselskaper som har vist seg å få problemer med å realisere sitt vekstpotensial.

⁹ Torskeoppdrett har i tillegg møtt motbør med sterkt fallende råvarepriser siden 2010.

Utfra disse tre selskapene kan man ikke si at fondet har vært i stand til å skape nye vekstbedrifter, men med nye unge selskaper i porteføljen og om lag halvparten av kapitalbasen igjen til nye investeringer og oppfølgingsinvesteringer har fondet muligheter til å nå dette målet i fremtiden¹⁰.

6.2.2. Bidra til at vekstbedrifter vokser raskere

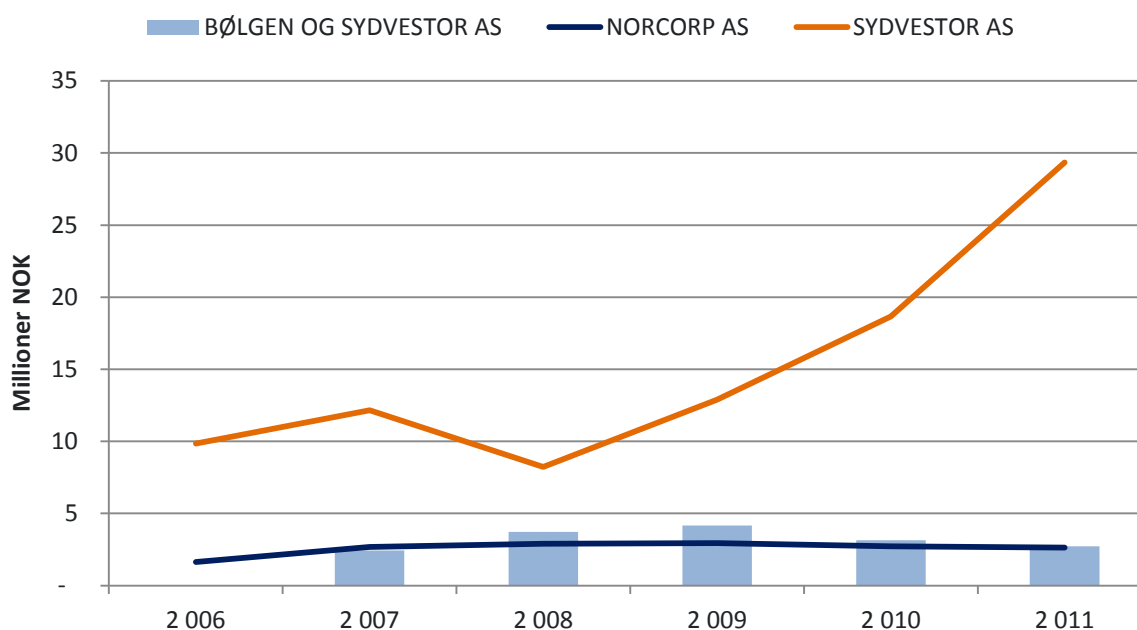
For selskapene Maritime Partner AS og Mobitalk AS var dette selskaper som allerede var godt etablerte, men som trengte kapital på tidspunktet hvor fondet gikk inn. Begge porteføljeselskapene har hatt en god utvikling siden, hvor Mobitalk AS har hatt en solid økning i omsetningen alle år. For Maritime Partners del falt omsetningen fra 2009, året hvor fondet gikk inn, til 2010 før den steg igjen til 2011. For begge selskapene er det lovende budsjettprognoser fremover. Man kan altså si at disse bedriftene har vært i stand til å vokse videre etter at Møre og Romsdal Sårkornfond har gått inn på eiersiden. I samtaler med de respektive selskaperes daglige ledere har vi fått bekreftet at de ansvarlige nøkkelpersonenes nettverk og strategiske samt finansielle kompetanse har vært til stor verdi for selskapene. Fondet har fremdeles rom til å investere mer i disse selskapene fremover og kan spille en viktig rolle for selskapene, både gjennom kapitaltilførsler og gjennom komplementær kompetanse. Med dette bildet som bakgrunn kan man hevde at fondet har bidratt til at vekstbedrifter vokser fortere.

6.2.3. Utvikle et profesjonelt forvaltningsmiljø i Møre og Romsdal

Figur 8 viser utviklingen i omsetning for investeringselskapene Norcorp AS og Sydvestor AS sett i forhold til omsetningen til Bølgen og Sydvestor AS. Figuren viser er det stor forskjell på omsetningen til investeringsrådgivningsselskapene. I 2011 hadde Sydvestor med sine seks ansatte en omsetning på nesten 30 millioner kroner, mens Norcorps to ansatte hadde en omsetning på 2,6 millioner kroner. I forbindelse med etableringen av Møre og Romsdal sårkornfond nærmest doblet Norcorp omsetning fra 2006 til 2007.

¹⁰ Den systematiske søken som forvalterne gjør etter å finne gode investeringscase til Møre og Romsdal Sårkornfond fører med seg en bevissthet om tidligfasebedriftene som finnes i fylket, og hvilket vekstpotensial som finnes hos disse. Fondet investerer kun i et fåtall av selskapene de er i kontakt med. Likevel kan en dialog mellom forvalter og selskap medføre at selskapet får et annet blikk på seg selv og må gjøre en kritisk vurdering i forhold til vurdering av egen verdi og hvordan eksterne aktører vurderer markedspotensialet for bedriften. Dette har åpenbart en verdi i seg selv, men som det er vanskelig å måle og tallfeste.

Figur 8 Utvikling i omsetning for forvalterne av Møre og Romsdal Såkornfond AS



Kilde: Menon Business Economics og Soliditet (2013)

Som tidligere nevnt er det formelt Bølgen og Sydvestor som er rådgivningsselskapet til fondets, mens Bølgen og Sydvestor igjen er eid 50/50 av Sydvestor AS og Norcorp AS. Honoraret knyttet til forvaltningen av fondet fordeles likt mellom de to i henhold til eierbrøken. I praksis er det slik at forvaltningshonoraret fra fondet utbetales til forvaltningsselskapet Bølgen og Sydvestor AS, deretter overføres halvparten til Sydvestor og halvparten til Norcorp.

For Norcorp, lokalisert på Nordmøre, utgjør forvaltningshonoraret en betydelig andel av selskapets inntekter. Norcorps virksomhet er i all hovedsak knyttet til rådgivningen de utfører Møre og Romsdal Såkornfond, i tillegg til Bølgen Invest AS som de har hatt ansvar for siden 2004. Forvaltningen av Møre og Romsdal Såkornfond har således ikke medført en betydelig styrking av kapitalforvaltningsmiljøet i Kristiansund utover forvaltningen av fondet som sådan.

Sydvestor, lokalisert på Sunnmøre, genererer det meste av sine inntekter fra annen virksomhet knyttet til tilrettelegging i forbindelse med sin corporate finance-virksomhet. I perioden 2000 til 2009 var de rådgiver for fondet Sydvestor Vækst As med en kapitalbase på over 100 millioner kroner. I og med Sydvestor As i følge informasjonsmemorandumet allerede forvaltet en kapitalbase på om lag 500 millioner kroner og at det allerede var på plass et team som hadde ansvar for Sydvestor Vækst As ved etablering av Møre og Romsdal såkornfond er det det vanskelig å argumentere for at etableringen av fondet har bidratt til å utvikle kapitalforvaltningsmiljøet på Sunnmøre. Ettersom Sydvestor hadde mindre erfaring med forvaltning av foretak i en oppstartsfase kan man delvis si at fondet har bidratt til å utvikle Sydvestor som forvalter av tidligfaseselskaper.

6.2.4. Årlig gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på minimum 10 prosent

Fondet har en overordnet målsetning om å oppnå en årlig gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på minimum 10 prosent. Gitt at fondet kun er halvinvestert og kun en av investeringene er realisert er dette et vanskelig kriterium å vurdere på nåværende tidspunkt. I vår vurdering av fondets forutsetning for å nå avkastningsmålet for egenkapitalen på 10 prosent har vi derfor tatt utgangspunkt i forvalternes egen vurdering av utviklingen i porteføljeselskapene og aksjonærenes svar i spørreundersøkelsen. For å illustrere hvilket avkastningstall fondet må levere av avkastning i krone og øre har vi også laget en egen enkel framskrivning av rentekostnader, forvaltningskostnader og krav til egenkapitalavkastning.

