



## MASTEROPPGAVE 2010

FAGOMRÅDE: Innovasjon og nyskaping	DATO: 1. mars 2010	ANTALL SIDER: 59 + 72 s. vedl.
------------------------------------	--------------------	--------------------------------

### TITTEL

## **Formelle investorers oppførsel Om hvordan formelle investorer vurderer potensielle venturemuligheter**

### UTFØRT AV:

Atle O. Våge

[atle.vage@hib.no](mailto:atle.vage@hib.no)

Alf-Emil Slinning

[alf-emil.slinning@hib.no](mailto:alf-emil.slinning@hib.no)

### SAMMENDRAG:

Vår oppgave har hatt som målsetning å kartlegge hva formelle investorer legger vekt på når de skal vurdere potensielle investeringsobjekter innenfor teknologiske oppstartsbedrifter, og undersøke om det kan være forskjeller på private formelle investorer, offentlige investorer og banker når det gjelder slike vurderinger. For å svare på dette har vi brukt en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ undersøkelsesmetodikk. I den kvalitative delen brukte vi en løst strukturert intervjuform (Sætre, 2003), og vi utarbeidet en intervjuguide basert på et arbeid gjort av Michael J. Roberts og Lauren Barley ”How venture capitalists evaluate potential venture opportunities” (Roberts and Barley, 2004) Den kvantitative delen ble basert på en QuetBack undersøkelse og analysert ved hjelp av enveis ANOVA analyse basert på JMP statistikkverktøy.

Undersøkelsen viser at selv om ulike typer investorer bruker samme type vurderingsverktøy, analyserer de ulikt, har ulike finansieringskriterier og legger vekt på ulik type informasjon. De bruker forretningsplan mye på samme måte, men har ulikt fokus når de vurderer den. Investorene mener det er viktig at idehaver investerer egne midler i prosjektet. Immaterielle rettigheter har stor betydning for venture og offentlige investorer. Ventureselskaper er mer kortsiktig i sine investeringer enn offentlig og bank.

En del av våre funn kan tyde på at det er større forskjeller mellom gruppene, men dette støttes ikke i den litteraturen som vi har gjennomgått. Det trengs derfor flere undersøkelser eller litteratursøk, for å kunne trekke noen konklusjoner om disse forholdene.

### FAGLÆRER:

VEILEDER(E): Førsteamanuensis Alf-Steinar Sætre

### UTFØRT VED:

## Forord

Denne masteroppgaven er et resultat av Innovation Net sitt arbeid med kompetanseheving for lærere i høgskolene i Norge.

Vi vil takke kollegaer innen nettverket for et fint arbeidsfellesskap.

Spesielt vil vi takke kollegaer ved Høgskolen i Bergen som har bidratt på ulike måter med faglige råd og hjelp:

Øyvind Valde, hjelp med tilrettelegging av QuestBack-undersøkelsen

Mons Monstad, faglig støtte og evaluering av spørreskjema

Signe Syrrist, faglig støtte og evaluering av spørreskjema

Jens Kristian Fosse, evaluering av spørreskjema

Jarle Aarstad, veiledning innen simulering

Til sist vil vi takke veileder ved NTNU Senter for entreprenørskap, Alf Steinar Sætre. Vi har alltid fått klare og konstruktive tilbakemeldinger på våre henvendelser.

Høgskolen i Bergen

1.mars 2010

Alf-Emil Slinning og Atle Våge

## INNHALDSFORTEGNELSE

1.	Problemstilling.....	1
2.	Teori.....	3
2.1	Innledning.....	3
2.2	Hvilke typer bedrifter har behov for ekstern finansiering.....	3
2.3	Definisjon av ulike utviklingsfaser .....	4
2.3.1	Oppstartstadiet .....	4
2.3.2	Ekspansjonsstadiet .....	4
2.4	Type investorer .....	4
2.4.1	Investorbeskrivelse .....	6
2.4.2	Private investorer .....	8
2.4.3	Ventureforetak.....	10
2.4.4	Direkte Corporate ventrue.....	12
2.4.5	Lånemarkedet .....	12
2.5	Forretningsplan som verktøy til finansiering.....	12
2.6	Investors karakteristika, oppførsel og preferanser .....	13
2.6.1	Bankene .....	14
2.6.2	Private investorer .....	14
2.6.3	Statlig finansiering.....	15
2.7	Privat kapital i ulike faser.....	16
2.8	Investeringskriterier .....	17
3.	Metode.....	20
3.1	Kvalitativ metode .....	20
3.1.1	Intervju .....	21
3.1.2	Intervjudesign .....	21
3.1.3	Intervjuanalyse .....	23
3.2	Kvantitativ metode .....	24
3.2.1	Utvikling av instrument .....	24
3.2.2	Instrumentvalidering .....	25
3.2.3	Gjennomføring av datainnsamling .....	25
3.2.4	Metode for dataanalyse .....	26
3.2.5	Utforming av spørreskjema .....	26
4.	Analyse .....	28
4.1	Sammenligning Kvantitativ - Kvalitativ .....	28
4.1.1	Del 1, Vurdering av potensielle venture muligheter.....	28
4.1.2	Del 2, Vurdering av utsiktene for selskapets forretningsmodell.....	32
4.1.3	Del 3, Gjennomføring av "due diligence" .....	36
4.1.4	Del 4, Prosesser før endelig beslutning om å investere i et selskap.....	39
4.1.5	Del 5, Finansielle analyser .....	44
4.1.6	Del 6, Risikovurdering.....	46
4.1.7	Del 7, Framtidig exit .....	50
5.	Diskusjon.....	55
5.1	Innledning.....	55
5.2	Metode .....	55
5.3	Generelle trekk ved kriteriene for investeringsbeslutning.....	55
5.4	Forskjeller i kriterier for investeringsbeslutningene .....	56

---

6. Konklusjoner .....	59
7. LITTERATURLISTE .....	60
Vedleggsoversikt .....	62
Vedlegg 1: QuestBack-formular .....	63
Vedlegg 2: Liste over inviterte respondenter .....	73
Vedlegg 3: Utskrift fra analyseresultat .....	74
Vedlegg 4: Transkribering av intervju .....	107
Respondent 1a, Finansieringsrådgiver for et stort konsern .....	107
Respondent 1b, Partner i et større investeringsselskap .....	115
Respondent 2, Investeringsdirektør i Innovasjon Norge .....	119
Respondent 3, Investeringsdirektør i bank .....	126

# 1. Problemstilling

Norsk næringsliv domineres av små og mellomstore bedrifter (SMB). 96% av alle norske bedrifter har færre enn 20 ansatte og 99.5% har færre enn 100 ansatte. Mer enn 70% av sysselsettingen skjer i SMB bedrifter. Små bedrifters andel av den totale sysselsettingen har økt i perioden 1970 - 90 (Reitan og Sørheim, 2001). Det er derfor viktig for samfunnet at slike bedrifter får rammebetingelser som kan være til hjelp i etablerings og driftsfasen. Spesielt viktig er det å legge til rette for velfungerende finansieringsordninger i og med at mange unge bedrifter i en etablerings og ekspansjonsfase opplever problemer i forhold til ekstern finansiering (Reitan og Sørheim, 2001).

Bjørnar Reitan og Roger Sørheim foretok i 2001 en undersøkelse blant norske bedrifter for å se på betydningen av eksterne eiere og private investorer. De fant ut at finanskapitaltilgang var dårligere for bedrifter i tidlige stadier enn i senere stadier. De fant også ut at jo lenger ut i livssyklus en bedrift var, desto større betydning har egen inntjening for finansiering av egen virksomhet. Betydning av lån og tilskudd fra Innovasjon Norge avtar også utover i bedriftens livssyklus. De avdekket at private investorer betyr mye i utviklings-, etablerings- og introduksjonsfasen. Private investorer spiller altså størst rolle i de tidlige stadier av livssyklusen (Reitan og Sørheim, 2001).

Det viser seg at selskaper i utviklings-/etableringsfasen har gjennomført flere emisjoner enn selskap i andre faser, og at det er langt flere bedrifter i utviklings-/etableringsfasen og i vekstfasen har aktivt søkt etter nye eiere/investorer de siste tre årene enn bedrifter som befinner seg i modnings-/tilbakegangsfasen. Bedrifter i tidligfasen og vekstfasen som aktivt har søkt etter nye deleiere/investorer de siste 3 årene, har i større grad lykkes med et enn bedrifter i de senere fasene. Det virker derfor som om kontakten med det eksterne kapitalmarkedet er mer vanlig blant yngre enn eldre bedrifter.

Det er derfor viktig for bedriftene i denne fasen å vite noe om hvordan man skal posisjonere seg i forhold til potensielle investorer.

For å kunne bidra til å gi svar på dette har vi i denne oppgaven sett på hvordan formelle investorer vurderer nye investeringer i teknologiske oppstartsbedrifter.

## **Målsetting**

Målsettingen har vært å kartlegge hva formelle investorer legger vekt på når de skal vurdere potensielle investeringsobjekter innenfor teknologiske oppstartsbedrifter, og undersøke om det kan være forskjeller på private formelle investorer, offentlige investorer og banker når det gjelder slike vurderinger.

## 2. Teori

### 2.1 Innledning

Teorikapittelet er forsøkt avgrenset til tema som har direkte relevans for problemstillingen. Dette betyr at det er omtalt sammenhenger med spesiell vekt på vekstbedrifter i oppstart- og ekspansjonsfasen. Der det er nødvendig for sammenhengens skyld er også andre situasjoner/tema omtalt

### 2.2 Hvilke typer bedrifter har behov for ekstern finansiering

I denne oppgaven er problemstillingen begrenset til Små og Mellomstore Bedrifter, SMB. Noen bedrifter har begrenset behov for ekstern finansiering og noen har stort behov. Disse betegnes gjerne ut fra bedriftens vekstpotensial som levebrødsforetak og vekstforetak.

Et vekstforetak etableres ofte på grunnlag av en ny vare eller tjeneste. Målsettingen er da å utvikle produktet og å introdusere dette på et nasjonalt og gjerne internasjonalt marked. Foretaket kalkulerer med en bestemt vekst. Veksten kan være i kroner eller som del av et marked.

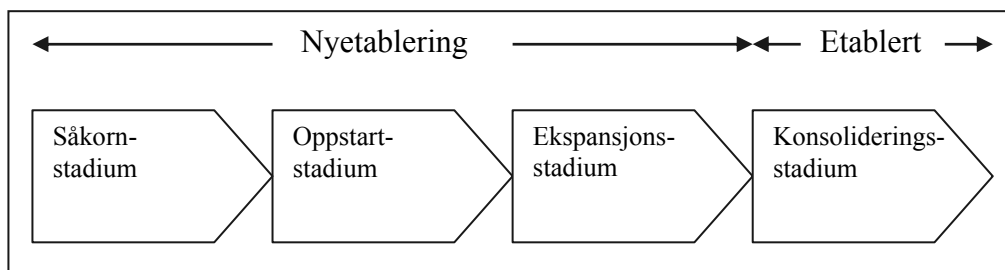
En vekstbedrift er ofte basert på høy kompetanse og er kapitalkrevende. Det er gjerne en grunder som har ideen som foretaket er basert på. Denne har ofte i utgangspunktet alle rettigheter. For å få ønsket vekst kreves tilførsel av ekstern kapital. Denne tilførselen betales med avgivelse av eierandeler eller rettigheter.

Det skilles mellom nyetableringer og etablerte bedrifter. Denne oppgaven har fokus på nye teknologibedrifter. (Grått felt i figur 2.1 under.)

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

Figur 2.1 Vekstbedrift versus Levebrødsforetak

## 2.3 Definisjon av ulike utviklingsfaser



Figur 2.2 Utviklingsstadier etter EVCA<sup>1</sup>

For å plassere de fasene vi har studert i en sammenheng vises til figur 2.2 over. Den første fasen, såkornstadiet, regnes for å være for tidlig for ventureselskaper. Den siste fasen konsolideringsfasen, er for etablerte bedrifter.

### 2.3.1 Oppstartstadiet

Omfatter videreutvikling av produkt/tjeneste. Det bygges opp produksjonsfasiliteter og innledende markedsaktiviteter.

### 2.3.2 Ekspansjonsstadiet

Denne fasen omfatter markedsintroduksjon og videre oppbygging av produksjonskapasitet og økt markedsaktivitet.

## 2.4 Type investorer

Det refereres ofte til begrepet ”kapitalgap” eller ”finansieringsgap”, på engelsk ”the equity gap”. Dette er definer som ”mangel på risikokapital, som kan gjøre små investeringer, fra institusjonelle kilder for bedrifter i såkorns – start-up - og tidlig vekst-fase, som oppstår fordi faste kostnader ved vurdering og kontroll gjør det uøkonomisk for venturekapital-fond å gjøre små investeringer, og at bankene dessuten har en motvilje mot å gi lån uten sikkerhet” (Van Osnabrugge og Robinson, 2000). Det blir pekt på at dette kapitalgapet oppstår enten fordi SMB ikke evner å få finansiering, eller at kapitaleierne ikke finner nok gode investeringsobjekter.

<sup>1</sup> European Private Equity & Venture Capital Association



Det pekes på at det objektivt sett ikke eksisterer noe kapitalgap i finansmarkedet, men at problemene oppstår på grunn av et fragmentert og lite oversiktlig kapitalmarked. Dette oppstår på grunn av at finansmarkedet ikke fritt kan tilby all informasjon om finansieringskilder og investeringsmuligheter til kjøpere og selgere av kapital (Van Osnabrugge og Robinson, 2000).

I den grad ekstern finansiering er et problem er det unge, små bedrifter som ønsker å ekspandere, som opplever problemer med å få tilgang på relativt begrensede beløp av ekstern kapital (Reitan og Sørheim, 2001).

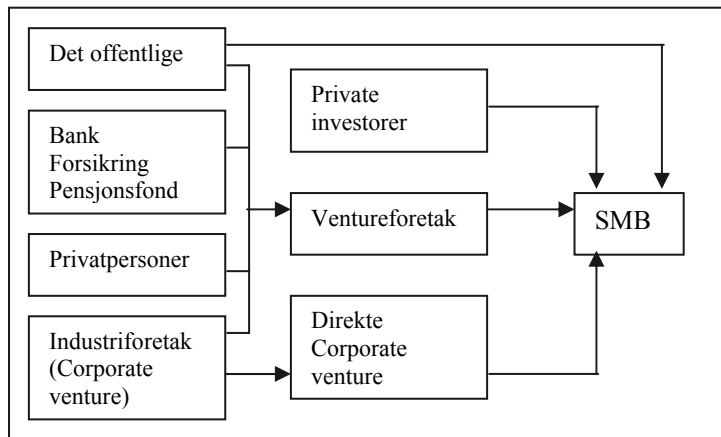
Selv om majoriteten av entreprenørielle firma prøver å reise ekstern kapital vil ikke alle ha suksess. Det er kritisk å vite hvilke typer av investorer en skal kontakte og når de skal kontaktes. Det viser seg at behovet for ekstern kapital er mye større enn en tidligere trodde (Mason and Harrison, 1992). I en studie (1991) vises det at firma som mottar ekstern finansiering tenderer til å ha høyere vekstrate, mer internasjonalt fokus og større markedsandel enn de som ikke har ekstern finansiering.