På evalueringstidspunktet var det to av porteføljeselskapene som ble vurdert til å ha høy forventet avkastning, ett som hadde god forventet avkastning, mens to av selskapene hadde svært lav forventet avkastning, mens det siste porteføljeselskapet ble exitert underveis i evalueringen med betydelige tap.

Ved utgangen av 2012 hadde fondet investert nærmere 53 millioner i porteføljeselskapene samt brukt om lag 12 millioner kroner i forvaltning siden oppstart i 2007¹¹. Dette fordeler seg på nærmere 30 millioner i lån fra Fylkeskommunen og 35 millioner i trukket egenkapital fra investorene. Legger man som en enkel tilnærming til grunn at fondet skal levere avkastning på midlene fra det året som pengene investeres eller brukes til forvaltning så utgjorde ved utgangen av 2012 akkumulerte renteutgifter, inkludert renters rente, til Fylkeskommunen 4,5 millioner kroner. Dersom man videre legger til grunn at fondet skal levere en avkastning på 10 prosent per år på egenkapitalen så vil dette allerede tilsvare i overkant av 15 millioner kroner. Totalt, gitt at fondet skal levere på avkastningsmålet, så skulle porteføljen hatt en verdi på 85 millioner kroner ved utgangen av 2012. Det planlegges ingen videre exiter i 2013 slik at det tilsvarende beløpet vil innen utgangen av 2013 utgjøre 104 millioner kroner. Per i dag virker det ikke som at porteføljen har denne verdien. Et av porteføljeselskapene, pluss et underveis i evalueringen, er helt nylig kommet til og har ikke rukket å ha noen betydelig verdistigning. Basert på inntjeningspotensialet i porteføljeselskapene som er vurdert av forvalterne selv å ha hhv. svært høy og høy avkastningsforventning er det lite trolig at eierpostene i disse selskapene skal kunne ha en verdi på om lag 100 millioner kroner. Man er derfor avhengig av at de fremtidige investeringene har en svært god avkastning. Ikke bare skal de forsvare en egen forventet avkastning på 10 prosent, men de skal også veie opp for den avkastningen som har uteblitt for de øvrige investeringene som er gjort så langt. Skepsisen kommer også frem blant aksjonærene hvor samtlige i spørreundersøkelsen svarer at de ikke er fornøyd med avkastningen til fondet så langt, og at den er lavere enn forventet.

¹¹ Her har vi ikke medregnet kostnader forbundet med revisorer, advokater, meglere og eventuelle andre rådgivere knyttet til anbefaling og gjennomføring av investeringer i porteføljeselskapene. Disse kostandene belastes fondet direkte.

Hvordan det nominelle avkastningskravet til fondet utvikler seg over tid avhenger i stor grad av periodiseringen av tilbakebetaling av midlene. Desto lenger exitene av porteføljeselskapene og tilbakebetalingen skyves utover i tid jo større blir det nominelle avkastningskravet.

Et avgjørende punkt er også på hvilken måte tilbakebetalingen skjer. Ettersom lånet fra Fylkeskommunen har en rente på 12. mnd. NIBOR pluss 0,5 prosent, hvilket utgjorde 3,3 prosent i 2012, mens egenkapitalen har et avkastningsmål på 10 prosent er det mye «dyrere» å ha egenkapitalen i virksomhet. I henhold til låneavtalen er det slik at ved utbetaling fra fondet i forbindelse med exit skal det utbetales til långiver og investorene i henhold til deres andel av kapitalbasen (45/55).

Med denne typen tilbakebetalingspraksis ligger det imidlertid en potensiell utfordring i at lånet fra Fylkeskommunen har prioritet foran egenkapitalen til fondet. Fortløpende tilbakebetalinger i Møre og Romsdal Såkornfond gjennom låneavtalen er behandlet på samme måte som i såkornfondene med ansvarlig lånekapital fra Innovasjon Norge. Her er det slik at fondet kun har lov til å tilbakebetale midler til aksjonærene i den grad det er tilstrekkelig egenkapital igjen i fondet. Dette betyr at aksjonærene også kan få tilbakebetalt i den grad den resterende porteføljen har en (konservativ) verdivurdering som er større enn lånekapitalen. Fylkeskommunen skal imidlertid være klar over at med denne typen tilbakebetalingspraksis tar de en ikke ubetydelig tapsrisiko på deler av sin utlånskapital. Selv om den gjenstående porteføljen er vurdert å ha en høy nok verdi til at det kan betales ut egenkapital så er dette ingen garanti for at denne verdien kan realiseres på et senere tidspunkt.

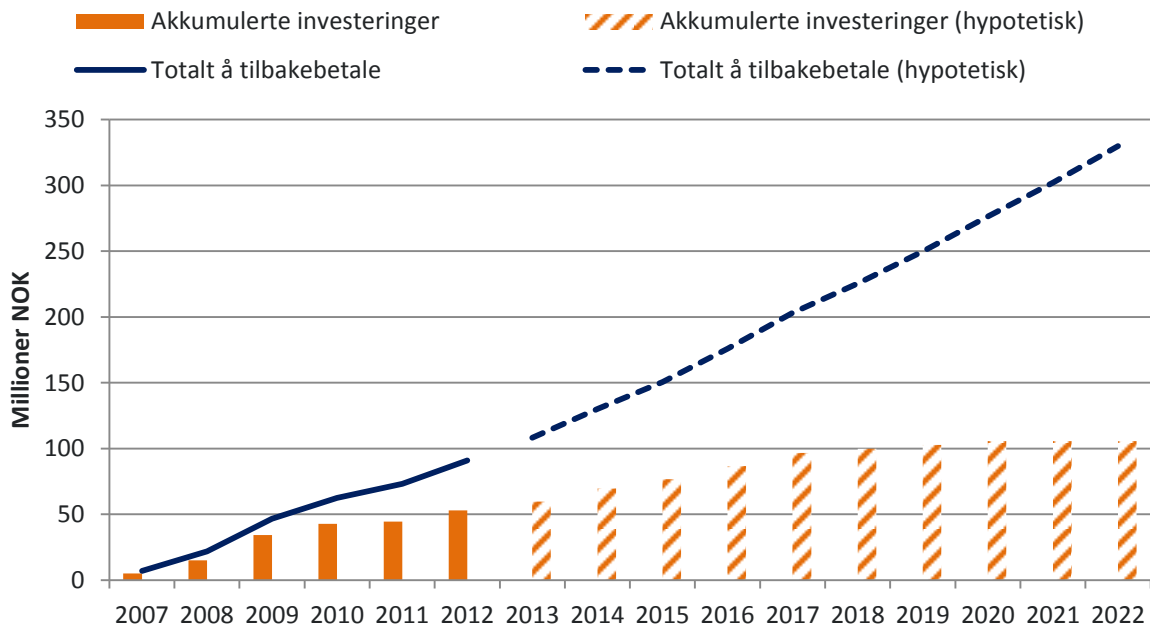
Ettersom det er snakk om en portefølje av unoterte tidligfasebedrifter med svært usikker verdi kan man si at det naturlige ville være at lånet til Fylkeskommunen blir betalt tilbake i sin helhet før aksjonærene får utbetalt noen midler. Slik det er i dag risikerer man at Fylkeskommunen kan tape penger på sitt lån samtidig som investorene får tilbake noe av sine midler. For fondets side ville imidlertid en slik utbetalingsrekkefølge være ugunstig fordi fondet gradvis vil miste sin gearingeffekt etter hvert som lånet tilbakebetales.

Som sagt avhenger fondets nominelle avkastningskrav over dets levetid i stor grad av periodiseringen av inntektene. Dersom man får en «kule» innen et par år vil store deler av kapitalen allerede være tilbakebetalt hvilket ville gjøre at avkastningskravet vil virke over kortere tid.

I Figur 9 antar vi som et ekstremutgangspunkt at alle realiseringer fra og med 2. kvartal 2013 utsettes til 2022 samtidig som fondet gjennomfører en initial investering på 7 millioner kroner hvert år fra 2013 til 2017 med tilhørende oppfølgingsinvestering på til sammen 3 millioner kroner fire år etterpå. Dersom man fører et slikt ekstremtilfelle vil det akkumulerte beløpet som skal betales tilbake (gitt at man når avkastningsmålet på egenkapitalen på 10 prosent) utgjøre hele 330 millioner kroner, hvorav 109 millioner skal betales til Fylkeskommunen og 221 millioner til aksjonærene. Differansen mellom fondets kapitalbase på 165,1 millioner kroner og akkumulerte investeringer på 106 millioner kroner er fondets forvaltningskostnader. Legger man til grunn at fondet per 1. kvartal 2013 allerede har

nedskrevet og realisert tap for omlag 26 millioner kroner, innebærer det at fondet må få mer enn 4 kroner igjen for hver krone de investerer i fremtiden.

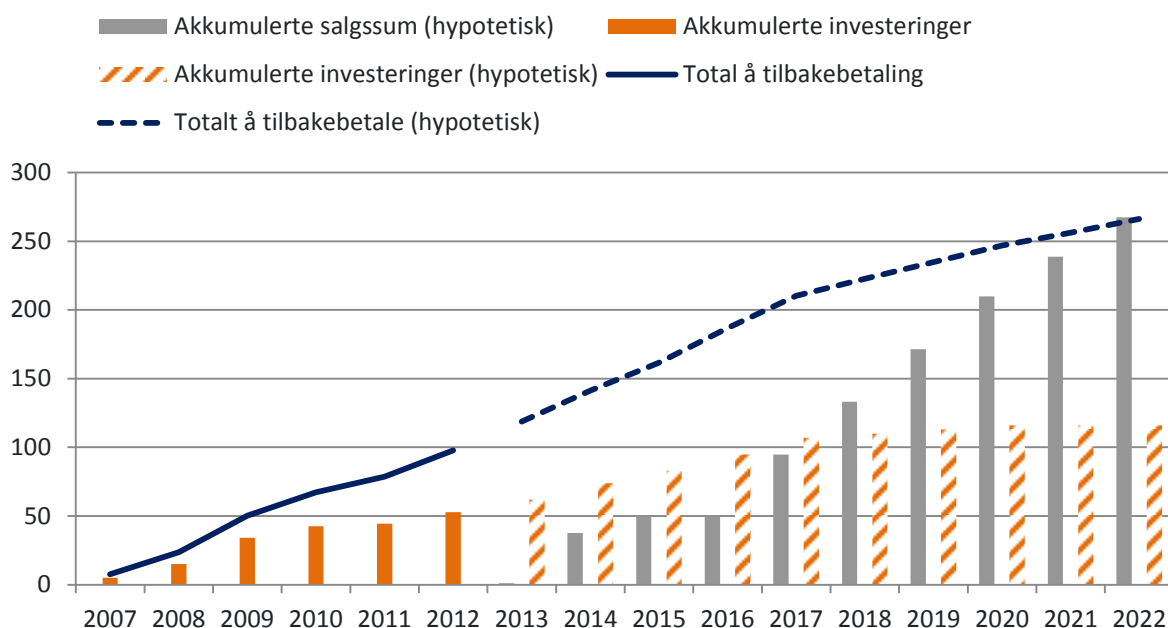
Figur 9 Fondets nominelle avkastningskrav gitt utvikling i investeringer og ingen tilbakebetalinger før i 2022.



Kilde: Bølgen og Sydvestor AS og Menon Business Economics

I neste eksempel ser vi i stedet på hva det nominelle beløpet vil være dersom man har løpende exiter alt annet likt. Vi har her forutsatt at det gjøres en exit per år fra 2013 til 2022 hvor hvert exit gir en multiplum på 3.2 ganger investert beløp (med unntak av investeringene som allerede er nedskrevet eller realisert med tap). Da ser vi at det nominelle avkastningskravet vil være 266 millioner kroner. Dette er 64 millioner kroner lavere sammenlignet med scenarioet hvor alle investeringene realiseres ved fondets terminering i 2022. Eksempelet er ment å illustrere hvordan timingen på exiten spiller inn, og at dersom fondet anser at de ikke lenger kan bidra til å øke verdien på porteføljeselskapet i betydelig grad så er det viktig å exitere så fort som mulig.

Figur 10 Fondets nominelle avkastningskrav gitt utvikling i investeringer og løpende tilbakebetalinger



Kilde: Bølgen og Sydvestor AS og Menon Business Economics

Våre eksempler viser at fondet må ha en multippel på et sted mellom 3 og 4 i snitt avhengig av når man exiterer. Det vanlige med hensyn til avkastning blant porteføljeselskapene i tidligfasefond er imidlertid at en stor andel av selskapene har negativ avkastning, mens et fond normalt har ett eller to case som drar opp avkastningen til hele fondet.

Per 1. kvartal 2013 har fondet tre porteføljeselskap hvorav så å si hele eierposten er nedskrevet til null, ett av disse er også exitert med et stort tap. Videre er det to foretak som fondet har investert i nylig. To av foretakene i porteføljen har imidlertid hatt en god verdiutvikling, og kan potensielt bli solgt med en god fortjeneste fra fondets side. Her knytter det seg imidlertid usikkerhet til potensielle kjøpere av disse porteføljeselskapene og når salget vil bli gjennomført. Disse to foretakene er i imidlertid i en ekspansjonsfase med positiv kontantstrøm som er en fase hvor forvalterne har god exit-kompetanse. Basert på en vurdering av disse porteføljeselskapenes inntjening i 2012 og budsjettert overskudd i 2013 virker det imidlertid urealistisk at noen av disse vil kunne selges for et beløp som gjør at fondet vil være à jour med avkastningsmålet på 10 prosent per år. En realistisk målsetning for salget av disse kan imidlertid være at det oppveier for de nedskrivningene som er gjort samt forvaltningskostnadene som har påløpt i løpet av perioden. I så fall må de to eierpostene selges for om lag 80 millioner kroner i løpet av 2015, hvilket tilsvarer at porteføljeselskapene må prises til nærmere 400 millioner kroner til sammen.

Fondet er som sagt kun halvinvestert og det fortsatt svært usikkert hva avkastningen vil bli. Høsten 2012 la fondet om investeringsstrategien. Strategien gikk ut på å redusere risikoen ved i større grad å rette fokuset mot små og mellomstore bedrifter (SMBer) med en løpende kontantstrøm, begrenset kapitalbehov, stor oppside og begrenset nedside. Vi er usikker på om denne investeringsstrategien er realistisk i og med at det har vist seg at denne typen selskaper foretrekker industrielle aktører som

eiere eller eventuelt større og mer spissede ekspansjonsfond. Det kan også stilles spørsmål ved i hvilken grad denne typen bedrifter har bruk for fondet. Forvalterne har selv pekt på at dealflowen fra SMB-segmentet har vært lav samt at fondet har begrenset løfteevne for selskaper i SMB-segmentet. Videre synes det lite realistisk at man finner bedrifter som oppfyller alle disse kriteriene, og i så fall at inngangsbilletten vil være lav nok til at det er aktuelt for fondet. På den annen side er det vår oppfatning at et SMB-fokus passer bedre med forvalternes kompetanse, og at det slikt sett er fornuftig i et avkastningsperspektiv. Det synes imidlertid ikke som om det er innen dette segmentet det er mangel på kapital i fylket. Vurderingen av forvalternes ulike eierkompetanser vil vi gå nærmere inn på i neste kapittel når vi ser på hvordan organisering og rammebetingelser for Møre og Romsdal Såkornfond virker inn på måloppnåelsen.

7. Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for Møre og Romsdal Såkornfond virker inn på måloppnåelsen

I dette kapitlet diskuterer vi hvordan organisering og rammebetingelser har påvirket fondets måloppnåelse. Rammeverket rundt diskusjonen er gitt av modellen som ble introdusert i kapittel 2.2.

7.1. Seleksjon

For å være i stand til å velge ut de rette selskapene til porteføljen er fondet helt avhengig av en stor base med investeringscaser å velge fra. I dette tilfellet har strømmen av caser, altså dealflowen, vært relativt lav og det har helt klart vært en utfordring for forvalterne å skaffe nok potensielle porteføljebedrifter å vurdere. Her er det flere forhold som spiller inn. For det første er det som tidligere nevnt indikasjoner på at Møre og Romsdal er underrepresentert nasjonalt med hensyn til nyetableringsvirksomhet, videre er det hevdet at entreprenører i fylket er særlig skeptiske til at eksterne aktører skal få rettigheter til bedriftens fremtidige inntjening og sist kan det virke som om fondet har vært noe dårlig markedsført i regionen.

Det er også verdt å merke seg at dealflowen har vært geografisk skjevt fordelt. Det har vært langt høyere aktivitet på Sunnmøre enn i Romsdal og på Nordmøre. Selv om vi tidligere har vist at næringslivet på Sunnmøre er større enn Romsdal og Nordmøre til sammen er det også helt tydelig at Ulsteinvikmiljøet har et betydelig større nettverk og nærere tilknytning til næringslivet på Sunnmøre, enn Kristiansundmiljøet har på Nordmøre og i Romsdal. Her kan det synes som om det er et uutnyttet potensiale i de to sistnevnte regionene.