Det er utført en casestudie (Matson, 1999) av 42 høyteknologiforetak med utspring hovedsakelig fra NTNU og SINTEF. Studien avdekker at tilgangen på langsiktig og kompetent risikokapital er et problem. Noe av forklaringen er i følge Matson at caseutvalget domineres av foretak som ikke har lyktes, sett fra entreprenørens synspunkt, men at en god del av casene tilhører gruppen av forkastningsfeil (gode prosjekter som burde fått finansiering). Det interessante med denne studien er at Matson hevder at årsaken til manglende finansiering generelt sett ikke var kapitalmangel, men kontraheringsproblemer mellom entreprenører og investorer.

First Tuesday, en frivillig organisasjon bestående av personer knyttet til IKT-næringen i Norge, gjennomførte i 2001 en spørreundersøkelse blant 2000 av sine entreprenørmedlemmer. Totalt ca. 250 besvarte undersøkelsen. På spørsmål om hva som utgjør de største utfordringer i forbindelse med etablering av ny virksomhet, framheves mangel på kapital som den største utfordringen.

Figur 2.3 under viser ulike veier for kapitalflyt fra en investor inn mot et oppstartsselskap. Ventureforetak har direkte kontakt inn mot selskapet, mens det offentlige også går gjennom et

ventureselskap. Det samme gjelder bank, selv om figuren viser at de i hovedsak investerer gjennom ventureselskap.



Figur 2.3 Private kapitalstrømmer (Matson, 2000).

Nedenfor vises oversikt over finansieringskilder som anses relevante i vår sammenheng. Det vil senere bli vist i hvilken fase de ulike finansieringskildene vanligvis opptrer.

### 2.4.1 Investorbeskrivelse

Tradisjonelt har nye og små oppstartbedrifter gått til banker, firmaer som investerer oppstartsselskap og private og offentlige investeringsselskaper for å søke etter startkapital. Selv om noen av virksomheter har kunnet innhente kapital gjennom slike institusjoner mange har møtt problemer med å få finansiering.

Uformelle investorer utgjør den viktigste kapitalkilden til små og mellomstore bedrifter. Disse investerer i virksomheter i tidligere faser enn tradisjonelle institusjoner. Dette betyr at det er lettere for oppstartbedrifter å tiltrekke seg uformelle investorer enn formelle investorer.

Den typiske norske uformelle investor er man mellom 35 og 55 år med høy utdannelse, lang yrkesbakgrunn og 2,5 mill i formue (eksklusiv eget hjem). Fleste av investorene er tidligere vellykkede entreprenører (Reitan og Sørheim, 2000).

Reitan & Sørheims studie av 425 norske investorer viser følgende aktivitetstabell:

**Table 2.1. Investment activity**

	Last 3 years (n=417)
Total number of investments	1560
Average number of investments	3,7
Total investment amount	\$119 million
Average invested amount per investor	\$292.300,-
Average invested amount per project	\$ 76.300,-

Gjennomsnittlig investert beløp pr prosjekt ble med gjeldende \$-kurs NOK 595.000.-

Det vises også til at det kunne vært investert betydelig større beløp dersom flere prosjekter hadde vært tilgjengelige. 40 % av investorene ville ha investert mer innenfor sitt felt dersom flere prosjekter hadde vært tilgjengelige. Hele 31 % av ikke-investorer ville ha investert dersom de hadde vært klar over prosjektet. Det er således et stort ikke-forløst investeringspotensial.

De mest vanlige måtene investorene får kjennskap til prosjektene på er listet i tabellen under:

**Table 2.2. Use of information sources on investment opportunities**

(n=366)	Investors who have used source (%)
Friends/acquaintances	45,9
Magazines/newspapers/media	35,5
Private banks, venture and investment companies, stockbrokers etc.	29,0
Business connections	25,1
Active search on own initiative	23,5
Founders/inventors made direct contact	13,1
Sum other	16,4

Sum prosent >100 og viser at investoren har fått informasjonen flere veier.

Vi ser at investoren bruker et stort spekter av kilder, med venner og kjente som mest brukte informasjonsbase. Tilfellet der investor blir kontaktet direkte av oppfinner kommer ganske langt nede på listen (13,1 %).

## 2.4.2 Private investorer

Studier viser at prototypen på en privat investor er en mann mellom 35 og 55 år med lang utdannelse, lang arbeidserfaring og solid økonomi. Likevel utgjør private investorer en heterogen gruppe.

Private investorer kan grupperes som vist i tabellen under:

		Kompetanse	
		Lav	Høy
Investerings- aktivitet	Høy	Gruppe 2  <b>Tradere</b>  (24% av investorene)	Gruppe 4  <b>Profesjonelle Business Angels</b>  (25% av investorene)
	Lav	Gruppe 1  <b>Lottoinvestorer</b>  (30% av investorene)	Gruppe 3  <b>Analytiske investorer</b>  (21% av investorene)

Figur 2.4 Fra: Sørheim og Landström, 2001

Gruppene 1 og 2 har liten relevans i denne sammenhengen.

Gruppe 3: "*Analytiske investorer*" er kjennetegnet ved:

- Relativt høy grad av kompetanse i form av ledelses- og entreprenørfaring.
- Relativt liten investeringsaktivitet.
- Kun en liten andel av deres formue er plassert i unoterte foretak.
- Venner og bekjente er en viktig informasjonskilde mht. investeringsmuligheter, og investeringer foretas ofte sammen med andre.
- Mer en 1/3 av disse investorene har investert regionalt de tre siste årene til tross for ellers liten investeringsaktivitet.

Gruppe 4: "*Profesjonelle Business Angels*" er kjennetegnet ved:

- Finansierer høy-risiko entreprenørfirma i tidlig fase.

- Svært høy investeringsaktivitet, har gjennomsnittlig foretatt 7,3 investeringer de siste tre årene.
- De har stor erfaring fra ledelse og som entreprenører.
- En stor andel av disse investerer sammen med andre og fungerer som lead investor for disse, eller investerer på initiativ fra en annen lead investor.
- Personlige og forretningsmessige nettverk er viktigste kilde til informasjon, media brukes i liten grad.
- De har lenger investeringshorisont enn de andre investorgruppene, og er mer aktive eiere i form av styredeltakere eller som konsulenter.
- Tenderer til å ha mindre riskaversjon og lavere forventninger til avkastning enn de andre gruppene av investorer.

Business Angels (BA) er den eneste investoren som investerer primært i vekstbedrifter og de støtter firma som andre investorer er tilbakeholdende med å støtte (Van Osnabrygge & Robinson, 2000). De bruker sin finansielle tyngde og entreprenørielle ekspertise til, å hjelpe nye vekstfirma ved å arbeide tett med det nye oppstartfirma. BA er den eldste, største og oftest brukte kilde til finansiering for nye vekstfirma. BA har vært gjenstand for nøye studier i en rekke land, herunder Norge.

Business Angels er svært nyttige aktører av flere grunner:

1. De foretrekker å finansiere høy-risiko oppstartfirma i tidlig fase. I USA er det vist at de er den viktigste kilde til ekstern finansiering etter familie og venner. de finansierer 5 % av små firma mens venturekapitelen finansierer mindre enn 1 %. Vanligvis er tilskuddet fra BA under \$1 mill i firma med under 100 tilsatte og årlig omsetning på \$5 mill.
2. De foretrekker å finansiere små beløp innenfor "equity gap" som er nødvendig for å starte et nytt firma. Vanligvis investerer de mindre enn 15 % av verdien. Dette er lite sammenlignet med venture kapitel firma.
3. De tenderer til å ha mindre risikoaversjon og lavere karv til avkastning enn andre typer investorer. Finansieringskostnadene er også lavere og behandlingstiden er mye kortere enn andre finansieringskilder.

Dessverre er mange entreprenører ikke klar over BAs som kilde til tidligfase-finansiering.

”Englenes” eksistens har vært kjent i mange år. I 1874 brukte Alexander Graham Bell ”englepenger” for å finansiere Bell Telephone. Det samme gjorde Henry Ford i 1903, Apple Computer i 1977 og Body Shop i 1978. Listen av store utenlandske eksempel er lang.

Englene har vært og er også i dag lite synlige. Dette er likevel i ferd med å endre seg noe. Fokus på BA er økende og statusen er dramatisk stigende. I USA viser en undersøkelse (Useem, 1997) at minst 2,8 % av husholdningene har minst en engel i familien.

En ny trend blant BA i Silicon Valley er at de inngår samarbeid i syndikat. Dette gjør de sterkere og mer synlige. De kan inngå langt større avtaler og også operere på et langt mer profesjonelt nivå. Antall BA som har gått inn i et slikt syndikat er dramatisk økende.

Denne trenden er med å endre BAs profil i retning av Venture kapitalist fond. De er derfor relevante i denne sammenhengen.

### **2.4.3 Ventureforetak**

Når et lite men raskt voksende firma har utviklet seg til et medium eller stort foretak vil investeringsbehovene være store enn det business anklene kan klare alene. Vi har nå bruk for et formelt investeringsselskap. Dette kalles gjerne venturekapitalselskap, eller Venture Capitalists.

Gjennom de siste tiår har ventureforetak bidratt til etablering av en rekke kjente selskap som for eksempel 3Com, Apple Computer, Cisco, Hotmail, Intel, Lotus, Microsoft og Oracel.

Generelt finansierer ventureforetak raskt voksende selskap i tidlig fase. (Likevel i seinere fase enn BA.) Dette gjelder selskap som fremdeles er for risikofylte for bankene. De går inn i selskapene med sine erfaringer, men ikke i samme grad som BA. Ventureforetak er også ofte med og finansierer andre runde.

De er ofte inne med 15 % til 40 % av investeringsbehovet (NVGA, 1999).

Det første ventureforetakene gjør er ”screening”. De fleste bruker kun 0,5 – 2 timer på screeningen, og ca 90 % av prosjektene forkastes i denne fasen. Det er viktig for ventureforetaket at prosjektet faller innenfor riktig teknologiområde og geografisk område. Det er også viktig at prosjektet er i riktig økonomisk størrelse. Det tenderer mot at selskapene

ønsker å arbeide med få og store prosjekter. Etter screeningen foretas en grundigere gjennomgang, en såkalt ”due diligence”.

Due diligence er en grundig gjennomgang av selskapets ledelse, teknologiske-, juridiske-, og markedsmessige forhold. Både investorens egne kontakter og gründerens kontakter blir hørt. Det blir lagt spesiell vekt på ledelsesforholdene i oppstartsfirmaet. Det er viktig for investor å sikre seg at det er kompetent ledelse i selskapet og at de kan håndtere de tekniske utfordringene de står ovenfor. De må ha egenskaper og kapasitet til å utvikle markedssiden, og de må ha holdninger som gjør samarbeid om utvikling av foretaket mulig. Etter en ”due diligence” innledes vanligvis en forhandling. Resultatet av forhandlingene gjenspeiler partenes forhandlingskompetanse og deres innbyrdes styrkeforhold. Vanligvis er VC den sterke parten, fordi de har høyere forhandlingskompetanse, og fordi gründer ofte er i tidspress for å få fram en rask finansieringsavgjørelse.

Som kontaktinstanser i gjennomgangen brukes akademiske fagmiljø, kunder, leverandører og potensielle kunder. Både investorens egne kontakter og gründerens kontakter blir hørt.

Det blir lagt spesiell vekt på ledelsesforholdene i oppstartsfirmaet. Det er viktig for investor å sikre at:

- Det er kompetent ledelse i foretaket og at denne kan håndtere de teknologiske utfordringene foretaket står framfor.
- Foretaket har egenskaper og kapasitet til å utvikle markedssiden.
- Ledelsen har holdninger som gjør det mulig å samarbeide med dem for å utvikle foretaket videre.

Dersom ventureforetaket ønsker å investere innledes forhandleiner mellom partene. Det endelige forhandlingsresultatet avhenger av partenes forhandlerkompetanse og partenes innbyrdes styrkeforhold. Vanligvis regnes ventureforetaket for å være den sterke parten. Dette fordi de har høyere forhandlingskompetanse og grunder er gjerne avhengig av en rask finansiering for ikke å gå fallitt. Når tidspresset blir for stort for entreprenøren vil gjerne ventureforetaket vinne fram med sine krav.

#### **2.4.4 Direkte Corporate ventrue**

Med Direkte Corporate ventrue menes ikke-finansielle foretak som investerer i små unoterte foretak med utviklingspotensial av strategiske eller finansielle grunner. En av grunnene til at de engasjerer seg er gjerne at de ønsker utvikling av komplementær teknologi. Entreprenøren oppfatter gjerne ikke-finansielle foretak mer som en exit-mulighet enn en kilde til finansiering.

#### **2.4.5 Lånemarkedet**

Bankene er en betydelig kilde til kapital for små firma så snart de er kredittverdige. De forlanger sikkerhet for sine lån i realiserbare verdier. Bankene har sterk preferanse for større firma. Små firma får ofte ikke låne penger før de kan dokumentere at de ikke trenger dem.

Bankene er svært nøye på rolledelingen mellom tilbud av egenkapital og tilbud om fremmedkapital. De ønsker ikke å sitte på begge sider av bordet. Dette innebærer at tradisjonelle banker konsentrerer seg om lånesiden og sjelden engasjerer seg på eiersiden.

De spiller en viktig rolle når det gjelder driftkreditt og langsiktig finansiering. Videre kan de også supplere med viktig kunnskap om andre lånekilder.

Innovasjon Norge er også en bank. De kan gi risikolån, men er også opptatt av sikkerhet.

#### ***2.5 Forretningsplan som verktøy til finansiering***

Mange investorer ser forretningsplanen som det første steg i beslutningsprosessen om de skal investere eller ikke (Colin Mason og Matthew Stark, 2004). Men ulike investorer ser etter ulike ting i forretningsplanen.

Forretningsplanen er den første, og muligens den siste, kontakten en potensiell investor har med entreprenøren. Den er ofte den eneste anledningen til å imponere en mulig investor. Skal gründeren få anledning til å legge fram flere detaljer om prosjektet sitt avhenger av kvaliteten på forretningsplanen. Men vær oppmerksom på at ulike lesergrupper ser etter ulike ting i planen.



Mason og Stark, (2004) sammenligner i sin artikkel ” What do Investors Look for in a Business Plan? A comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels”, investeringskriteriene til banker, VC og BA.

Undersøkelsen viser at banker er mest opptatt av finansielle sider ved et foretak, ikke ser så mye på marked eller andre aspekter.

Venture fond og Business Angels har andre kriterier. Disse legger mer vekt på marked og entreprenøregenskaper og på hvordan selskapet passer til investorens interesser, når det gjelder for eksempel bransje og/eller geografi.

En godt utarbeidet forretningsplan er en forutsetning for å få investorer, men forretningsplanen bør tilpasses den aktuelle leser. Banker må få en plan som legger vekt på finansieringsdelen, mens andre bør få varianter som passer deres behov.

BA vil helst investere innenfor bransjer de kjenner. De støtter folk og ikke CV’er, gründerens egenskaper teller derfor mye for en eventuell beslutning om finansiering.