Det er mye som tyder på at todelingen av forvaltningen med klare geografisk avgrensede ansvarsområder har gjort seleksjonen ineffektiv. I den nye tiltaksplanen har forvalterne, fra og med høsten 2012, tonet ned den regionale inndelingen og skal fordele prosjektene etter hvem som har mest egnet kompetanse og faglige forutsetninger. Dette tiltaket innebærer etter vår mening en klar forbedring av organiseringen, samtidig må man være oppmerksom på at dette kan forsterke den allerede skjeve rollefordelingen mellom miljøene.

Som et tiltak for å øke dealflowen til fondet har forvalterne gått gjennom registrene over alle foretak i fylket og sett på relevante case ut ifra næringstilknytning og regnskapsmessige forhold. Videre har man nå startet et arbeid med å kontakte sparebankene på eiersiden i fondet for å finne relevante case blant deres kunder. Forvalterne påpekte imidlertid selv her faren for at bankene hadde insentiver til å videreformidle kunder som trengte egenkapital til sikkerhet for banklån, snarere enn foretak med store vekstmuligheter.

I de tilfellene hvor fondet har fått tilgang på gode investeringscase har det ofte vært vanskelig å bli enige om å investere. Det kan nok delvis tilskrives fondets begrensninger på investeringenes størrelse, noe som gjør fondet mindre attraktivt for større bedrifter og spesielt de attraktive casene i gruppe 2. En mulig strategi for å bøte på dette er at fondet fungerer som signal – eller lead investor - og tar med koinvestorer som fra entreprenørens side gjør fondets investeringer større og mer attraktive. I de fleste porteføljeselskapene har de gått inn samtidig som andre investorer, men det er vanskelig å si at det skyldes at fondet har fungert som et signal.

Forvalterne har valgt å investere i få selskaper, åpenbart med tro på at man kunne selektere bedriftene med størst oppside og minst nedside. Det ser ut til at forvalterne har tatt tidligere såkornfonds mislykkede strategier til følge og dermed begrenset antall investeringer, men det ser samtidig ut til at forvalterne har valgt en overdrevent restriktiv strategi. Selv internasjonalt ledende såkornfond har større porteføljer hvor brorparten av porteføljebedriftene ender som tapsprosjekter og et lite mindretall bedrifter står for hele fondets overskudd. Utfordringen er å plukke ut tilstrekkelig mange bedrifter til å få med seg disse bedriftene uten at man investerer i så mange bedrifter at investeringenes størrelse blir for små og man blir vannet ut ved senere emisjoner. Dette er på mange måter kjerneutfordringen i det å forvalte tidligfasefond. Her har Møre og Romsdal Såkornfond hittil investert i for få bedrifter og det har vist seg at de ikke har vært i stand til å selektere de mest lønnsomme tidligfasebedriftene heller. Selv om seleksjonsstrategien kan ha bidratt til dette, er det viktig å påpeke at begge forvaltningsmiljøene har noe begrenset med kompetanse på seleksjon av tidligfasebedrifter i såkornfasen.

Det er imidlertid viktig å påpeke at det er for tidlig å konkludere endelig på fondets vegne da de fortsatt har om lag halvparten av kapitalen igjen til investering. Det er oppgitt at de skal investere i mellom fire til syv porteføljeselskap til. Det betyr at den endelige porteføljen vil havne på et sted mellom 10 til 14 porteføljebedrifter over hele fondets løpetid.

Fra styreleders side etterlyses det mer løpende orientering fra forvalterne om deres seleksjonsarbeid slik at det er mulig for styret å spille inn og påvirke prosessene underveis i forkant av investeringsbeslutningene som tas på styremøtene.

7.2. Kapitalstyring

Fondet har brukt lenger tid på å investere den kommitterte kapitalen enn det som er vanlig for tilsvarende fond. De initielle investeringene har vært relativt store og kunne med fordel vært delt opp i flere transjer samt at det har vært relativt få oppfølgingsinvesteringer i porteføljebedriftene. Aksjonæravtalene mellom porteføljebedriftene og fondet som investor har vært preget av «soft term

sheets» hvor andre tilsvarende fond ofte opererer med strengere krav til bedriftene. Forvalterne i fondet har gitt tydelige signaler om at tøffe avtalebetingelser ikke ville bli godtatt av gründerne eller de eksisterende eierne. Nå skal det sies at fondet, på grunn av få case, ikke nødvendigvis er i en posisjon som tillater så streng kontroll med investeringsstrømmene, og at en hard linje fra fondets side kan bidra til en ytterligere forverring av tilgangen på gode investeringsmuligheter i en region hvor relativt få selskaper som passer fondets profil. Vi tror likevel at en mer gradvis investeringsprofil med tydelige milepæler og oppfølgingsinvesteringer ville ha gavnet fondet.

Det bør også nevnes at forvalterne, ved å holde igjen investeringen, har unngått å investere i for mange ulønnsomme prosjekter. Dette investeringsmønsteret kan nok delvis tilskrives økt risikoaversjon etter to mislykkede store investeringer tidlig i fondets levetid. Når det så har vist seg at investeringene har resultert i tap har forvalterne vist at de er i stand til å gå ut av ulønnsomme bedrifter og flytte fokuset over på nye case.

Som nevnt tidligere er det fordelaktig om fondet får med koinvestorer i porteføljebedriftene, delvis for å øke fondets attraktivitet, men mest for å øke effekten fondet har på tilgangen på kapital i regionen. Sistnevnte gjelder hovedsakelig i de tilfellene hvor koinvestorene ikke ville investert i selskapet uten at fondet hadde gått inn og at fondet ikke fortrenger andre investorer.

Ifølge forvalterne skal fondet investere i ytterlige fire til syv selskaper, og at disse investeringene hovedsakelig skal rettes inn mot SMB-segmentet. Etter vår vurdering vil en slik strategi medføre lav sannsynlighet for å oppnå avkastningskravet på 10 prosent per år, men samtidig blir sannsynligheten for et stort tap tilsvarende redusert. Man beveger seg med andre ord inn i en mindre risikoeksponert portefølje. Problemet med denne strategiske dreiningen er at tilfanget av case er lavt og at behovet for kapital med offentlig risikoavlastning i dette segmentet er lite.

Fylkeskommunen har påpekt at fondet har gjennomført få investeringer så langt og skulle gjerne sett at fondet var fulltegnet. Diversifisering av fondets investeringer med hensyn til tid kan imidlertid også vise seg å være en god strategi med tanke på å minimere avkastningsrisikoen knyttet til fondets årgang. Det har nemlig vist seg at timing på etableringen av private equity fond i forhold til konjunkturer er en svært viktig faktor med hensyn til hvilken avkastning fondet ender opp med. Om man er i en oppgang eller nedgangskonjunktur er ofte vanskelig å se før man er ute av den og det kan det derfor også vise seg å være smart å posisjonere ut kapitalen over tid.

7.3. Komplementære ressurser

En av Møre og Romsdal Såkornfonds viktigste oppgaver er å bidra med kompetanse som er komplementær til kompetansen entreprenørene i porteføljeselskapene besitter. I tillegg vil fondets forvaltere, eller andre ressurspersoner tilknyttet fondet, bidra med nettverk som gjør selskapene bedre rustet til å hente inn kapital og skaffe nye eiere ved en eventuell exit gjennom oppkjøp.

Når det gjelder forvalterne av Møre og Romsdal Såkornfond har forvalterne solid strategisk og finansiell kompetanse og et sterkt nettverk innen maritime og marine miljøer i regionen. Denne typen kompetanse er særlig til stede hos forvalterne i Sydvestormiljøet. Dette nettverket har bidratt

til å skaffe kapital og kunder til bedriftene. På disse feltene skårer de også høyt i aksjonærenes vurdering av forvalternes kompetanse.

Forvaltningsmiljøet mangler ikke uventet teknologispesifikk kompetanse, og har i henhold til intervjuer i begrenset grad valgt å gå til anskaffelse av ekstern teknisk kompetanse. Innkjøp av ekstern kompetanse ved behov inngår i den nye tiltaksplanen. Kompetansen på forvaltning av tidligfasebedrifter er også svak og forvalterne har moderat kommersialiseringskompetanse knyttet til teknologisk umodne prosjekter, særlig når de står overfor globale markeder og store internasjonale aktører.

En naturlig kilde til komplementære ressurser som forvalterne kan trekke på er fondets styre. Per i dag etterlyser forvalterne styrerepresentanter med industriell- og investorkompetanse som de kan dra nytte av i forvaltningen av fondet. En slik kompetanse er nyttig for fondet i seleksjonsfasen, men kanskje særlig i exitfasen som man fremover må ha fullt fokus på.

7.4. Corporate governance

Fondets evne til å utøve aktivt eierskap er sterkt påvirket av fondets eierandeler i porteføljebedriftene og kravene de setter til bedriftens ledelse gjennom det vi kaller term sheets. Generelt har fondets forvaltere satt relativt lite strenge rammer, eller kjent som soft term sheets, men det kan ha sine forklaringer som nevnt over. I tillegg ligger det begrensninger i størrelsen på investeringene fondet kan foreta seg, som igjen legger begrensninger på makten fondet kan uttøve som eier. Når det er sagt, er selskapenes ledelse og styre jevnt over fornøyd med kontakten og samarbeidet med fondets styrerepresentanter. Disse aktørene oppfatter forvalterne som kompetente eiere som stiller krav til bedriftens utvikling.

En strategisk utfordring for fondet er at de sitter med såpass små eierandeler i selskap i SMB-segmentet, men dette er faktorer som skyldes fondets ytre rammebetingelser knyttet til investeringenes størrelse og ikke forvalternes egne beslutninger.

Fondets forvaltere har delt ansvaret for enkeltselskapene mellom hverandre hvor hvert porteføljeselskap formelt har hatt to forvaltere tilgjengelig. I praksis har én forvalter vært tilknyttet hvert enkelt selskap, men disse har gjennomgående behersket styrearbeidet godt.

Forvalterne har brukt store ressurser i sitt arbeid med enkelte selskaper hvor det har vært uenigheter om strategi mellom enkelte investorer og mellom investorer og ledelse. I ett tilfelle har de trukket seg fra styret som et resultat av en fastlåst situasjon med majoritetsseier. Vårt synspunkt er at dette er en fornuftig prioritering siden man frigjør ressurser som kan brukes på andre arbeidsoppgaver. Tunge problem-case trekker normalt store ressurser fra forvalterne og kan bidra til en kontraproduktiv utvikling i fondet.

Et annet corporate governance aspekt er forvalternes forhold til sin egen prinsipal. Fra survey undersøkelsen blant aksjonærene går det frem flere av investorene ikke er fornøyd med fondets

periodiske rapporteringer, særlig gjelder i forbindelse med ekstraordinære hendelser som kjøp og salg av porteføljeselskap. Videre svarer to tredjedeler av respondentene at de ikke er fornøyd med forvalternes rapportering av fondets internrente eller verdivurdering av porteføljeselskapene.

7.5. Exit

Selv om Sydvestormiljøet har mye erfaring med selskapstransaksjoner, synes de å mangle et nettverk de kan spille på for finne exit-muligheter for porteføljeselskapene i en tidlig fase.

For såkornfond og andre fond som investerer i bedrifter i forskjellige stadier av det man kan kalle tidlig fase, er det viktig at forvalterne allerede fra starten av er klare på at fondet skal ut av porteføljebedriften på et tidspunkt. I den forbindelse er det helt nødvendig at forvalterne tenker på mulige og konkrete exit-kandidater, altså større foretak eller fond, som kan kjøpe opp porteføljebedriften etter en gitt tidsperiode. Forvalterne bør også ha en god dialog med entreprenøren og de andre eierne i porteføljebedriften der alle er klar over at selskapet skal selges et gitt antall år.

Tilbakemeldinger fra intervjuene tyder på at det har vært formidlet at fondet skal ut av porteføljebedriftene etter en viss periode, men det har i liten grad blitt vurdert exit-kandidater fra starten av og det har ikke blitt satt strenge rammer for når fondet skal ut av porteføljebedriftene. Forvalterne (særlig fra Sydvestormiljøet) har kompetanse på exit i SMB-segmentet, men mangler noe kompetanse på exit for tidligfaseselskaper. De mest rutinerte venture-miljøene i Norge forteller at de ikke går inn i porteføljeselskap uten å ha en klar exit-strategi og en liste med potensielle kandidater som kan ta over porteføljeselskapet når fondet har brakt selskapet dit de har satt seg som målsetning. Ut i ifra samtaler med porteføljeselskapene, forvalterne og fondets styreleder sitter vi med inntrykk av at det ikke jobbes systematisk med å holde en dialog med potensielle exit-kanaler for fondets porteføljeselskaper. I evalueringen av såkornfondene med ansvarlig lånefinansiering fra Innovasjon Norge ble det vist at nettopp dette er et avgjørende punkt for å sikre god avkastning på investeringene. Det bør satses tyngre på dette feltet.

7.6. Organisering

Organiseringen av fondet og dets forvaltning kan ha stor betydning for fondets evne til suksess. I dette delkapittelet trekker vi frem utfordringer med hensyn til skjev arbeidsfordeling mellom de to forvaltningsmiljøene som står bak Bølgen og Sydvestor AS. Deretter påpekes det at både Sydvestor og Norcorp har flere hatter og at det derfor er rom for rolleblanding som kan medføre en unødvendig mistenkeliggjøring av rådgivernes agenda.

Skjev arbeidsfordeling og manglende insentivstruktur

Såkornfondet er organisert rundt to forvaltningsmiljøer, Sydvestor og Norcorp som befinner seg i henholdsvis Ulsteinvik og Kristiansund, men organiseringen utover det praktiske har ikke tatt høyde for at det er to forskjellige miljøer som skal handle som ett. Det er særlig verdt å merke seg at fordelingen av forvaltningshonoraret er delt likt mellom de to miljøene, som kan virke uhensiktsmessig når man ser at dealflow og kontakt med porteføljeselskapene ikke har vært likt fordelt mellom miljøene. Dette er problematisk siden man ikke har en fungerende intern insentivstruktur, noe som igjen skaper problemer for fondets overordnede insentivstruktur.

Det synes tydelig at håndtering av styreverv og oppfølgingen av porteføljeselskapene til Møre og Romsdal Såkornfond i hovedsak har vært basert på ressurser fra Sydvestormiljøet. Unntaket er Norsk Hummer hvor Norcorp har hatt en styrelederposisjon, samt investeringen i Shiplog som ble godkjent i styret i februar 2013 og som er lokalisert i Kristiansund. Det argumenteres for at arbeidsfordelingen har blitt slik delvis fordi selskapene som fondet har investert i har kommet fra Sydvestormiljøets dealflow, blant annet gjennom selskapets corporate finance virksomhet, og at det derfor har vært naturlig at ressursene fra Sydvestormiljøet også har fulgt selskapet videre, ikke minst fordi porteføljeselskapene ønsket det. Flesteparten av selskapene har sitt hovedsete i Sunnmøre noe som også har bidratt til den skjeve arbeidsfordelingen, ettersom Sydvestor, som er basert i Ulsteinvik, har kortere geografisk reisevei.

En fordeling av honoraret basert på 50/50-løsningen mellom de to miljøene kan virke urimelig, både i lys av fordeling av arbeidsbelastningen og evne til å identifisere investeringscase. I den grad det er mulig bør det her vurderes en endret modell hvor man intern-fakturerer i forhold til arbeidsmengde, oppfølgingsansvar og ulike suksessmål i Bølgen og Sydvestor AS i stedet for dagens modell hvor man fordeler honoraret 50/50 mellom Sydvestor og Norcorp uavhengig av oppfølgingsansvar i forhold til porteføljeselskapene. Det samme gjelder også eventuelle suksesshonorarer som vil komme i forbindelse med vellykkede exits. Dette er delvis et internt anliggende mellom forvaltningsmiljøene, men det er også høyst relevant fra fondets side fordi det handler om riktig insentivering av forvalterne, slik at de utfører en best mulig jobb.

Flere hatter og fare for rollekonflikt

I begge forvaltningsmiljøene ligger det utfordringer knyttet til potensiell blanding av roller. Hos Sydvestor er dette knyttet til utstrakt corporate finance-virksomhet hvor Sydvestor også fungerer som tilrettelegger for bedrifter med kapitalbehov. Det er åpenbart at dette kan føre til interessekonflikter, eller i det minste skape en frykt for dette hos fondets aksjonærer. Selv om Bølgen og Sydvestor har organisert seg slik at det er forvalterne i Norcorp som har ansvaret for fondets investeringer i de casene Sydvestor fungerer som tilrettelegger for, så er det en åpenbar fare for rolleblanding ettersom veggen mellom forvaltning og tilrettelegging blir for tynn. Dette kan skape unødvendig mistanke og sette Sydvestor i en vanskelig situasjon om noen skulle stille spørsmålstegn ved deres habilitet.