## ***2.6 Investors karakteristika, oppførsel og preferanser***

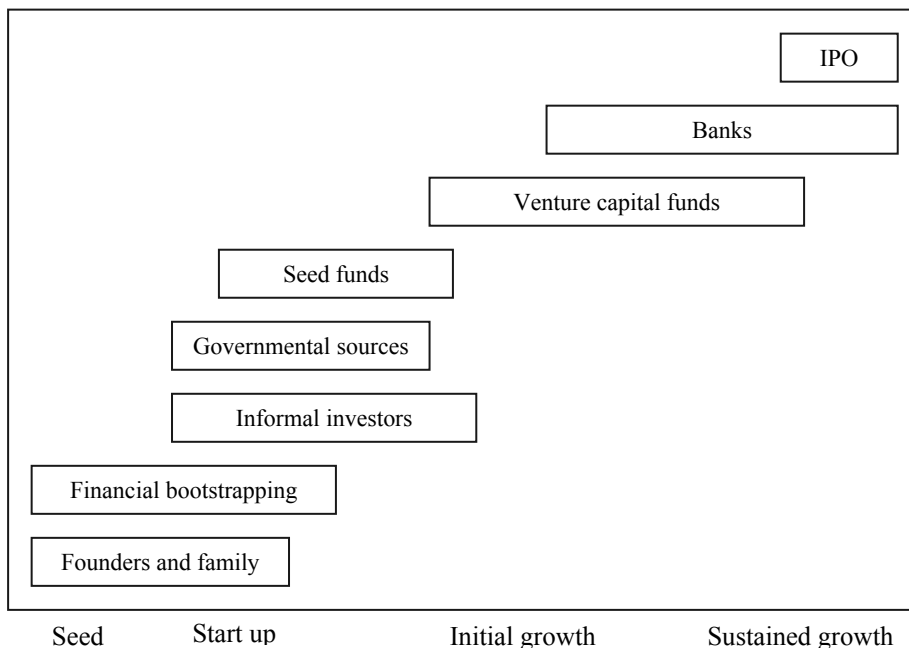
For å få en oversikt over hvordan bedrifter finansierer sin utvikling og vekst, kan bedriftene klassifiseres i forhold til faser i et livsløp, og de forskjellige finansieringsmulighetene kan deretter relateres til disse livsløpsfasene.

(Reitan og Sørheim, 2001) deler bedriftene inn i følgende faser: utviklingsfasen, etablerings- og introduksjonsfasen, vekstfasen, modningsfasen og tilbakegangsfasen.

Hvordan bedrifter skaffer seg kapital i forskjellige faser av bedriftens livssyklus er blant annet beskrevet av (Van Osnabrugge og Robinson, 2000).

Ulike finansieringskilder tenderer til å ville finansiere ulike deler av en bedrifts utvikling. Dette er fordi de har ulik forretningsfilosofi, ulik finansieringskapasitet og ulik kompetanse.

De viktigste aktørene på markedet er skissert i figur 2.5 under.



Figur 2.5 Ulike finansieringskilder i ulike faser (Roger Sørheim)

### 2.6.1 Bankene

Bankene er fokusert på pantesikkerhet og inntjening. De spiller en betydelig rolle i foretakets ekspansjonsstadium. De engasjerer seg sjelden på eiersiden i foretaket. For å sikre egen investering er de opptatt av det er profesjonelle eiere involvert. Bankene ønsker vanligvis ikke å gå inn i en tidlig fase.

Bankene har to typer feil de ønsker å unngå:

Type-1 feil: Lån til foretak som ikke blir suksessfulle

Type-2 feil: Ikke gi lån til foretak som kan bli en suksess

Bankene vil således ha et sterkt finansielt fokus. Bankens utgangspunkt blir da slik:

- *Bankene investeringsbeslutning vil være dominert av finansielle overveielser og de vil ta lite hensyn til entreprenørens kapasitet og karakteristika til prosjektet.*

### 2.6.2 Private investorer

Private investorer har klare preferanser i retning tidligfaseinvestering. De investerer gjerne i foretak i geografisk nærhet. Deres investeringer er ofte utløsende i forhold til bankenes

finansiering. Den profesjonelle delen av private investorer tilbyr kompetant kapital. De involverer seg betydelig i foretaket, dog ikke sammenlignbart med utenlandske investorer.

Venturefondene investerer ofte i andre runde. De er inne med 15 – 40% av investeringsbehovet. Først gjør VC en ”screening”. Denne tar bare fra 0,5 – 1 time, og ca. 90% av foretakene forkastes i denne fasen. Det er viktig at prosjektet er innenfor riktig teknologiområde og i riktig økonomisk størrelse. Etter ”screeningen” foretas en grundigere gjennomgang, en ”due diligence”

Due diligence er en grundig gjennomgang av selskapets ledelse, teknologiske-, juridiske-, og markedsmessige forhold. Både investorens egne kontakter og gründerens kontakter blir hørt. Det blir lagt spesiell vekt på ledelsesforholdene i oppstartsfirmaet. Det er viktig for investor å sikre seg at det er kompetent ledelse i selskapet og at de kan håndtere de tekniske utfordringene de står ovenfor. De må ha egenskaper og kapasitet til å utvikle markedssiden, og de må ha holdninger som gjør samarbeid om utvikling av foretaket mulig. Etter en ”due diligence” innledes vanligvis en forhandling. Resultatet av forhandlingene gjenspeiler partenes forhandlingskompetanse og deres innbyrdes styrkeforhold. Vanligvis er VC den sterke parten, fordi de har høyere forhandlingskompetanse, og fordi gründer ofte er i tidspress for å få fram en rask finansieringsavgjørelse.

Ventureforetakene tar i større grad enn bankene ansvar for suksessen til selskapet de investerer i. De har ingen sikkerhet eller pant og kapitalen er tapt om investeringen er mislykket. De er derfor nøye med vurderingen av gründeres kvalifikasjoner og kapasitet. Kompetansen til gründer er det viktigste investeringskriteriet.

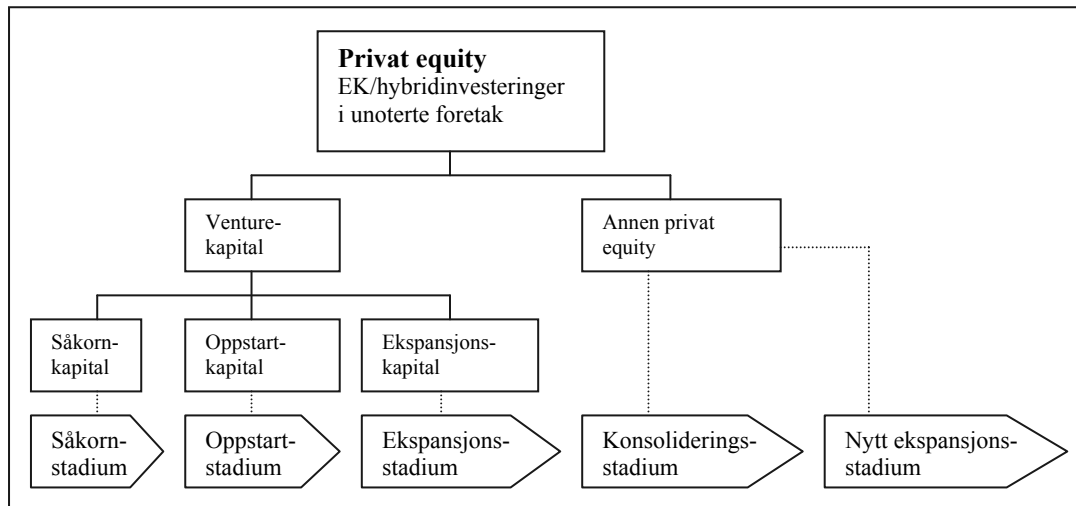
Ventures utgangspunkt blir da slik:

- *Ventureforetakene vil være opptatt av finansielle aspekt, men i tillegg vil de legge stor vekt på entreprenørens team og markedet.*

### **2.6.3 Statlig finansiering**

Statlig finansiering til oppstartfirma skjer gjerne gjennom Innovasjon Norge eller SIVA. De gir entreprenørstipend eller inkubatorstøtte. Disse er med fra en svært tidlig fase, ofte fra før oppstart, til bortimot vekstfasen. De bidrar med verdifull hjelp til gründeren, men da de ikke forlanger pengene tilbake stilles det ikke absolutte krav.

## 2.7 Privat kapital i ulike faser



Figur 2.6 Venturekapital og annen privat equity (EVCA)<sup>2</sup>

Den private kapitalen er med i hele foretakets livssyklus. Privat equity-markedet omfatter risikokapitalinvesteringer i firma som ennå ikke er notert på børs.

I en tidlig fase må kjøper og selger finne hverandre direkte. Både informasjonsinnhenting og kontraktsinngåelsen foregår på privat og uformell måte. Markedet er preget av informasjonsproblemer når det gjelder å finne hverandre. I en seinere fase er det mer vanlig å benytte agent for å finne investorer. Agenten har spesielle kunnskaper om verdsettelse av foretak. Denne delen av privat equity-markedet kalles gjerne ”megler-marked”.

For å sikre seg mot uønsket atferd fra foretakets side vil investor gjerne finansiere foretaket i flere runder. Det finnes ikke allmenne definisjoner for de ulike fasene og det hersker derfor en viss begrepsforvirring. Figuren over bruker begrep definert av EVCA

Venturekapital tilføres tidlig i foretakets livssyklus. Det preges ofte av aktivt eierskap fra investors side. Det er ingen forutsetning at eierskapet er aktivt. Venturekapitalen deles inn i ulike faser:

- Såkornkapital. Dette er kapital som brukes til å utvikle et forretningskonsept i form av en ide eller en videreutviklet ide, for eksempel prototyp.
- Oppstartkapital. Her finansieres videre produktutvikling eller tjenesteutvikling og første markedsføring.

<sup>2</sup> European Private Equity & Venture Capital Association

- Ekspansjonskapital. Her finansieres ekspansjon av produksjonskapasiteten og markedsføringsaktiviteten. Denne fasen deles gjerne inn i en tidlig og en sen ekspansjonsfase.

## **2.8 Investeringskriterier**

Ulike investorer vektlegger altså ulike faser for egen deltakelse og ulike typer bidrag når de opptrer som finansieringskilde, men de vektlegger også ulike sider ved bedriften og opererer med ulike krav å kriterier for å bidra som investor. Mens banker i særlig grad fokuserer på mer tradisjonelle beregninger knyttet til avkastningsrater, garantier, tilbakebetalingsevne og risikokalkyler, legger business angels stor vekt på egenskaper hos gründer og/eller gründerteam og kan godt bidra med finansiering til tross for høy risiko. Venturekapitalister kan også bidra til tross for høy risiko, men er på sin side opptatt av anslag for kursoppgang og øvrige anslag for økonomi og markedsutvikling.

Investorer har ulike motiver for sine finansielle bidrag og de varierer i styrke. Kort omfatter disse: Å tjene penger. For private investorer er det også viktig med: lokalt engasjement og kanskje et ønske om å være entreprenør ”en gang til”. For venture er det i tillegg avgjørende at virksomheten viser at den ville kunne ha et ekstremt vekstpotensial, og dette må anslås å bli gyldig innen et 3-7 års perspektiv på investeringene.

### **Marked og produkt:**

- markedspotensial
- vekstpotensial
- produkt/tjeneste kvalitet
- konkurranseforhold i bransjen
- konkurransefortrinn:
  - o uformelt (knowhow om produkt og dets muligheter)
  - o Formelt (Immaterielle rettigheter, patenter)

### **Entreprenør/team:**

- entusiasme
- troverdighet
- forhistorie (”track record”)
- spesialisert kompetanse

Mens tradisjonelle finansieringsinstitusjoner og ventureselskaper i større grad vektlegger produkt, marked og at virksomheten er kommet i gang og ser ut til å bli lønnsom, vektlegger ”business angels” person/gründer og gründerteam betydelig vekt.

Noen sentrale hovedkarakteristika, som også viser andre viktige forskjeller på de tre typene finansieringskilder: banker, ventureselskaper og business angels, kan vises i en noe forenklet oversikt:

	<b>Bidrag</b>	<b>Synlighet</b>	<b>Risiko</b>	<b>Krav</b>	<b>Involvering</b>	<b>Fokus</b>
<b>Banker</b>	Penger	off.reg	Lav	Garantier/ tilbakebetaling	Liten	Øk.
<b>Venture</b>	Penger/råd	synlig	Høy	Kurs-oppgang	Liten først Større senere	Øk./marked
Engler	Lite	Høy	Høy	Tillit	Større	Person

Tabell 2.3, Momenter presentert av Mason og Stark, 2004 og Reitan og Sørheim, 2001

Av denne oversikten fremgår det også at de ulike investorene, ut fra ulikt fokus for eget finansielt bidrag, har en rekke særegne retningslinjer og kriterier for sin deltakelse. Noen av disse momentene gir i større grad en antagelse om at det finnes et kapitalgap, fordi ønsker fra oppstartbedrift og investorer ikke sammenfaller helt.

Mens teknologibedriftene primært ønsket penger er det de tradisjonelle institusjonene som mest rendyrket selv vektelegger dette, men banker var ikke den primært foretrukne finansieringskilden for nye teknologibedrifter. Teknologibedriftene mente også å foretrekke mer passive deleiere, men både venturekapitalister og business angels ser på deltakelsen sin som mer involverende enn en passiv tilskuer. Bankenes primærfokus synes å være kapitalbidrag, mens både ventureselskaper og ”business angels” kan gå inn med et bredere spekter av bidrag. ”Englene” synes å være de som i størst grad er opptatt av person, erfaring og lokale forhold.

Investorer vil på ulike måte gjøre undersøkelser av sitt/sine potensielle investeringsobjekter, kalt ”Due Diligence” (Reitan 2005) ved å se på ulike sider ved selskap og marked:

#### JURIDISK:

Avtaler (kunder, leverandører, ansatte)

Risikobetraktninger (varemerke, patenter, avtaler)

*FINANSIELL:*

Resultatkvalitet, Skjulte forpliktelser, regnskapsprinsipper, realisme i budsjett, avlønningsnivå- og struktur, endringer ved ny eierstruktur (skjult eierlønn, skatt)

*TEKNISK/MARKED:*

Konkurrenter, posisjonering i ft markedsutvikling, intervju med kunder, produktenes/teknologiens unikhhet og kopierbarhet, beskyttelse, skalerbarhet

### 3. Metode

**Den første delen** av undersøkelsen er kvalitativ.

Et panel på 4 investorer, eller representanter for investorer, ble intervjuet for å få en bedre forståelse av hvilke problemstillinger investorene er opptatt av når det gjelder å vurdere en eventuell investering i en teknologibasert oppstartsbedrift.

For å vurdere om enkeltutsagn fra intervjurunden kunne være av mer generell karakter, og gjelde for investormiljøet som helhet eller for de enkelte delmiljøene vi har undersøkt, valgte vi å gjennomføre dette som en kvantitativ test.

På bakgrunn av intervjuene det derfor utformet et "QuestBack" spørsmålsskjema.

**Den andre delen** av undersøkelsen er kvantitativ.

Spørreskjemaet sendes ut til et nytt testutvalg med tanke på å få minst 30 svar. (Vi fikk 34)

Testutvalget deles inn i tre grupper:

1. Private investeringsselskap
2. Offentlige investorer
3. Banker

Innsamling av data skal skje via QuestBack-skjemaet som ble utarbeidet på bakgrunn av intervjuene, og justert via et kollegabasert testpanel. Kopi av spørsmålene ligger i vedlegg 1.

#### **3.1 Kvalitativ metode**

Kvalitativ metode defineres som en systematisk tilnærming for å beskrive eller forstå et eller flere fenomen eller sammenhenger. Med kvalitativ metode viser man til at innsamlingen og bearbeidelsen av opplysninger har som siktemål å få fram intensjoner og mønstre i ulike sammenhenger. Blant de sentrale innslagene i en kvalitativ vurdering er opplysninger fra dokumenter, samtaler, skriftlige vurderinger og observasjoner.