Norcorp på sin side er rådgivere for både Møre og Romsdal Såkornfond og Bølgen Invest AS. Norcorp er dermed involvert direkte som forvaltere i Møre og Romsdal Såkornfond og indirekte som eiere

gjennom Bølgen Invest som er fondets største aksjonær. I utgangspunktet er dette en ordning med flere fallgruver, men de formelle rammene er sikret, ettersom forvalterne i Norcorp ikke får betalt for samme arbeid gjennom begge organisasjoner. Forvalterne gir også Møre og Romsdal Såkornfond førsteprioritet ved vurderingen av nye case. I praksis er dette også en noe uoversiktlig organisering hvor de samme forvalterne er inne i fond som begge er i en aktiv investeringsfase samtidig. Fra intervjuene må det likevel understrekes at alle involverte parter hevder at Norcorp håndterer disse problemstillingene på en ryddig måte.

Virksomheten til både Sydvestor og Norcorp er beskrevet i informasjonsmemorandumet som ble utarbeidet i forbindelse med innhenting av kapital til fondet, inkludert Norcorps forvaltning av Bølgen Invest AS. Fondets aksjonærer burde således være kjent med rådgivernes øvrige virksomhet utover forvaltningen av Møre og Romsdal Såkornfond. Etter vår oppfatning går det imidlertid ikke klart frem av informasjonsmemorandumet at Bølgen Invest AS skulle investere direkte i Møre og Romsdal Såkornfond, videre står det heller ingen ting om at Sydvestor skal kunne ta oppdrag som tilrettelegger i transaksjoner hvor fondet er en part.

7.7. Rammebetingelser og vilkår

Av fondets rammebetingelser vil vi trekke frem tre punkter som byr på utfordringer for fondet: Begrensningene på investeringsbeløpene, sammenfall av reduksjoner i forvaltningshonorar og økende arbeidsmengde, og til slutt fondets avkastningskrav.

Feilslåtte begrensninger for oppfølgingsinvesteringer

Som omtalt tidligere er begrensningene på investeringene satt av ESA, noe hverken fondets styre eller forvalterne kan påvirke, men det er verdt å påpeke at dette kan skape vanskeligheter for fondet. Spesielt gjør det at fondet ikke er i stand til å bli med i en sterkt voksende bedrift uten at faren for å utvannes ved senere emisjoner er stor. I SMB-segmentet vil fondet heller ikke være attraktiv som eier med mindre forvalterne er i stand til å få med store koinvestorer. Sett i forhold til størrelsen på fondets kapitalbase på 165 millioner kroner er det godt med luft mellom ESAs begrensninger for investeringer i enkeltsekskap (til sammen 3 millioner euro i initial og oppfølgingsinvesteringer) og hva som virker forsvarlig med hensyn til å ha en diversifisert portefølje i fondet. Problemet med slike begrensninger i såkornfond handler da ikke om behovet for diversifisering, men heller om muligheten til å gå tungt inn i de få casene som fremstår som suksesser. Vi er av den oppfatning at ESA-kravene er direkte kontraproduktive på dette punktet og gjør det generelt vanskelig å drive såkorn-forvaltning med offentlig involvering i EØS-området

En annen stor utfordringen ligger i forhold til oppfølgingsinvesteringer i porteføljeselskapet hvor regelverket er strengt i forhold til minimumsperiode mellom hver emisjon. Videre er det satt u hensiktsmessige krav til at de nye midlene skal gå til nye produkt og markedsbehov. Dette viser en grunnleggende mangel på forståelse hos ESA for den usikkerhet det ligger i utvikling av ny teknologi. Selv om forvalter oppgir at dette har funnet sin løsning i praksis, vil vi påpeke det uheldige i at investeringskriteriene som ligger til grunn ESAs notiseringskrav fører til at fondet satser for store beløp når det går inn i porteføljeselskapet. Det hadde vært bedre om fondet heller kunne bidratt i

emisjoner forløpende og samtidig vurdert om utviklingen gikk slik som forventet. På denne måten hadde det vært enklere å begrense tapet i tidligfaseprosjekter uten suksess. Dette ville også senket terskelen for å gå inn i flere bedrifter i såkornfasen. Vi stiller et stort spørsmålsteget bak hvorfor ESA har valgt å tydeliggjøre disse begrensningene.

Voksende oppgaver og fallende forvaltningshonorar

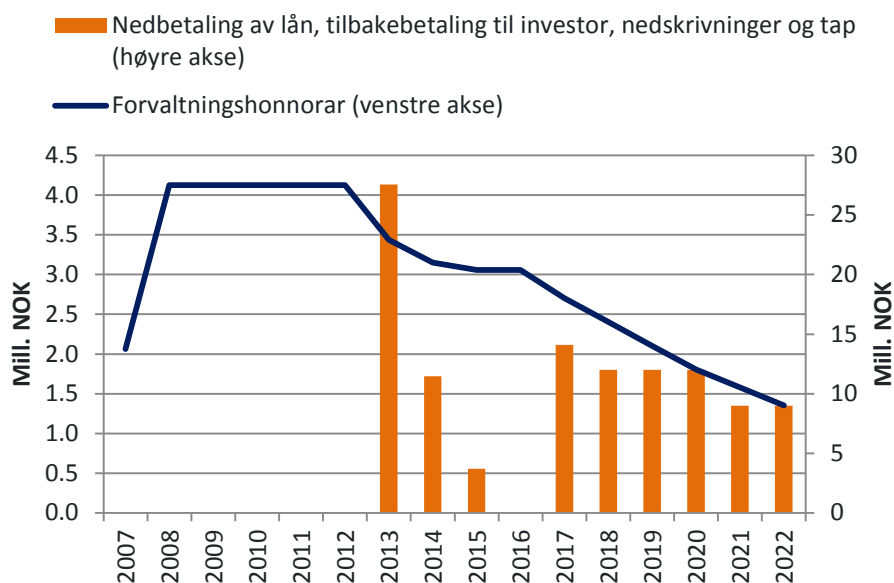
En annen type utfordring for forvaltningen er at forvaltningshonoraret gradvis vil reduseres etter hvert som investeringene realiseres. Dette følger av at forvaltningshonoraret utgjør en proportsats av kapitalbasen. Etter hvert som selskapene exiteres reduseres kapitalbasen. Gjennom realiseringen av Codfarmers ASA 19.02.2013 ble eksempelvis kapitalbasen redusert med omlag 16 millioner kroner. Dette innebærer en reduksjon i årlig forvaltningshonorar på 360 000 (2,25% av 16 millioner).

I utgangspunktet er dette en naturlig følge av at det ikke lenger er noe arbeid knyttet til oppfølging og rapporteringen av aktiviteten i dette selskapet. Utfordringen for Møre og Romsdal Såkornfond er imidlertid at det kun er halvinvestert. Vanligvis vil et private equity fond være fullinvestert innen fem år etter etablering, og deretter ha en ytterligere forvaltningsperiode på 3-7 år hvor man jobber strategisk med selskapet og kun gjennomfører oppfølgingsinvesteringer og exit. Møre og Romsdal Såkornfond på sin side er ikke fullinvestert og det forventes at det skal komme fire til syv nye selskap til i porteføljen før terminering. Dette innebærer at den totale arbeidsbelastningen i forbindelse med forvaltningen av fondet ikke vil reduseres de nærmeste årene.

Figuren under illustrerer hvordan forvaltningshonoraret reduseres over tid som følge av at porteføljeselskap selges ut av porteføljen eller at man nedskriver verdien til porteføljeselskap. Figuren viser at forvaltningshonoraret har ligget stabilt på i overkant av 4 millioner kroner fra 2007 og frem til i dag. I løpet av 2012 ble det imidlertid gjennomført betydelige nedskrivninger av verdien på tre av porteføljeselskapene hvilke slår ut i at grunnlaget for beregning av forvaltningshonorar blir redusert.¹² Basert på fondets egne planer for nåværende portefølje, samt sjablongmessige antagelser om salg av fremtidige porteføljeselskaper illustrerer figuren godt hvordan forvaltningshonoraret til rådgiver vil reduseres over tid når porteføljen gradvis reduseres. Vi må presisere at tallene etter 2013 kun er ment som en illustrasjon, og i hvilken grad og når forvaltningshonoraret reduseres avhenger av periodiseringen av exitene og eventuelle nedskrivninger. I Figur 11 har vi lagt til grunn en antagelse om at fondet investerer i fem nye porteføljeselskap og at man exiterer ett av disse hvert år i perioden 2018 til 2022.