Valg av metode må med andre ord knyttes direkte til formålet med undersøkelsen, hvilke typer data som er tilgjengelig eller kan skaffes, og ikke minst den tid og kompetanse utrederen har til å gjennomføre arbeidet (Almås, 1990).



Fordelen med bruk av kvalitativ metode er at en kan gå i dybden når det gjelder å forstå hva som kjennetegner et område. Ulempen knyttes ofte til at det er vanskelig å generalisere ut fra de enkeltforhold som analyseres.

Dette ville vi undersøke via den kvalitative delen av vår undersøkelse, som tester en del enkeltutsagn fra intervjuene opp mot en større gruppe. De ble valgt å bruke QuestBack som verktøy for datainnsamling.

### **3.1.1 Intervju**

Vi brukte altså intervju som arbeidsmetode for å få informasjon om hva formelle investorer legger vekt på når de skal vurdere potensielle investeringsobjekter innenfor teknologibaserte oppstartsbedrifter.

Intervjuene gav oss en dybdeinnsikt for å forstå hvilke temaer og områder denne gruppen venturekapitalister legger vekt på. Med bakgrunn i denne innsikten vi har oppnådd gjennom intervjuene samt tidligere undersøkelser, utarbeider vi et spørreskjema som ble sendes til et større utvalg respondenter. Spørreskjemaet ble utarbeidet slik at vi kan bruke det i en kvantitativ vurdering. På denne måten får vi inn både en dybdeforståelse og en mulighet for å generalisere ut fra de enkeltforholdene vi har spurt om.

### **3.1.2 Intervjuedesign**

Vi brukte en løs strukturert intervjuform. Dette tillater den som blir intervjuet å prioritere sine egne emner etter hvert som intervjuet/samtalen utvikler seg. Løst strukturert betyr i denne sammenhengen mer strukturert enn ustrukturert. Alle intervjuene ble utført av to personer, for å få med mer enn en observatør. Dette vil gi mulighet for en bredest mulig analyse av de synspunktene og kommentarene som framkommer.

Fordi vi i denne undersøkelsen er opptatt av å avdekke flere sider av et problem, samtidig som flere personer skal intervjues, er det viktig å ha et likt format på intervjuene, utvikle et felles rammeverk og å opprettholde en sammenlignbarhet på tvers av intervjuene. (Sætre, 2003) Det ble derfor utarbeidet en intervjuguide basert på et arbeid gjort av Michael J. Roberts og Lauren Barley ”How venture capitalists evaluate potential venture opportunities” (Roberts and Barley, 2004). Her ble 4 venture kapitalister intervjuet hver for seg, men gitt de samme spørsmålsstillingene.

Spørsmålsstillingene var:

1. Hvordan vurderer du potensielle venture muligheter?
2. Hvordan vurderer du utsiktene for selskapets forretningsmodell?
3. Hvilken "due diligence" gjennomfører du?
4. Hvilke prosesser gjennomfører dere før dere tar en endelig beslutning om å eventuelt investere i et selskap?
5. Hvilke finansielle analyser gjennomfører du?
6. Hvilken rolle spiller risiko i dine vurderinger?
7. Hvilke tanker har du om en framtidig exit?

Det at vi har en tidligere undersøkelse å bygge spørsmålsstillingene på, gir oss en sikkerhet for at disse er relevante.

Strukturen på intervjuguiden tillater også at en forfølger nye vinklinger etter hvert som de oppstår. Intervjueren introduserer et emne og forbereder overgangen til det neste når det er hensiktsmessig. "Once respondents have been brought within the sight of the topic, they must be allowed to go wherever they wish" (McCracken 1988:40). Ved å la informantene snakke seg "varm" om et emne som engasjerer dem, kan en få ny og verdifull innsikt i problemområdet (Sætre, 2003).

Det er viktig å følge opp med inngående oppfølgingsspørsmål. "The interviewer must be able to take full advantage of the contingency of the interview and pursue any opportunity that may present itself" (McCracken, 1988:25). Utbyttet fra intervjuene vil maksimeres dersom man utnytter fullt ut denne opportunistiske intervjumuligheten.

Alle intervjuene, med unntak av ett, ble tatt opp på bånd og transkribert. Det ble i tillegg gjort egne notater. Dette gav mulighet til å supplere intervju utskriften med egne kommentarer og teoretiske kommentarer. Kombinasjonen av et relativt strukturert intervjuformat og fullt transkriberte intervjuer øker påliteligheten av analysen og støtteskrivene til intervjuene (Sætre, 2003:74). På det ene intervjuet sviktet båndspilleren, og vi måtte derfor bare basere oss på notater. Notater fra begge intervjuerne dannet grunnlaget for det renskrevete intervjuet. Dette gjaldt intervju med venturerespondent 1b, og er markert på i vedlegget.

### 3.1.3 Intervjuanalyse

Når man bygger teorier på bakgrunn av datainnsamling, bygget på casestudier, bør dataanalyse og skriving overlappe. "Overlapping data analysis with data collection not only gives the researcher a head start in analysis but, more importantly, allows researchers to take advantage of flexible data collection." (Eisenhardt, 1989:538). En klar fordel ved å starte dataanalysen tidlig er at det legger til rette for et bedre fokus på de etterfølgende intervjuene og observasjonene.

Å skrive er en form for tenking. Det er derfor svært viktig å starte med skrivearbeidet så tidlig at det overlapper datainnsamling og analyse. "Hear this: You cannot begin writing early enough" (Walcott, 1990:20).

Det er viktig å gjøre sitater fra intervjuene for å tydeliggjøre og å illustrere poenger. Det er viktig ut fra flere vinklinger:

1. Vi behandler en stor og rikholdig kvalitativ datamengde, og sitater er en måte å overføre og å kommunisere denne rikholdigheten på til leserne.
2. Mye av dataene er ganske trivielle. Det er derfor viktig å gi sitater som framhever synspunktene så klart og tydelig at det beriker leseopplevelsen og øker forståelsen for leseren (Sætre, 2003:75).

Noen problemer med metoden (Sætre, 2003):

1. Informantene har muligheter til å bortforklare eventuelt framheve egne feil eller prestasjoner. Det er derfor viktig å bruke flere informanter gjerne i kombinasjon med andre kilder.
2. Det kan være problematisk å bruke flere personer til å intervju forskjellige informanter fordi intervjuerne kan ha forskjellig begrepsoppfatning. Det bør derfor være minst to intervjuere som samler informasjon i hver case, og en av disse bør inngå i nye intervjueteam dersom dette er nødvendig.
3. Man må være forsiktig med å generalisere ut fra denne type undersøkelser.

Disse problemene tok vi hensyn til da det var de samme to personene som gjennomførte alle intervjuene. Vi prøvde ikke å generalisere ut fra intervjuundersøkelsen, men trakk fram en del problemstillinger som vi mente kunne være av generell interesse, for så å teste disse kvalitativt.

I vår undersøkelse foretok vi ikke en fullstendig analyse av intervjuene, men brukte dem til basis for utforming av QuestBack-skjemaet som skulle danne grunnlaget for den kvantitative analysen. Intervjuene ble også brukt til å understreke eller poengtere funn i den kvantitative analysen. I denne delen av analysen er bedrifts- og personopplysninger anonymisert for å få fram den uformelle stilen i intervjuene. Alle de transkriberte intervjuene er lagt inn i vedleggsdelen. Fordi vi ikke har sikret oss tillatelse til å gå ut med navn fra alle intervjuerne, har vi svertet alle bedrifts- og personopplysninger.

### ***3.2 Kvantitativ metode***

Kvantitativ metode er en fremgangsmåte hvor man systematisk skaffer seg sammenlignbare opplysninger om ulike faktorer. Disse analyseres tallmessig for å anskueliggjøre forskjeller eller samvariasjon mellom viktige variabler i det fenomen man studerer. Virkeligheten beskrives deretter som konkrete strukturer (Hellevik, 2002).

Vi har valgt en kvantitativ tilnærming for denne oppgaven nettopp fordi vi kan finne svaret på vårt problem ved å benytte en kvalitativ metode. Vårt valg av metode begrunnes med at følgende forutsetninger har ligget til rette :

- Vår problemstilling er av en art som lar seg løse gjennom statistisk analyse av data fra spørreundersøkelse.
- Vi antar at vi har et tilstrekkelig antall respondenter.
- Vår problemstilling har tatt utgangspunkt i liknende problemer som er blitt løst gjennom en kvantitativ tilnærming ved tidligere forskningsarbeid.
- Det er derfor mulig å benytte spørsmål fra tidligere undersøkelser.

#### **3.2.1 Utvikling av instrument**

Hovedproblemstillingene ble hentet fra en tidligere undersøkelse. Ut fra den kvalitative delen av undersøkelsen ble det utformet spørsmål som vil støtte hele eller deler av problemstillingen.

Før gjennomføring av den kvantitative del av undersøkelsen ble spørsmålene testet på et testpanel som besto av 4 av våre kolleger ved HiB. Spørsmålene ble deretter modifisert.

1. Noen av spørsmål lar seg besvare på en 5 punkt lineær skala der 1 er i liten grad, 3 er verken i liten eller stor grad og 5 er i stor grad.
2. Noen av spørsmål lar seg besvare på en 5 punkt lineær skala der svaralternativene er oppgitt i spørsmålsskjema.
3. Noen av spørsmålene er dikotome og har et enten – eller svar.
4. De spørsmål som er trukket ut fra tidligere benyttede undersøkelser er oversatt fra engelsk til norsk.
5. I den statistiske analysen brukte vi dataverktøyene SPSS og JMP.

Vi testet så om det var signifikante forskjeller i svarene fra de tre testgruppene på de enkelte spørsmålene som ble stilt.

### **3.2.2 Instrumentvalidering**

Når det gjelder utforming av undersøkelsen, innsamling av data og tolkning av resultater, er det i hovedsak to kvalitetskriterier i forskningssammenheng. Den ene dreier seg om undersøkelsens pålitelighet (reliabilitet), og den andre dreier seg om gyldighet (validitet) ved resultatene fra undersøkelsen (Grennes 1997). Det at vi har en tidligere undersøkelse å bygge spørsmålsstillingene på, er med på å gi en god validitet til undersøkelsen (se 3.1.2.

Intervjudesign). Dessuten ble instrumentvalideringen gjennomført ved hjelp av pilottesting. Denne testingen ble gjennomført som en kollegabasert test der 4 av våre kollegaer på Høgskolen i Bergen deltok. Utkast til endelig spørreskjema har vært til ”godkjenning” hos vår testgruppe.

### **3.2.3 Gjennomføring av datainnsamling**

Spørreskjemaer vil bli formidlet til de potensielle respondentene via QuestBack. De aktuelle respondentene ble i forkant varslet om at de ville motta en QuestBack, og vi prøvde å forsikre oss om at alle ville svare. Respondentene som ikke svarte ble fulgt opp. Totalt ble det sendt ut 58 spørreskjema. Vi fikk 34 responser, noe som gir en svarprosent på 58.

### 3.2.4 Metode for dataanalyse

Det er benyttet *enveis ANOVA* til å teste om gjennomsnittsverdiene i respondentgruppene er forskjellige. "ANOVA" betyr "Analysis of Variance", og "enveis ANOVA" bruker kun en respondentvariabel. Metoden sammenligner variasjoner innen og mellom grupper. Ved stor forskjell mellom gruppene relativt til forskjell innen en gruppe indikerer dette gruppeforskjell.

Analyseverktøyet beregner p-verdi ut fra en F-fordeling. Det forutsettes normalfordelte data med homogen varians. (JMP Statistics and Graphics Guide, 2007)

### 3.2.5 Utforming av spørreskjema

Metoden for å omforme spørsmålsstillingene gitt under intervjudesign til kvantifiserbare spørsmål ble utviklet i første del av undersøkelsen (den kvalitative delen).

Vi gikk igjennom svarene på hovedspørsmålene som var begrunnet i Michael J. Roberts og Lauren Barleys undersøkelse. Disse svarene ble analysert for å se hvilke begrunnelse de enkelte respondentene gav på spørsmålene. Svarene ble så omformet til utsagn som ble lagt inn i "QuestBack" undersøkelsen. Et eksempel på en slik tilnærming er hvordan vi bearbeidet spørsmålet: *Hvilke tanker har du om en framtidig exit?* (spsm 7)

De fire respondentene gav følgende svar (sterkt komprimert):

Venture 1a

- *Vi går gjerne ut alt for tidlig i forhold til det som (andre) venture ville gjort*
- *Vi tok en exit som ikke var økonomisk, men policybegrunnet.*
- *Exit kan være bestemt av at vi må ut, men også av at vi vil komme oss ut.*
- *Vi driver butikk også, men ikke slik at vi ser pengene direkte, men gjerne mer indirekte.*

Venture 1b

- *Vi planlegger exit helt fra starten.*
- *Vi ønsker å trekke oss ut før vi har blitt for mye involvert i driften, men vi må ha igjen vår beregnede gevinst.*

Offentlig

- *Exit for oss i et utvida begrep er at de får det til så godt at de trenger ikke verken lån eller tilskudd.*
- *Exit i vår forstand er kanskje å bli innløst av en bank.*

Bank

- *Vi går ikke inn uten muligheter for exit.*
- *Vi er ikke så veldig interessert i å få børsnotert selskap.*
- *Oppkjøp er minst like interessant.*

Som resultatet av denne gjennomgangen, samt justeringen fra testpanelet, ble følgende spørsmålsstillinger brukt i QuestBack skjemaet:

- *Hvor viktig er det å tjene penger på investeringen?*
- *Investerer dere med tanke på årlig utbytte eller avkastning ved salg?*
- *Etter hvor lang tid ønsker dere exit?*
- *Dersom dere har andre grunner for investering, kommenter her.*

På denne måten gikk vi igjennom svarene fra våre respondenter i den kvalitative undersøkelsen og fikk lagt grunnlaget for det detaljerte QuestBack skjemaet. Skjemaet ble bygd opp med de samme 6 hovedspørsmålene som i intervjuguiden for den kvalitative undersøkelsen, men supplert med et hovedspørsmål som tok for seg en beskrivelse av respondentene. Skjemaet ble så testet og justert før det ble sendt ut. Hele QuestBack skjemaet ligger vedlagt.

## 4. Analyse

### 4.1 Sammenligning Kvantitativ - Kvalitativ

#### 4.1.1 Del 1, Vurdering av potensielle venture muligheter

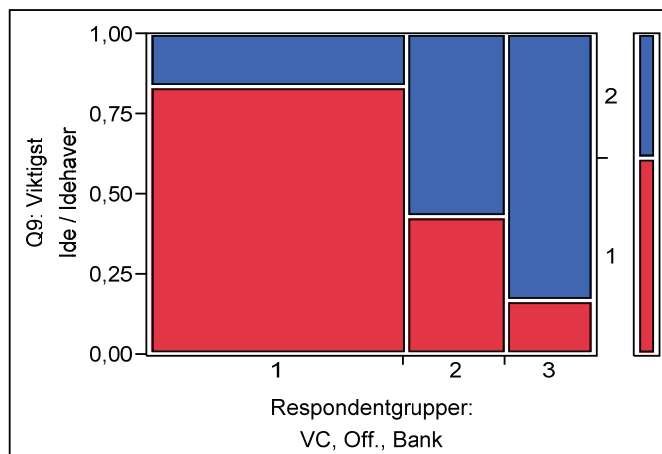
##### Variabel Q9, Hva er viktigst av ide eller idehaver

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0077.

N = 31 med fordeling 18, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatet er gitt i Mosaic diagrammet Figur 4.1 under.



Figur 4.1 Analyse: Hva er viktigst av Ide og Idehaver

Tolkningen kan være at Ventureselskap vurderer ide til å være klart viktigere enn idehaver. Sette fra bankens synsvinkel er det motsatt. For Offentlige investorer sin del er disse omtrent like viktige.

Respondent 1b, venture, sier: " Vi vurderer først ideen og deretter om idehaverne har forutsetninger for å utvikle den. Det er ideen som er viktigst. Så – har de forutsetning for å gjennomføre dette? Vi vil ikke renonsere på ide for "kjentfolk". Det er dyrt å skifte person."

Respondent 2, offentlig, sier: "Vi forholder oss til de oppdragsgiverne vi har. Vi er fornøyd hvis vi klarer å bruke ganske mye av midlene i hht RUP. Men den hjemler og å ta tak i veldig spennende bedrifter eller ideer som bransjemessig ikke hører inn under prioriteringene. Du har ordet vekstentreprenør, du har ordet internasjonalisering og innovasjon i etablerte



bedrifter, så det er klart at RUP hjemler at du tar tak i spennende bedrifter og spennende gründere som ikke nødvendigvis hører hjemme i de prioriterte bransjene.” Dette utsagnet sier noe om at de både er opptatt av ide og person, og ikke har noe klar prioritering mellom dem.

Respondent 3, bank, sier: ”Person er veldig høyt oppe i våre vurderinger, og vi har gjennom vårt nettverk god lokalkjennskap. Vi fikk for eksempel forespørsel om lån til en fiskebåt – der lokalbanken anbefalte lån ikke på grunn av forretningsplan og forrentning, men fordi de kjente både faren og bestefaren til søkeren, og de var alle gode fiskere!.. Når det gjelder XXX sitt torskeoppdrettsanlegg var vi med og finansierte, ikke investerte. Denne gangen gikk det på person, ikke innovasjon.”

### Variabel Q10, Hvor viktig er et definert brukerbehov

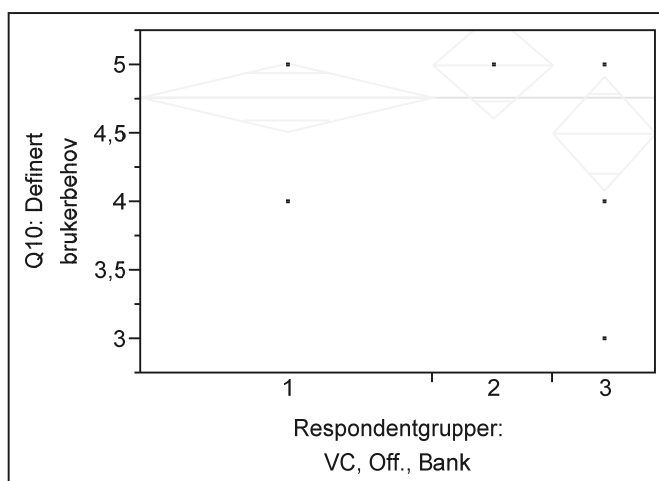
Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **ikke signifikant** med  $P > F$  lik 0,2084

N = 30 med fordeling 17, 7 og 6 på de tre gruppene.

I realiteten er dette en konstant med middelvei = 4,76

Variabelen er ikke tatt med i videre analyser, men tolkningen kan være at alle gruppene regner det for svært viktig at det finnes et definert brukerbehov.



Figur 4.2 Analyse: Viktighet av definert brukerbehov

Respondent 1a, venture, sier: ”Så er det viktig å se på lønnsomheten og ikke minst, begynne så tidlig som mulig å snakke marked. Tenk marked fra dag en! Ikke start utvikling av noe uten at du vet du er i stand til å selge det.”

Respondent 3, bank: ”Når det gjelder avkastning, sjekker vi om det er marked for dette produktet... Vi ser om det er en vekst i markedet og om det er sannsynlig at de kan oppnå en del av dette.”

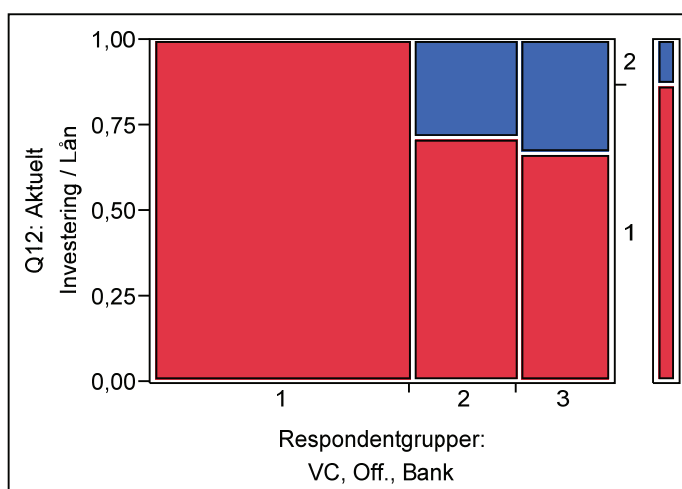
### Variabel Q12, Hva er mest aktuelt for dere: investering eller lån?

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0474.

N = 30 med fordeling 17, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatet er gitt i Mosaic diagrammet Figur 4.3 under.



Figur 4.3 Analyse: Hva er mest aktuelt: investering eller lån

Analysen viser at alle grupper er klart mer interessert i å investere enn å gi lån.

Respondent 2, offentlig: ” Vi har ikke venturekapital, men lån, og lån med høy og lav risiko. Lån skal vi ha igjen, og tilskudd skal vi ikke ha igjen. I tidligfase er det tilskudd vi pleier å bruke. ”

Respondent 3, bank: ” I hovedsak ønsker vi å gå via fond og går dermed inn på fondet sine vilkår. Dette fordi vi ser det som komplisert å være både bank og investor i samme selskapet. Vi vil helst låne investoren penger. Investeringene (våre) er ca 500 mill i aksjer og vel 100 mill i ventureinvesteringer.... Vi er ikke med i en oppstartsfinansiering, vi går aldri inn så tidlig.”

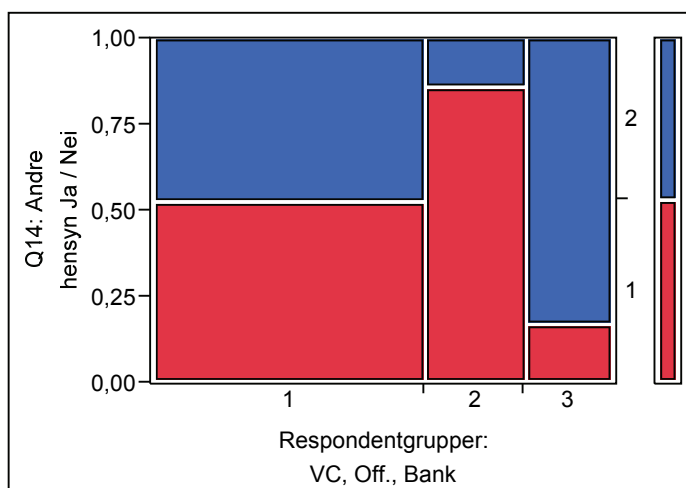
## Variabel Q14, Tar dere andre hensyn enn forretningsmessige

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0453.

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatet er gitt i Figur 4.4 under.



Figur 4.4 Analyse: Blir det tatt andre hensyn enn forretningsmessige

Ventureselskap har omtrent lik svarprosent på de to alternativene. Offentlige investeringsselskap tar i stor grad andre hensyn enn forretningsmessige. Det gjør ikke bankene.

Respondent 1a, venture: "Når jeg får inn et prosjekt så er det viktigst dette med vår bedrift sin nytte. Da er det hvilke miljøer som har nytte, hvilke behov det har og hvem som vil være fadder for prosjektet og representere fagkompetansen. Dette er vesentlig for å kunne gå videre." Dette gir signal om at det skal være en nytteverdi for investeringsmiljøet, ikke bare finansielt. Respondent 1b, venture: "Vi vil ikke renonsere på ide for "kjentfolk". Signaliserer at det ligger forretning i bunn!

Respondent 2, offentlig: Vi "forholder oss til de oppdragsgiverne vi har. . Men når vi går ut og er proaktive, gjøres dette mot de prioriterte bransjene. Vi har arena for reiseliv, for havbruk, gass i vest. De kompetanse- og arenaprosjektene vi er med og drar i gang mener jeg vi er proaktive gjennom." Dette gir signal om at offentlige aktører tar initiativ for å stimulere bedrifter som en del av en samfunnsoppgave og ikke som en rein forretningsdrift.

Respondent 3, bank: ”Vi fikk også spørsmål om å være med å etablere Fjordinvest i Sogndal. Den første plansjen vi fikk presentert var ”I fylket – for fylket”. Vi er ikke interessert i å være med i beskjeftigelsesprosjekt der vi skal finne ut om utkommet til befolkningen, at de ikke skal flytte ut fra enhver bygd.. Vi kan ikke være med å opprettholde arbeidsplasser som ikke er lønnsomme. Vi vil bare investere i de bedriftene som gir lønnsomhet. ...lokalbanken anbefalte lån ikke på grunn av forretningsplan og forrentning, men fordi de kjente både faren og bestefaren til søkeren, og de var alle gode fiskere!”.

## Oppsummering

- Ventureselskapene er klare på at ide er viktigere enn idehaver. Offentlig og bank er ikke enig. Kvantitativ og kvalitativ undersøkelse er konsistent.
- Alle grupper foretrekker investering framfor lån. Våre to intervjuobjekt innen offentlig og bank bekrefter ikke dette.
- Bankene er klarest i at de ikke tar andre hensyn enn forretningsmessige. De andre tar delvis andre hensyn. Intervjuene avkrefter ikke dette.
- Kvalitativ undersøkelse viser at bank også vektlegger personlig kjennskap ved vurdering.

### 4.1.2 Del 2, Vurdering av utsiktene for selskapets forretningsmodell

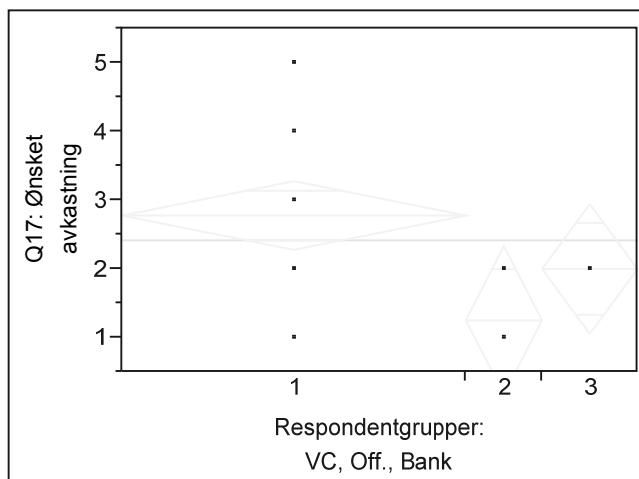
#### Variabel Q17, Hvor stor avkastning sikter dere normalt mot i forhold til en investering

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **signifikant** med  $P > F$  lik 0,0313

N = 27 med fordeling 18, 4 og 5 på de tre gruppene.

Figur 4.5 under viser resultatplott for de tre gruppene.



Figur 4.5 Analyse: Ønsket avkastning i forhold til investering

Analysen viser at Ventureselskapene sikter mot en avkastning omtrent 7-8 ganger investering, offentlige investorer 1-4 ganger og bank 5-6 ganger.

Respondent 1a, venture: ”Det de kom fram til var at vi hadde suksess med mer enn 2 av 3 prosjekter. Ikke nødvendigvis den store suksessen, men noe som vi hadde bruk for. Det som vi ikke hadde tenkt på var at disse suksessene representerte at vi hadde suksess med mer enn 3 av 4 kroner. Så vi bruker altså pengene på rett måte. Vi har lagt på et budsjett på 25-30 mill. i de siste 10 årene, og vi ønsker ikke å øke så mye mer.”

Respondent 1b, venture: ”Vi regner med en avkastning på prosjektene på 10 \* 10, at ti mill gir ti ganger avkastning, for å gidde å bruke penger. Mye kan gå galt så vi må ha noen suksesser. Vi skal investere i 30 – 40 selskaper og ta 12 – 15 til VC-fasen. Vi regner med bare 3 suksesser.”

Respondent 3, bank: ”Når det gjelder avkastning, sjekker vi om det er marked for dette produktet. Kan de oppnå en bunnlinje som sier at her skal de ha 1 mill. igjen, her skal de ha 2 mill igjen og her 5 mill igjen. Vi ser på om det skal kunne gi en forrentning.”

### Variabel Q21, Ranger de tre viktigste komponentene i forretningsplanen

Det er gitt prioriteringer fra 1 – 3 for komponentene i Tabell 4.1 under. Data i tabellen er middelerverdi for de ulike respondentgruppene. De to høyeste verdiene for hver gruppe er markert.

<b>Respondenter/ Komponenter</b>	<b>Venture</b>	<b>Offentlig</b>	<b>Bank</b>	<b>Totalt</b>
Sammendrag	0,6	0,9	0,0	0,5
Organisering	0,8	0,0	0,5	0,6
Finansiering	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Marked	<b>1,3</b>	1,1	1,5	1,3
Produktbeskrivelse	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>

Tabell 4.1 Rangering av viktigste komponentene i forretningsplanen

Tabellen gir ikke grunnlag for bastante konklusjoner, men den gir grunn til å tro at Offentlige inv. og Bank vektlegger produktbeskrivelse høyere enn finansieringsbeskrivelse. For Ventureselskapene er det omvendt.

Respondent 1a, venture: ” Sammen med ideen vil vi ha en beskrivelse av selskapet, det kan være en forretningsplan eller lignende. Har de ingen forretningsplan, så vil vi ha det så vil vi ha det nærmeste de har av den typen dokument. Som et krav til alle våre prosjekt står det at det skal lages en kommersialiseringsplan... Det er bedre med 60% teknologi og 40% forretning enn 90% teknologi og 10% forretning.”

Respondent 1b, venture: Det kreves her en detaljert forretningsplan i motsetning til i CU-fasen, der den like gjerne kan kalles en road map. Vi lager markedsplanen selv.

Respondent 3, bank: ” Vi ser mest på markedet, om der er et marked... Folk kommer til oss med egne presentasjoner om hvordan de vil utvikle ideen sin. De har oftest skrevet en forretningsplan. Om vi får en dokumentasjon, forretningsplan, på 100 sider har vi ingen mulighet til å vurdere kvaliteten av den. Vi leser sammendraget. Om det er noe vi vil se nærmere på kan vi slå opp og bruke det som et oppslagsverk.”

### **Variabel Q22, Ranger de fem viktigste parametrene i forhold til vurdering av selskapet**

Det er gitt prioriteringer fra 1 – 5 for komponentene i Tabell 4.2 under. Tabellen inneholder middelveier for de ulike respondentgruppene. De tre viktigste prioriteringene innen hver gruppe er uthevet.