¹² I følge forvalter er det angitt at forvaltningshonoraret nedjusteres først når verdien av en investering er nedskrevet til null. I hvilken grad verdien av investeringen er fullstendig nedskrevet eller bare delvis nedskrevet vil således ha betydning for forvaltningshonoraret.

Figur 11 Illustrasjon på utvikling i rådgivningshonorar til Bølgen og Sydvestor AS over tid¹³



Kilde: Bølgen og Sydvestor AS og Menon Business Economics

På sett og vis kan man si at de har fått for mye betalt de første årene i forhold til arbeidsmengde, mens de nå går inn i en fase hvor det er motsatt.

Forvaltningshonoraret er høyt, særlig om man tar fondets lange løpetid med i betraktningen. Så lenge forvalterne har vært klar over dette og greid å periodisere sine inntekter internt i forhold til arbeidsmengden som kreves knyttet til forvaltningen, er ikke dette noe problem. Investorene i fondet bør imidlertid være bevisst på at den gradvise reduksjonen av forvaltningshonorar kan være en problemstilling i forhold til arbeidsmengden som kreves i forhold til god oppfølging av de nye porteføljeselskapene som skal komme til i tiden fremover. Videre bør investorene også være oppmerksomme på at i den grad utsiktene til en avkastning som utløser suksesshonorar skulle bli små, vil det også være et insentiv hos forvalter til skyve på realisering av porteføljeselskapene så lenge som mulig for å holde størrelsen på forvaltningshonoraret oppe.

Investeringsstrategi og avkastningskrav

Krav til fondets avkastning må sies å være det mest grunnleggende rammevilkår. Avkastningskravet legger føringer på hvilken risiko fondet skal ta for å få en forventet avkastning på linje med

¹³ I 2010/2011 avsto forvalter cirka 2 millioner kroner i honorar i forbindelse med investering utover maksimalt beløp i forbindelse med investering i Codfarmers ASA/Atlantic Codfarmers AS per case samt betaling for tilrettelegging for co-investordeltakelse kapitalinnhenting (NOK 0,75 millioner). Dette er ikke tatt inn i figuren.

avkastningskravet. Fondet har en avkastning på 10 prosent per år for egenkapital og 12. måneders NIBOR pluss 0,5 prosent på lånekapitalen. For å eksemplifisere, dersom man antar at 12. måneders NIBOR er 3,5 prosent i snitt, så vil dette gi et avkastningskrav på totalkapitalen på 7.7 prosent i året. Legger man i tillegg til at forvaltningen av fondet er på 2,25 så er avkastningskravet til totalkapitalen på 10 prosent per år.

Det finnes to alternative tilnærminger til å vurdere dette avkastningskravet. Den ene måten er å vurdere avkastningskravet er i lys av et finanstereoretisk risiko-avkastningsperspektiv, for eksempel ved å bruke kapitalverdimodellen. Det er utenfor evalueringens mandat å gjøre en spesifikk risikovurdering av porteføljen til Møre og Romsdal Såkornfond, men det er uansett hevet over enhver tvil at det er stor risiko knyttet til investeringer i tidligfaseselskaper, og at fondets avkastningskrav om 10 prosent per år er betimelig i forhold til den risikoen som tas basert på en CAPM-betraktning.

Den andre måten å vurdere avkastningskravet er i lys av hva den historiske avkastningen har vært for fond med lignende investeringsmandat. Tabell 4 viser at alle europeiske venture-fondene sett under har hatt en svak avkastning. Særlig er det tidlig fase («early stage»), som trekker ned. Denne kategorien inkluderer også såkorninvesteringer. Møre og Romsdal Såkornfond kan sammenlignes med såkalte balanced fond, som består av en blanding av tidligfase og senfase-venture. Balanced har i Europa hatt en vektet avkastning på 4 prosent i perioden 1980 frem til 2011. Sett i lys av den historiske avkastningen til venture fond i Europa kan avkastningsmålet til Møre og Romsdal Såkornfond virke svært optimistisk¹⁴.

Tabell 4. Europeiske fond. Årlig netto pooled internrente (IRR) fra etablering til 31.12.2011 ("funds formed 1980-2011")

Fondets fase	Antall fond	Pooled IRR
Early Stage	459	-1.0
Later Stage	120	2.8
Balanced	191	4.0
All venture	770	1.5

Kilde: Thomson Reuters/EVCA

Møre og Romsdal Såkornfonds første tidligfaseinvesteringer har også vist seg svært risikable, og den potensielle nedsiden har i stor grad blitt realisert. Endringen i Møre og Romsdal Såkornfonds strategi

¹⁴ Det er verdt å merke seg at gjennomsnittlig internrente (IRR) innen venture sank betydelig i perioden 2007 til 2010 i forbindelse med finanskrisen.

fra 2012, med fokus på bedrifter i SMB-segmentet kan bidra til å redusere nedsiderisikoen noe, men vil samtidig også redusere muligheten for å identifisere de virkelig store suksessene.

7.7.1. Utløse private midler

En viktig egenskap ved et såkornfond er dets evne til å utløse investeringer fra andre parter ved at de får med koinvestorer i porteføljeselskapene. Møre og Romsdal Såkornfond består av 45 prosent lånefinansiering fra Fylkeskommunen, og 55 prosent egenkapital. Nærmere 20 prosent av egenkapitalen til fondet stammer fra offentlige midler slik at fondet har nesten et en til en forhold mellom privat og offentlig kapital. Samtlige aksjonærer svarer imidlertid at de ikke ville investert i Møre og Romsdal Såkornfond om det ikke hadde vært for risikoavlastningen gjennom lånet fra Fylkeskommunen.

I alle porteføljeselskapene, med unntak av Maritime Partner AS, har det vært koinvestorer inne i porteføljeselskapene. Videre har fondet - i den grad det har vært mulig - også i forbindelse med emisjonene søkt å få med fremmedkapital fra bankene. Dette har lyktes for Nor-X industry, Mobitalk, Artic Nutrition og Maritime Partner. For Atlantic Cod Farmers og Norsk Hummer har finansiering gjennom fremmedkapital vært vanskelig fordi disse selskapene har vært i svært tidlig fase.

Forvalterens egen vurdering er at kapitaltilførselen til porteføljeselskapene er omlag fem ganger så stor som det fondet selv har skutt inn. Sett i lys av at kapital virker relativt lett tilgjengelig i Møre og Romsdal er det vanskelig å vurdere i hvilken grad det er fondet som har bidratt til å få inn koinvestorer, eller om porteføljebedriften ville ha greid å skaffe kapital uansett. Hos de to bedriftene som per dags dato ligger an til å bli de mest vellykkede porteføljebedriftene argumenterer selskapene selv med at de ville greid å skaffe til veie nødvendig kapital selv om ikke Møre og Romsdal Såkornfond hadde kommet inn som investor.

Det må sies at andelen koinvestorer i porteføljebedriftene er god. Om dette er et tegn på at Møre og Romsdal Såkornfond har hatt en god signaleffekt, eller om det tyder på at mangelen på tidligfasekapital i fylket er overvurdert er ikke helt klart. Sannsynligvis er det kombinasjon av de to forklaringene.

7.7.2. Fylle gap frem til privat venture/bank investerer

Dette spørsmålet er delvis berørt tidligere gjennom diskusjonen av behovet for tidligfasekapital i Møre og Romsdal, gjennom diskusjonen av fondets evne til å utløse kapital fra private investorer og gjennom fondets evne til å exitere porteføljeselskapene.

Det er viktig å merke seg at Investeringsmandatet til Møre og Romsdal Såkornfond har full overlapp med det mandatet andre venturefond investerer under. Blant de fleste av selskapene har det også

vært løpende inntekter før fondet gikk inn på eiersiden slik at bankfinansiering allerede var inne i bildet, eller at bankfinansieringen kom på plass samtidig med at fondet gikk som deleiere. I de tilfellene hvor fondet har investert i såkornfasen har de til gode å vise at de kan bringe selskapet opp på et nivå hvor det er interessant for mer modne fond å investere.

8. Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordning

Fondet står per i dag overfor to hovedutfordringer:

1. fondet har så langt levert en avkastning langt under pari
2. antall investeringer er langt bak fondets opprinnelige målsetning om å være investert i 15 til 25 porteføljeselskaper i Møre og Romsdal.

Disse to utfordringene er delvis relatert i den forstand at dårlig utvikling i fondets første investeringer har bidratt til en mer forsiktig investeringsstrategi. I dette kapittelet trekker vi fram noen faktorer som vi mener har bidratt til disse to problemene, og videre på andre problemstillinger som kan oppstå som følge av dem.

Som følge av de to overnevnte utfordringene ble det høsten 2012 laget en handlingsplan for fondet som i korte trekk innebar at man skulle øke investeringstakten og investere i fire til syv bedrifter de neste årene. Investeringsfokuset skulle være på operative SMBer med stor oppside, begrenset nedside og lavt kapitalbehov. Tatt i betraktning forvalternes begrensede kompetanse i tidligfasebedrifter virker dette som en fornuftig strategi for å redde fondets avkastning. Med et slikt mandat beveger man seg imidlertid langt bort fra såkornsegmentet og inn i et segment hvor det er lite som tyder på at det eksisterer en mangel på kapital i fylket. Dersom fondet skal spille en rolle gjennom å dekke et kapitalbehov i fylkets næringsliv mener vi at mandatet må rettes mot bedrifter som befinner seg i en tidlig fase.

For at fondet skal evne å få en god avkastning må forvalterne øke fokuset på exit fra første dag. Selv om porteføljeselskapene er klar over at fondet ønsker en exit virker det i liten grad som om man har konkrete exit-muligheter i sikte. Forvalterne mangler tidligfasekompetanse både på markedssiden og på exit-siden. Det er også flere næringer hvor de er svakt dekket. Her bør det vurderes nøye om man kan bygge opp komplementær kompetanse i styret som forvalterne kan dra nytte av.

Kombinasjonen av lav avkastning og etterslep på investeringene kan medføre en uheldig kombinasjon. Dersom utsiktene til suksesshonorarer uteblir samtidig som det årlige forvaltningshonoraret gradvis forvitrer som følge av at porteføljen reduseres kan dette gi svært uheldige insentiveffekter på forvalterne. Motivasjonen som da er igjen består av forvalternes egne eierandeler i fondet, som tross alt er relativt begrenset. For å komme en slik potensielt uheldig situasjon i møte er det desto viktigere at man får på plass en fordeling av forvaltningshonoraret mellom miljøene som sikrer god intern insentivering. Per i dag fordeles forvaltningshonoraret likt mellom Norcorp og Sydvestor i henhold til eierbrøken i Bølgen og Sydvestor AS, mens det til nå synes

som om Ulsteinvikmiljøet har en betydelig innvirkning på fondets portefølje ved å skaffe til veie en dealflow, samt at de har en større arbeidsbelastning gjennom styrearbeid og oppfølging av porteføljeselskapene. Dette problemet kan løses ved at man løfter opp insentiveringen fra investeringselskapene og inn i Bølgen og Sydvestor AS.

Gjennom intervjuer har det kommet frem at det har vært tilfeller hvor Sydvestor har hatt kommet i en dobbeltrolle som tilrettelegger for en bedrifts kapitalinnhenting samtidig som de har gitt råd til Møre og Romsdal Sårkornfond om å investere i det samme selskapet. Dette er en svært uheldig blanding av roller ettersom disse to rollene kan sies å ha ulike interesser. Mens man som tilrettelegger i hovedsak er motivert av at emisjonen blir gjennomført, er man som investor interessert i at prisen er så gunstig som mulig. I praksis har dette vært håndtert ved at Norcorp har tatt ansvaret for rådgivningen inn mot den spesifikke investeringen. Videre har det også vært påpekt at ettersom det har vært flere investorer involvert i emisjonen så er man sikret en riktig prising. Vi vil understreke at dette uansett ikke synes som en tilstrekkelig god håndtering av saken, og anbefaler for fremtiden at Sydvestor ikke er tilrettelegger i emisjoner hvor Møre og Romsdal Sårkornfond er involvert. Nøyaktig hvordan dette skal håndteres bør imidlertid diskuteres blant fondets aksjonærer i den grad at man risikerer at Møre og Romsdal Sårkornfond ikke får tilgang til potensielt gode investeringer hvor Sydvestor har en tilretteleggende rolle. Det viktigste er uansett at det lages kinesiske murer som sikrer at Sydvestor i etterkant ikke kan bli beskyldt for å ha en utydelig agenda.

Ved tilbakebetaling av kapital i forbindelse med fremtidige exiter fra porteføljen skal fremmed- og egenkapitalen betales tilbake i henhold til deres andel av kapitalbasen (45/55). Gitt fondets nåværende situasjon hvor flere av porteføljeselskapene har hatt en dårlig utvikling er det viktig å være klar over at dette kun gjelder dersom fondets egenkapital blir vurdert å være tilstrekkelig stor. Dersom tapene overgår størrelsen på egenkapitalen vil man etter loven ikke ha mulighet til å betale tilbake til aksjonærene. For Fylkeskommunen som långiver er det her viktig å være klar over at dersom fondet har en tilstrekkelig dårlig utvikling kan situasjonen inntreffe at aksjonærene får tilbake deler av sin innskutte egenkapital samtidig som at Fylkeskommunen ved fondets terminering kan ende opp med å tape betydelige deler av sin ansvarlige lånekapital.

9. Vedlegg

Tabell 5 Oversikt over personer som har bidratt til evalueringen.

Intervju-type	Rolle i fondet	Firmanavn	Navn	Tittel
Stedlig	Forvalter	Bølgen og Sydvestor AS	Ivar Kvangardsnes	Daglig leder og investeringssjef Ulsteinvik-kontoret
Stedlig	Forvalter	Bølgen og Sydvestor AS	Frede Uldbæk Reidar	Investeringsrådgiver Ulsteinvik-kontoret
Stedlig	Forvalter	Bølgen og Sydvestor AS	Bjerkestrand	Investeringssjef Kristiansund-kontoret
Stedlig	Forvalter	Bølgen og Sydvestor AS	Sindre Stavnesli	Investeringsrådgiver Kristiansund-kontoret
Stedlig	Styreleder	Såkorfond AS	Lars Liabø	Styreleder
Stedlig	Kreditor	Møre og Romsdal Fylkeskommune	Bergljot Landstad	Regional- og næringsjef
Stedlig	Kreditor	Møre og Romsdal Fylkeskommune	Willy Jarle	Ass. fylkesrådmann
Stedlig	Kreditor	Møre og Romsdal Fylkeskommune	Loftheim Per Eldar	Seksjonsleiar strategi og næringsutvikling
Telefon	Portefølje-bedrift	Atlantic Cod Farms AS*	Nakken Ivar	Tidligere daglig leder
Telefon	Portefølje-bedrift	Norsk Hummer AS	Kvangardsnes Frank Glad	Daglig leder
Stedlig	Portefølje-bedrift	Nor-X Industry AS	Balcken Kåre Roger	Daglig leder
Stedlig	Portefølje-bedrift	Mobitalk AS	Rødseth Christian	Daglig leder
Telefon	Portefølje-bedrift	Maritime Partner AS	Pritchard Peder	Daglig leder
Telefon	Portefølje-bedrift	Arctic Nutrition AS	Myklebust Hogne	Daglig leder
Survey	Aksjonær	EMAR INVEST AS	Hallaråker Einar M.	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	TUSSA KRAFT AS	Kristensen	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	GJERDE INVEST AS	Elling Dybdal	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	SINGLE HOLDING AS	Frode Gjerde	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	SPAREBANK1 MIDT-NORGE	Geir Løseth Gerd Marit	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	NAUSTNESET AS	Langøy Jon Ove	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	SPIILKA INTERNATIONAL AS	Ringstad	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	FJORD1 NORDVESTLANDSKE AS	Kåre Stafset	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	TRØNDERENERGI INVEST AS	Leif Øverland	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	SPAREBANK 1 NORDVEST	Leif Lihaug Odd Einar	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	REHUA AS	Folland Oddvar	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	NORDEA BANK NORGE ASA	Skjegstad	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	SPAREBANKEN MØRE	Otto Inge Skeide	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	TOTE AS	Ove Ness	Kontaktperson mot fondet
Survey	Aksjonær	TOTE AS	Terje Heggem	Kontaktperson mot fondet