<b>Respondenter/ Komponenter</b>	<b>Venture</b>	<b>Offentlig</b>	<b>Bank</b>	<b>Totalt</b>
SWOT-analyse	0,5	0,7	1,0	0,6
Eksterne og interne forhold	1,0	1,9	0,0	1,1
Unikhet	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	0,5	<b>1,9</b>
Lønnsomhet	0,6	0,1	<b>1,7</b>	0,7
Historisk lønnsomhet	0,5	0,6	0,7	0,5
Nyhetsgrad	1,2	1,3	1,3	1,2
Lønnsomhetspotensiale	<b>2,1</b>	1,9	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Økonomisk gjennomføringsevne	1,8	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>
Personellmessig gjennomføringsevne	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
Patenterbar ide	1,7	0,7	0,5	1,3

Tabell 4.2 Rangering av parametre ved vurdering av selskaper

De 4 parametrene som peker seg klart ut i totalbildet er 1. Personellmessig gjennomføringsevne, 2. Økonomisk gjennomføringsevne og 3. Lønnsomhetspotensiale, 3. Unikhet. Disse parametrene dekker for alle respondent gruppene de 3 mest prioriterte parametrene. Det er imidlertid en viss uenighet mellom respondentgruppene om f.eks Unikhet er en prioritert parameter. Benkene legger noe vekt på dette, mens de andre legger stor vekt.

Respondent 1b, venture: "IP krever at det er et selskap som står bak for å få full kontroll. "Proof of principle" må avklares. Patent er den eneste sikkerhet innenfor bioteknologi. Deretter er det viktig å bruke penger på å sette ideen ut i livet snarest.... Vi forlanger et team som kan gjøre jobben. Teamet må være dedikert. Som støtte til dette teamet arbeider vi også med å få på plass et ressursteam. Det må også være et komplett markedsapparat og et kompetent styre på plass."

Respondent 3, bank: "Vi ser mest på markedet, om der er et marked."

## Oppsummering

- Våre respondenter vurderer disse parametrene til å være viktigst i forhold til vurdering av et selskap:
  1. Personellmessig gjennomføringsevne
  2. Økonomisk gjennomføringsevne
  3. Unikhet
  4. Lønnsomhetspotensiale
- De tre viktigste elementene i forretningsplanen er:
  1. Finansiering
  2. Produktbeskrivelse
  3. Marked.
- Venture er uenig med offentlig / bank om denne prioriteringen. Offentlig og bank prioriterer produktbeskrivelse framfor finansiering.

### 4.1.3 Del 3, Gjennomføring av "due diligence"

#### Variabel Q24, Gjennomfører dere due diligence

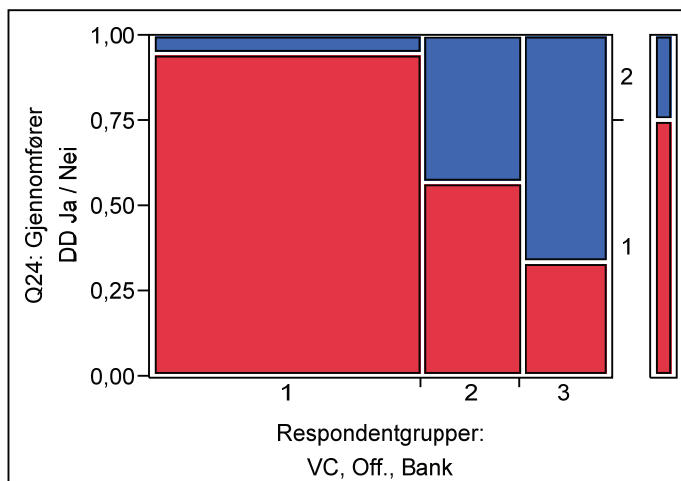
Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0048.

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatet er gitt i Figur 4.6 under.





Figur 4.6 Analyse: Andel som gjennomfører due diligence

Ventureselskap er helt klare på at de vurderer Due Diligence, mens bankene gjør det i liten grad. For Offentlige investorer sin del er det ikke en klar politikk.

Respondent 1b, venture: "Den finansielle, der kjøper vi ekspertise hos en revisor, den juridiske der kjøper ekspertise hos jurist. En markeds due diligence kan vi enten utfører selv eller vi kjøper den. Og for en teknologisk due diligence gjelder det samme, vi utfører selv eller kjøper. I tillegg setter vi sammen et advisory board som kvalitetssikrer vårt forslag. Vi kan også gjøre en due diligence av teamet."

Respondent 2, offentlig: "Dersom du kaller due diligence en grundig gjennomgang fra A til Å. Det bruker vi ikke når det gjelder tilskudd og tidligfase. Vi hyrer ikke inn revisorer for å snu hver stein hos bedriften.. Dersom vi får inn en søknad om et stort lån, så gjør vi noe som ligner litt."

Respondent 3, bank: "I realiteten gjør vi due diligence i forhold til marked og team:"

### Variabel Q28, Innen hvilke felt gjennomfører dere due diligence

Spørsmålet er splittet opp i fem variabler av type: Dikotom, Ja / Nei

Variablene gjenspeiler feltene Finansiell, Juridisk, Marked, Team og Teknologisk.

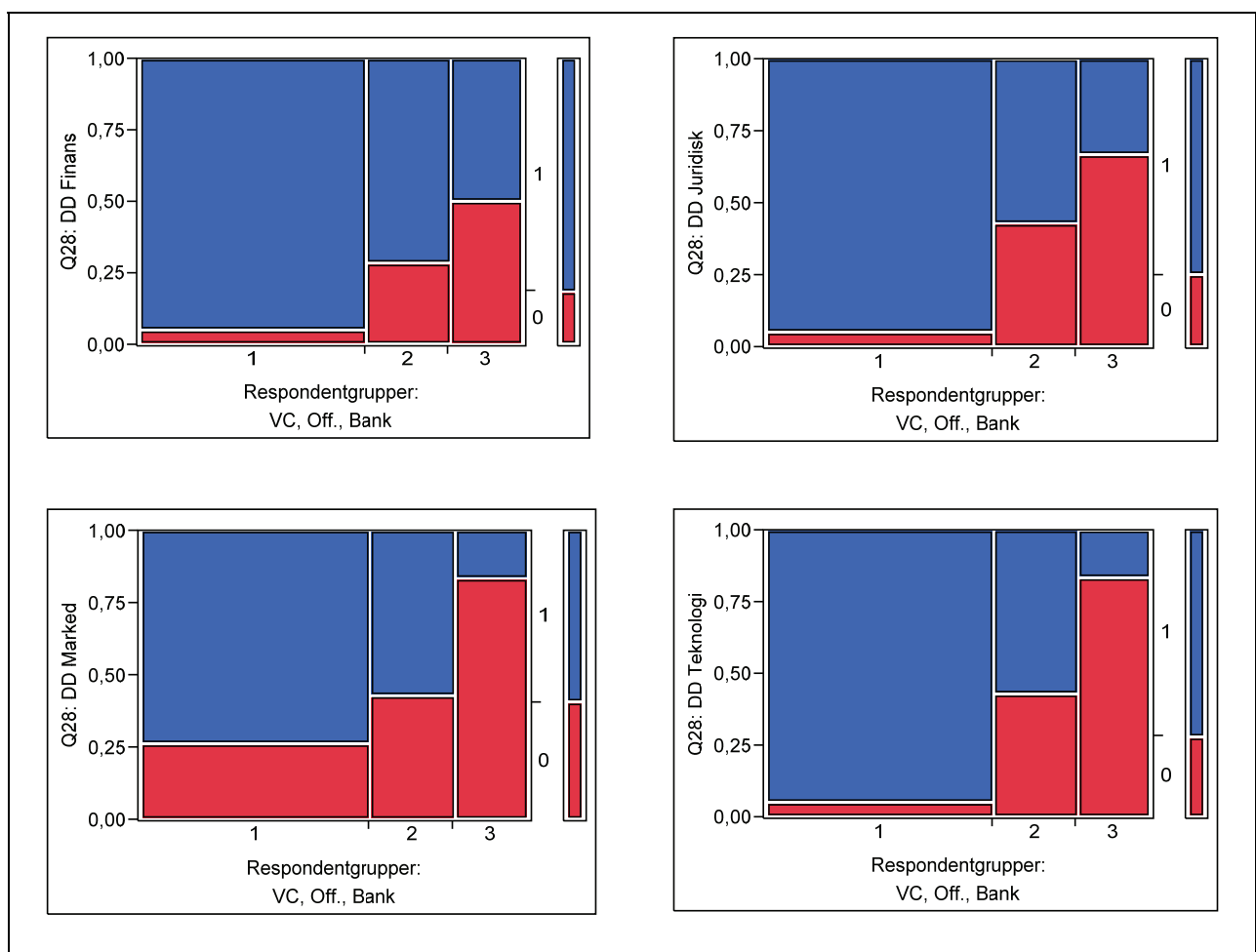
Variabelen Team gav ikke signifikant resultat.

De andre var signifikante med følgende signifikansnivå: Finansiell: 0,0377, Juridisk: 0,0048, Marked: 0,0459 og Teknologisk: 0,0006.

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatet korrelerer godt med Q24, Gjennomfører dere due diligence. Korrelasjonene med Q24 er slik: Finansiell: -0,65, Juridisk: -1,0, Marked: -0,70 og Teknologi: -0,92.

Resultatene er gitt i Figur 4.7 under. Det blåe feltet (1) er "gjennomfører DDx" og det røde feltet (0) er "gjennomfører ikke DDx".



Figur 4.7 Analyse: Ulike felt der det gjennomføres due diligence

Av de områdene som er spurt om her gjennomfører ventureselskapene nesten alltid due diligence innen feltene Finans, Jus og teknologi. De gjennomfører som oftest også innen Marked. Det viktigste området både for offentlig og bank er Finansiell.

Respondent 1b, venture: "Den finansielle, der kjøper vi ekspertise hos en revisor, den juridiske der kjøper ekspertise hos jurist. En markeds due diligence kan vi enten utfører selv eller vi kjøper den. Og for en teknologisk due diligence gjelder det samme, vi utfører selv eller kjøper. I tillegg setter vi sammen et advisory board som kvalitetssikrer vårt forslag. Vi kan også gjøre en due diligence av teamet."

Respondent 2, offentlig: "Dersom du kaller due diligence en grundig gjennomgang fra A til Å. Det bruker vi ikke når det gjelder tilskudd og tidligfase. Vi hyrer ikke inn revisorer for å snu hver stein hos bedriften.. Dersom vi får inn en søknad om et stort lån, så gjør vi noe som ligner litt."

Respondent 3, bank: "I realiteten gjør vi due diligence i forhold til marked og team:"

### **Oppsummering**

- Ventureselskapene er helt klare på at de gjennomfører due diligence.
- Det feltet de fleste gjennomfører due diligence innen er Finansiell.
- Offentlig gjennomfører oftere due diligence enn bankene.

#### **4.1.4 Del 4, Prosesser før endelig beslutning om å investere i et selskap**

##### **Variabel Q31, Har dere faste prosedyrer for investeringsbeslutninger i nye selskaper**

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **ikke signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,5301

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Middelverdi for Ja-svar innen de ulike gruppene er: M1: 89%, M2: 71% og M3: 83%.

Respondent 1a, venture: "Vi har et eget skjema på et par sider. Der vi spør om dette passer inn i våre strategier, våre planer. Hvor og hvordan vi kan bruke det, er det en HMS-effekt her osv. Og viktigst: vil du følge opp dette prosjektet med egne midler? Han må altså finne timer til å følge opp prosjektet i egen organisasjon.... Så lager jeg et beslutningsdokument som går først til controllerapparatet og så til ledergruppa til finansieringsavklaring. Her blir også lederne forforretningsutvikling og selskapsutvikling varslet."

Respondent1b, venture: ” Vi bruker gjerne et år på prosessen. Dette innebærer at vi samarbeider over tid og veileder underveis. Vi planlegger sammen med teamet og skriver gjerne et Letter of intent med rett til å investere.”

Respondent 2, offentlig: ”Det er helt systematisk hvordan vi vurderer. Vi har to maler, en full mal og en lett hvis det er småsaker. I tillegg har vi en matrise hvor vi vurderer nyhetsgrad, lønnsomhetspotensial, økonomisk gjennomføringsevne, personellmessig og gjennomføringsevne.... Jo mer vi skal putte i kurven hans, jo grundigere går vi til verks og. Det er stor forskjell på et etableringstilskudd og et lån. Det som ligner mest på en investor er et lån... Vi er to om alle saker, vi sitter ikke å tar beslutninger om egne saker. Vi driver med statsstøtte når vi jobber med tilskudd. En skriver saken og en tar beslutninger. På tilskudd er det en sideordnet som beslutter inntil et visst nivå. På lån er det en seniorrådgiver som også kan være sideordnet. Tilskudd skal ikke gis til egne kunder, men argumentene skal bli testet mot noen andre som beslutter. Jeg kan ikke gi tilsagn til egne kunder, men kan gi til andres.”

Respondent 3, bank: ”Vi har nok en prosess, men den er ikke nødvendigvis alltid synlig og strukturell.... Vi er flere som tar beslutning sammen. Jeg har fullmakter innenfor et visst område, men utover det må jeg ha med andre. Vi har mye ekspertise i huset om vi ønsker å bruke den.”

### **Variabel Q32, Hvor viktig er forretningsplanen for beslutning om investering**

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **ikke signifikant** med  $P > F$  lik 0,2678

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Respondent 1b, venture: ”Forretningsplanen kan gjerne bare være en grov ide-beskrivelse... Det er ikke nok å hyre inn Ernst & Young for å lage glossy analyser i en tjukk forretningsplan. Vi vil ha kunder inn, vil noen kjøpe dette.”

Respondent2, offentlig: ”Saksmalen er bygd opp som en forretningsplan. Tar gjerne en forretningsplan og legger den inn i saksmalen. Legger vekt på alt som viser at man er grundig og forutseende og har tenkt på det meste. Vi kommer ofte bort i en produkt-ide og hvordan den skal bli til en lønnsom bedrift. Det ligger da en produktsøknad på bordet og ingen forretningsplan. Vi forlanger ikke at en ung gründer har leid inn folk for å skrive en kjempegod forretningsplan.”

Respondent 3, bank: ”Folk kommer til oss med egne presentasjoner om hvordan de vil utvikle ideen sin. De har oftest skrevet en forretningsplan. Om vi får en dokumentasjon, forretningsplan, på 100 sider har vi ingen mulighet til å vurdere kvaliteten av den. Vi leser sammendraget.”

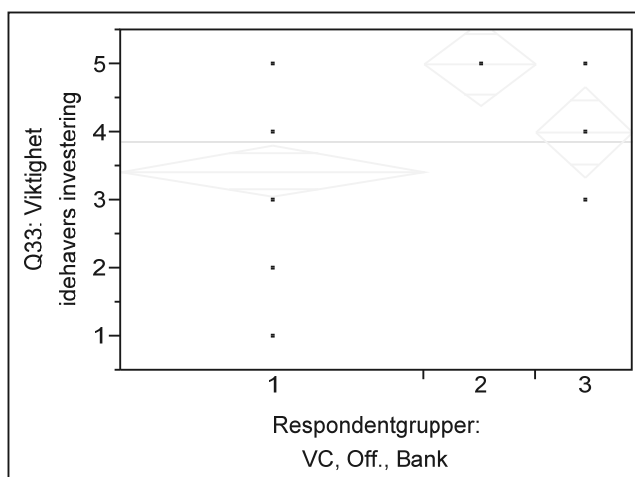
### Variabel Q33, Hvor viktig er det at idehaver investerer egne midler

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **signifikant** med  $P > F$  lik 0,0005

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene

Resultatplottet er vist i Figur 4.8.



Figur 4.8 Analyse: Viktighet av idehaver investerer egne midler

Det er viktig for alle parter at idehaver investerer egne midler, men viktig for bank og offentlig.

Respondent1a, venture: ” Og viktigst: vil du følge opp dette prosjektet med egne midler? Han må altså finne timer til å følge opp prosjektet i egen organisasjon.”

Respondent 1b, venture: ” På finansieringssiden, bør eierne må ha nok ressurser til å føre selskapet helt til børs. En bør unngå å hente inn nye eiere under veis. Dette betyr at eierne forplikter seg til å være med helt fram. Dersom eierne ikke er med videre går prisen på selskapet ned. Vi planlegger også for videre investeringsrunder. ”Om seks måneder vil vi ha denne milepælen på plass og da trenger vi slik kapital...”. Dette skal framgå av

finansieringsplanen. Det er viktig å ha en god investeringsstrategi der en har tenkt igjennom co-investeringene slik at en alltid er i forkant av neste investeringsrunde.”

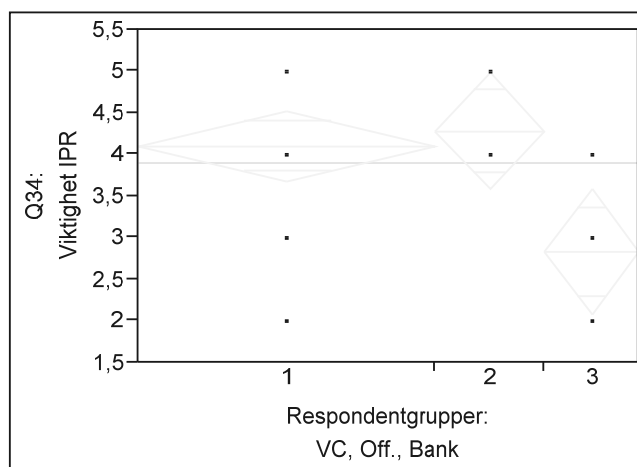
### Variabel Q34, Hvor viktig er immaterielle rettigheter

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **signifikant** med  $P > F$  lik 0,0115

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene

Resultatplottet er vist i Figur 4.9:



Figur 4.9 Analyse: Viktighet av immaterielle retter

Immaterielle retter er viktige for ventureselskap og offentlige investorer, men mindre viktig for bankene.

Respondent 1a, venture: ”Vi er veldig opptatt at beskyttelse, IPR, og at de gjør nødvendige ting for å beskytte seg. Enheten vår har hele IPR ansvaret. Vi har patentingeniører som vi bruker. IPR er svært interessant og viktig!”

Respondent 1b, venture: ”IP krever at det er et selskap som står bak for å få full kontroll. ”Proof of principle” må avklares. Patent er den eneste sikkerhet innenfor bioteknologi. Deretter er det viktig å bruke penger på å sette ideen ut i livet snarest... For Life Science gjelder det at vi må ha en klart definert patentpolitikk.”

Respondent 2, offentlig: ”Når det gjelder patenter har vi en fra veiledningskontoret for oppfinnere, som skal ha bedre greie på det enn de andre kollegaene. Dersom det ikke er tatt patent eller ordnet med rettigheter og vi konfronterer kunden med det, og de sier at vi må bare

handle raskt og bekjentgjøre det i stedet – og at han har et reflektert forhold til immaterielle forhold og har en strategi på det, så er ikke vi prinsipielle, men utfordrer på det der vi ser et behov for å være bevisst på det. I noen sammenhenger kan det være et pluss at vi har en patent. Investorer er ganske opptatt av dette.”

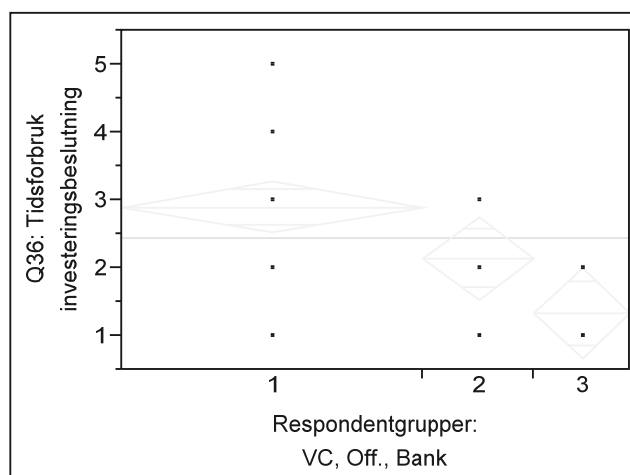
### Variabel Q36, Hvor raskt tar dere en investeringsbeslutning i snitt fra mottall søknad

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **signifikant** med  $P > F$  lik 0,0006

N = 31 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatplottet er som følger:



Figur 4.10 Analyse: Tid fra søknad til investeringsbeslutning

Saksbehandlingstiden for en investeringsbeslutning varierer mellom de ulike responsgruppene og er omtrent slik:

Bank: 1 mnd., Offentlig: 1-2 mnd og ventureselskap: 3-4 mnd.

Respondent 1b, venture: ”Vi bruker gjerne et år på prosessen. Dette innebærer at vi samarbeider over tid og veileder underveis.”

Respondent3, bank: ”Jeg kan ikke si noe om hvor lenge det kan gå før vi må avvise et prosjekt, men dersom jeg blir sittende med det for lenge så er prosjektet for usikkert.”

## Oppsummering

- Det er ikke dokumentert at respondentene har faste prosedyrer for investeringsbeslutning i nye selskaper. Intervjuobjektene fra venture og offentlig mener de har faste rutiner.
- Det er ikke dokumentert at forretningsplanen har avgjørende betydning i forhold til beslutning om investering.
- Det er viktig at idehaver investerer egne midler.
- Immaterielle rettigheter har stor betydning for venture og offentlig.

### 4.1.5 Del 5, Finansielle analyser

#### Variabel Q39, Gjennomfører dere kontantstrømsanalyse, sensitivitetsanalyse, 0-punkt analyse

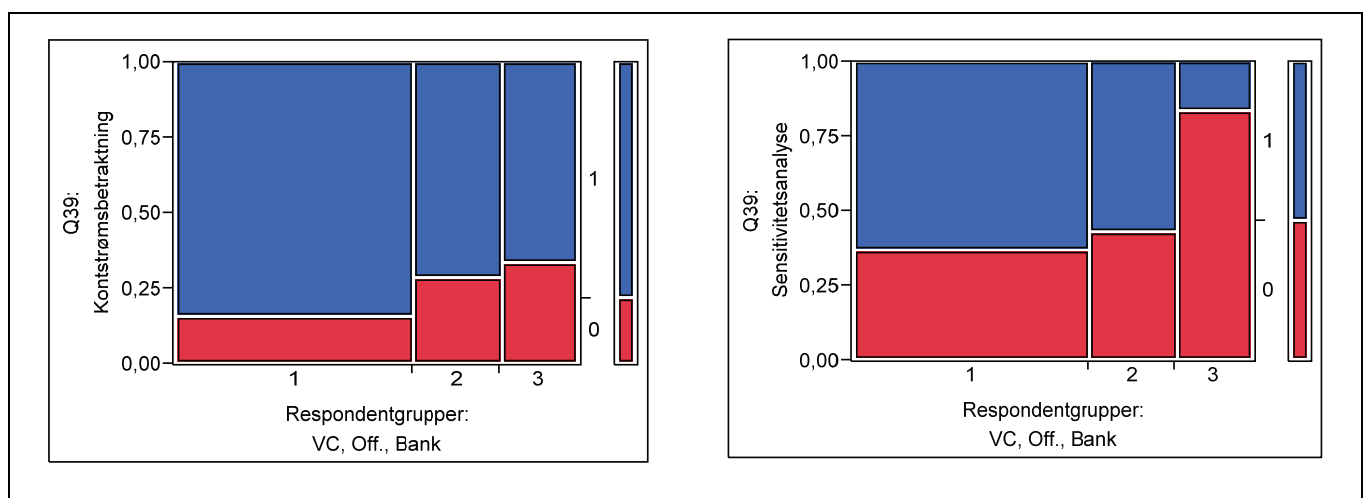
Spørsmålet er splittet opp i tre variabler av type: Dikotom, Ja / Nei

Variablene gjenspeiler feltene Kontantstrøm, Sensitivitetsanalyse og 0-strøms analyse.

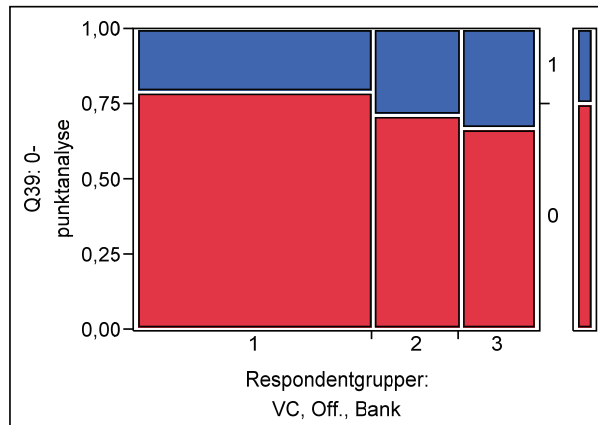
Variablene er **ikke signifikant** med følgende signifikansnivå: Kontantstrøm: 0,5897, Sensitivitetsanalyse: 0,1343 og 0-strøms analyse: 0,8075.

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatene er gitt i Figur 4.11 under.







Figur 4.11 Analyse: Ulike analyseformer som gjennomføres

Resultatene viser at totalt sett gjennomføre 78% kontantstrømsanalyse. Fordelingen mellom respondentgruppene er Venture: 84% Ja, Offentlig: 71% og Bank: 67%.

Et flertall gjennomfører også sensitivitetsanalyse med totalt 53% Ja. Fordelingen mellom respondentgruppene er Venture: 63%, Offentlig: 67% og Bank: 17%.

For den siste parameteren, 0-punkt analyse, gjennomfører totalt 25% denne. Fordeling mellom respondentgruppene er Venture: 21%, Offentlig: 29% og Bank: 33%.

50% av respondentene sier de også bruker andre tester.

Respondent 1a, venture: ” ”Vi forsøker å verifisere leverandørenes egne beregninger. Vi tar ikke forretningsplanen for god fisk, men vurderer markedet og salgsprognosene nøye.”

Respondent 1b, venture: ” Vi foretar en discounted cash flow-analyse (DCF) Ellers bruker vi en ”Rule of Thumb”. Vi anslår hvor mye vi mener at vi kan få ved exit. Så regner vi baklengs og ser hvor mye vi kan investere dersom vi skal få igjen 3X investeringen.”

Respondent2, offentlig: “På driftsrisiko er det vel dere tenker på med finansiell analyse. Dette går på en form for kontantsrømsbetraktning. Hvis prosjektet blir gjennomført så tror man at det vil få en effekt gjennom en økt fremtidig kontantstrøm i et visst tidsrom. Det vi opererer med som begrep er kontantstrøm før finansiering – gjerne i to tre varianter. Hvis det går veldig bra så blir det sann osv. – best case – worst case – og en midt i mellom. Så må vi finne ut hva forventer vi. Altså en slik what – if? Hvis det er en stor sak er det snakk om alt fra en sensitivitetsanalyse og 0-punkt analyse.”

Respondent3, bank: ” Vi har egentlig ingen metode for å vurdere soliditet, eller for finansielle analyser. Men jo tynnere et prosjekt er, jo mer egenkapital skal det være. Du får ikke finansiert de helt nye prosjektene. Vi har mye ekspertise på huset og utrolig mye ekspertise i analytiskmiljøet. De leverer bransjeanalyser, makroanalyser og spesialanalyser på hvert enkelt selskap.”

#### **Variabel Q40, Hvor stor del av investeringen kan / ønsker dere å gå inn med**

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **ikke signifikant** med  $P > F$  lik 0,1168.

N = 30 med fordeling 19, 6 og 5 på de tre gruppene.

Resultatet er ikke signifikant men antyder likevel at Venture og Offentlig er villig til å gå inn med mellom 20 – 50% av investeringen. Bankene ligger noe lavere, i området 10 – 20%.

Respondent1b, venture: ” Våre investeringer er fra 4 til 20 mill i første runde. Det er en forutsetning at vi er med helt til exit. Vår andel er da typisk mellom 20 og 40%. Ved bedrift XXY hadde vi 35% eierinteresser ved børsinngang. Etterpå hadde vi 20%”

Respondent2, offentlig: ” Vi legger også inn om hvis renten stiger 2% . Her skal denne fiskebåten ta opp 20 mill i lån – hva hvis renten går opp 2%. Vi er ikke så ulik bank i tenkingen.”

#### **Oppsummering**

- Venture og offentlig gjennomfører i større grad enn bank finansielle analyser i forkant av en investeringsbeslutning.
- Kontantstrømsbetraktning og sensitivitetsanalyse er vanlige analyser
- Den vanligste analysen er kontantstrømsanalyse.
- Venture og offentlig har større investeringsvilje enn bank.

#### **4.1.6 Del 6, Risikovurdering**

##### **Variabel Q43, I hvilken grad er dere villig til å ta risiko**

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **svakt ikke signifikant** med  $P > F$  lik 0,05554

N = 31 med fordeling 19, 7 og 5 på de tre gruppene.

## Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
Venture	19	<b>4,15789</b>	0,19887	3,7505	4,5653
Offentlig	7	<b>4,42857</b>	0,32764	3,7574	5,0997
Bank	5	<b>3,20000</b>	0,38767	2,4059	3,9941

Dette betyr at Venture og Offentlig tenderer mot høy risiko og Bank ligger midt på

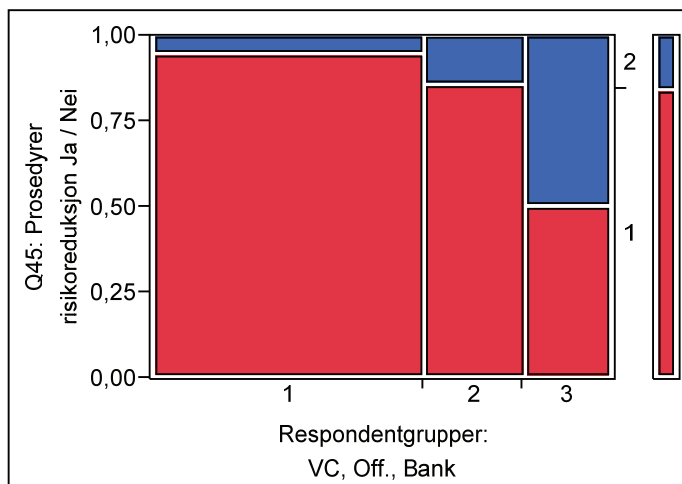
## Variabel Q45, Har dere prosedyrer for å redusere risiko

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0312

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatene er gitt i Mosaic-diagrammet under.



Figur 4.12 Analyse: Brukes prosedyrer for å redusere risiko

Venture og Offentlig er betydelig mer opptatt av å redusere risiko enn Bank.

De som har svart Ja har i tillegg oppgitt følgende stikkord til måter å redusere risiko:

**Venture:** Analyse, evaluering, seleksjon, porteføljetilnærming, DD, aktiv oppfølging etter investering, Due dil, markedsanalyser, kundereferanser, referansesjekk på team mv., Effektiv rapportering - hele tiden arbeide tett med selskapet - være kundedrevet, Våre enkeltplasseringer er alltid under 10% av investeringsporteføljen, helst under 5%. Vi har veldig lite oppstartsbedrifter, litt unoterte, men < 10%, Risikoanalyse og tiltak, aksjonæravtale + viktig del av analysearbeidet, hedger rente og valuta risiko, aktiv statusrapportering, likviditetsoversikt, styreplass, avtalemessige forhold, aktiv

deltakelse i styrearbeid, I investeringsbeslutningen dreier det seg ofte om å posjonere kapitatilgang i forhold til oppnådde milepæler, slik at en kan trekke i "nødbremsen" om, Analyse og hedging med andre investeringer, Hele beslutningsprosessen rundt DD, analyser etc, Tett oppfølging, tett kontakt med industri/brukere, stoppe investering dersom den ikke går bra, due dilligence, medinvestorer, Søke ko-investorer, 3.partsvurdering av teknologi/market.

Respondent 1a, venture: " Vi reduserer risikoen betraktelig i vurderingsfasen i forkant. Det betyr mye, i vår bransje i alle fall å ha med en dedikert person som tror på prosjektet. En som er dedikert og har tro på prosjektet, han vil prøve igjen. Det er derfor vesentlig for å lykkes å ha med personer som tror på prosjektet. Dette er absolutt en måte å redusere risiko på."

Respondent1b, venture: " Vår rolle er å ta en kalkulert risiko. Vi er et sektorspesifikt investeringsselskap og velger selv hva vi vil investere i. Det går mer og mer mot spesialisering av fond. Du må kjenne bransjen for å kunne vurdere risiko. ... Vi går inn i styret og prøver å ha kontroll med utviklingen slik at risiko kan kontrolleres."

**Offentlig:** Fasevurdering. Risikoanalyse. DD, Spredning gjennom portefølje og i enkeltsselskapene jobber vi aktivt med risikostyring, Vilårssett, oppfølging og egeninnsats fra eiere, Tilføre nettverk og kompetanse, Særvilkår og krav til sikkerhet, Pantersikring, tapsfond,

Respondent2, offentlig: " "Risikofaktorer en noe vi gir en del plass, og potensialbetraktninger gir vi en del plass. Risikofaktorer er en vurdering – om disse er beskrevet prøver du å vurdere lenger nede i saken - er denne ideen, bedriften virkelig så unik, er det virkelig bare så få konkurrenter? Hva kan skjære seg? .... Når en investor går inn, så er det alltid risiko involvert. Det er også vi villig til å ta. Risiko tar vi, og vi prøver å kalkulere litt, og vi tar ikke enhver risiko. Vi prøver å ta rett mengde risiko. Vi prøver å avdekke slik at vi vet hvilken risiko vi har gått inn med.... Vi har evne og vi tar risiko. Det viser tapene våre. Vi er mer villig til å ta risiko enn investorene, i hvert fall med tilskudd. Med risikolån så blir det litt mer likt. Men det er klart at egenkapital aldri er godt sikra. Når en investor går inn, så er det alltid risiko involvert. Det er også vi villig til å ta."

**Bank:** Tett oppfølging milepeler .likviditetsbudsjett, Kausjon, sikkerhet i aktiva m.fl.

Respondent 3, bank: "Jeg ville gjerne tatt mer risiko, men bankens holdning er motsatt. Derfor ønsker vi en spredning på de investeringene vi gjorde innenfor venture og såkorn, og det har vi gjort i det vi har noe her og noe der. Spred på sektorer og innenfor områder som er tunge på Vestlandet. Vi tar risiko på en del av kapitalen men ikke på alt.... Gjennom venturemiljøet på 80-tallet lærte vi, ved investering i USA, spesielt med investeringer i Silicon Valley, at investeringer er risikofylte. Vi investerte i 15 selskaper, 13 av dem gikk ikke. De andre 2 ga så mye at vi fikk pengene våre tilbake, men vi tjente ikke penger på det. Vi klarte ikke å skille de dårlige fra de med suksess den gangen."

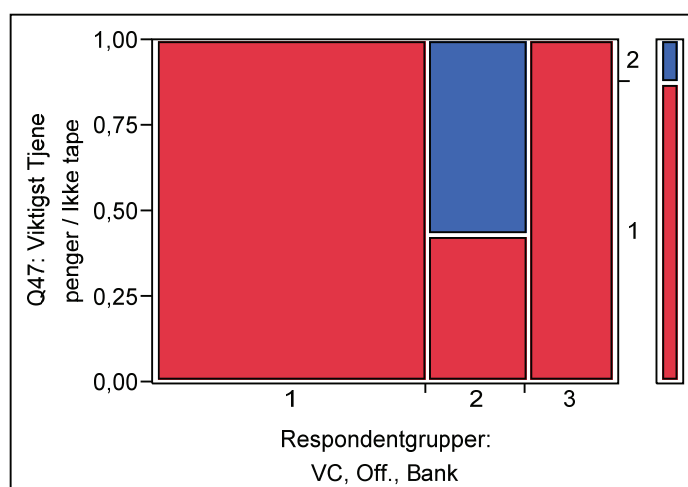
### Variabel Q47, Hva er viktigst av å tjene penger og å ikke tape penger

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0003

N = 32 med fordeling 19, 7 og 6 på de tre gruppene.

Resultatene er gitt i Figur 4.13 under.



Figur 4.12 Analyse: Viktigheten av Å tjene penger kontra Ikke tape penger

Venture og Bank er 100% opptatt av å tjene penger, men Off er mest/like mye opptatt av å ikke tape penger.

Respondent1a, venture: "Målet er, gjennom samarbeid med leverandørene å frembringe ny teknologi til markedet, etablere nye forretningsmuligheter for industrien, å drive frem nye produkter som har en effekt for oss og som vil gi vårt konsern reduserte kostnader, forbedre miljøet og økt sikkerhet og kanskje ikke minst det siste, som ikke er kommet skikkelig fram, å vise samfunnsengasjement. Hvorfor gjør vi dette, jo, alle tjener på det... Risiko spiller en

rolle, selv om det ut fra våre resultat synes som vi ikke gjør det. Vi tar risiko og vi stopper også prosjekt. Dersom vi ser det går galt så stopper vi.”

Respondent 2, offentlig: ” Vi har bare fullmakter inntil et visst millionbeløp. Blir det mer så må det til Oslo. Det er høyere risiko ved et tilskudd enn ved et lavrisikolån. Ved et høyrisikolån skal vi heller ikke ta for mye risiko. I formålsparagrafen er vi ment å ta større risiko, og ved tilskudd tar vi større risiko enn de formelle investorene gjør. Ved etablererstipend tar vi en kjemperisiko. Ved risikolån skal du ta rett mengde risiko. I en periode gikk vi inn ved bare myke verdier og ingen driftsmeritter, og da ble tapene for store. Vi har tapsfond på for eksempel 40%. Da skal du i snitt tape 40 øre pr. kr. Men taper du 90 øre pr. kr. du låner ut så får du et kjempeproblem. Vi kan ikke bruke dette i en veldig tidlig fase til myke investeringer. Da må du endre policy eller øke tapsfondet. Vi har også hatt risikolån med delvis ettergivelsesmuligheter. Vi har evne og vi tar risiko. Det viser tapene våre. Vi er mer villig til å ta risiko enn investorene, i hvert fall med tilskudd. Med risikolån så blir det litt mer likt.... Vi er ofte et supplement eller et korrektiv til bankene i distriktene, der disse ikke er så ivrige etter å gi lån.

Respondent3, bank: ” Risiko i en bank er at vi snakker mye mer om de pengene vi taper enn de pengene vi tjener. Bankens holdning er at det er langt viktigere å ikke tape penger enn å tjene penger..... For øyeblikket står vi for 20% av bankens resultat og forvalter 1% av bankens kapital. Dette er en viktig del inntjeningsmessig for banken. Men risikoen skal være relativt beskjeden i denne aktiviteten.”

## Oppsummering

- Venture og Offentlig er betydelig mer opptatt av å redusere risiko enn Bank.
- Venture og Bank er 100% opptatt av å tjene penger, men Off er mest/like mye opptatt av å ikke tape penger.

### 4.1.7 Del 7, Framtidig exit

#### Variabel Q49, Hvor viktig er det å tjene penger på investeringen

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

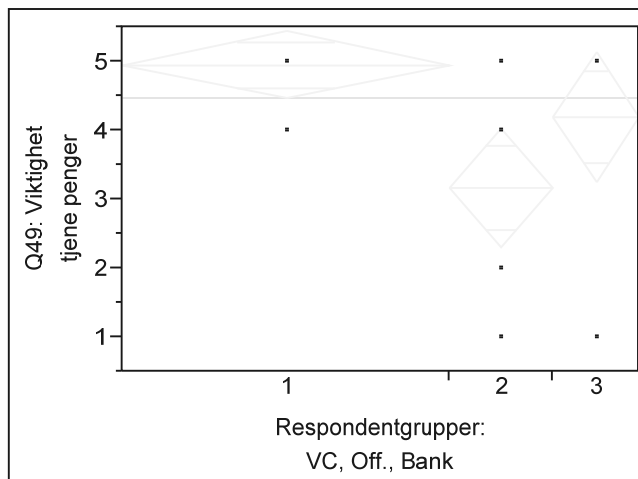
Variabelen er **signifikant** med  $P > F$  lik 0,0035

N = 31 med fordeling 19, 7 og 5 på de tre gruppene.

## Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,94737	0,23604	4,4631	5,4317
2	6	3,16667	0,42003	2,3048	4,0285
3	5	4,20000	0,46012	3,2559	5,1441

Grafisk framstilling ser slik ut i Figur 4.14:



Figur 4.14 Analyse: Viktigheten av å tjene penger på en investering

Det er svært viktig for Venture, viktig for Bank og midt på skalaen for Offentlig. Dette korrelerer godt (-0,59) med spørsmål Q47, Hva er viktigst av å tjene penger og å ikke tape penger.

Respondent1a, venture: " Målet er, gjennom samarbeid med leverandørene å frembringe ny teknologi til markedet, etablere nye forretningsmuligheter for industrien, å drive frem nye produkter som har en effekt for oss og som vil gi vårt konsern reduserte kostnader, forbedre miljøet og økt sikkerhet og kanskje ikke minst det siste, som ikke er kommet skikkelig fram, å vise samfunnsengasjement. Hvorfor gjør vi dette, jo, alle tjener på det... Risiko spiller en rolle, selv om det ut fra våre resultat synes som vi ikke gjør det. Vi tar risiko og vi stopper også prosjekt. Dersom vi ser det går galt så stopper vi."

Respondent 2, offentlig: " Vi har bare fullmakter inntil et visst millionbeløp. Blir det mer så må det til Oslo. Det er høyere risiko ved et tilskudd enn ved et lavrisikolån. Ved et høyrisikolån skal vi heller ikke ta for mye risiko. I formålsparagrafen er vi ment å ta større risiko, og ved tilskudd tar vi større risiko enn de formelle investorene gjør. Ved etablererstipend tar vi en

kjemperisiko. Ved risikolån skal du ta rett mengde risiko. I en periode gikk vi inn ved bare myke verdier og ingen driftsmeritter, og da ble tapene for store. Vi har tapsfond på for eksempel 40 %. Da skal du i snitt tape 40 øre pr. kr. men taper du 90 øre pr. kr. du låner ut så får du et kjempeproblem. Vi kan ikke bruke dette i en veldig tidlig fase til myke investeringer. Da må du endre policy eller øke tapsfondet. Vi har også hatt risikolån med delvis ettergivelsesmuligheter. Vi har evne og vi tar risiko. Det viser tapene våre. Vi er mer villig til å ta risiko enn investorene, i hvert fall med tilskudd. Med risikolån så blir det litt mer likt. ... Vi er ofte et supplement eller et korrektiv til bankene i distriktene, der disse ikke er så ivrige etter å gi lån.”

Respondent3, bank: ” Risiko i en bank er at vi snakker mye mer om de pengene vi taper enn de pengene vi tjener. Bankens holdning er at det er langt viktigere å ikke tape penger enn å tjene penger..... For øyeblikket står vi for 20% av bankens resultat og forvalter 1% av bankens kapital. Dette er en viktig del inntjeningsmessig for banken. Men risikoen skal være relativt beskjeden i denne aktiviteten.”

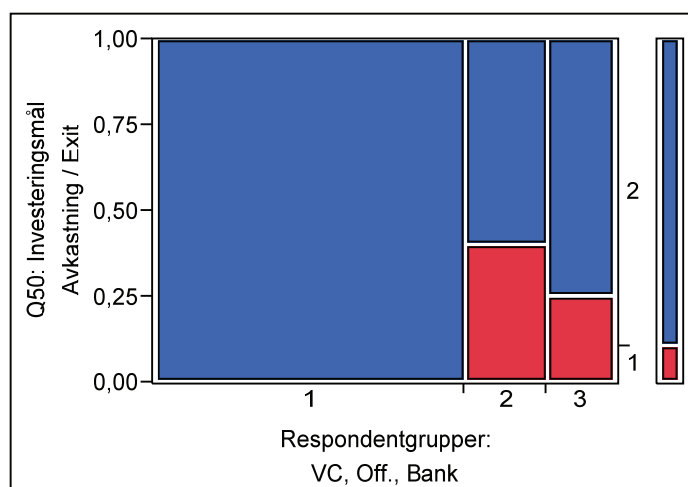
### Variabel Q50, Investerer dere med tanke på årlig utbytte eller avkastning ved salg (exit)

Variabeltype: Dikotom, Ja / Nei

Variabelen er **signifikant** med  $P > \text{ChiSq}$  på 0,0222

N = 28 med fordeling 19, 5 og 4 på de tre gruppene.

Resultatene er gitt i Figur 4.15 under.



Figur 4.15 Analyse: Investeringsmål: Avkastning eller Exit



Ventureselskapene investerer utelukkende med tanka på salg. Offentlig og Bank har også overvekt på salg, men også delvis tanke på årlig avkastning.

Respondent 1b, venture: ” Ved bedriften Z slo vi to selskaper samme, vi hentet inn ledelsen fra Abbott Europa og utviklet ideen fram mot industrialisering og kommersialisering. Person ZY kjøpte seg inn med 10 % i selskapet og var dedikert til å utvikle dette. Deretter ble selskapet tatt til børs.”

Respondent 3, bank: ”Vi er ikke så veldig interessert i å få børsnotert selskap. Oppkjøp er minst like interessant. Eksempel er innen marin sektor der et lite ventureselskap som heter Yvekst investerte i et selskap med hovedkontor i Ålesund og kjøpte ansvarlig konvertibel kapital for 20 mill kr. I juli. I oktober kom F.sen og betalte 50 mill.”

### **Variabel Q51, Ved exit: Etter hvor lang tid ønsker dere exit**

Variabeltype: kontinuerlig, lineær

Variabelen er **svakt ikke signifikant** med  $P > F$  lik 0,1210

N = 28 med fordeling 19, 5 og 4 på de tre gruppene.

Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	3,21053	0,15014	2,9013	3,5198
2	5	3,80000	0,29268	3,1972	4,4028
3	4	3,75000	0,32723	3,0761	4,4239

Venture ønsker exit etter 4-5 år. Offentlig og Bank er mer langsiktige og tenderer mot 6-10 år.

Respondent1a, venture ”Vi er litt spesielle når det gjelder exit. Vi går gjerne ut alt for tidlig i forhold til det som venture ville gjort. Ta for eksempel bedrift PQ, det kunne utviklet seg fra et lastesystem til et selskap som kunne ta totale feltløsninger. Da kunne ikke vårt konsern være med. Vi tok da en exit som ikke var økonomisk, men policybegrunnet. Vi kunne ikke delta på begge sider av bordet. Så vi er ikke så langsiktig som vi burde for å få maksimal økonomisk avkastning.

Men vi driver butikk også, men ikke slik at vi ser pengene direkte, men gjerne mer indirekte. Bare det å bruke PQ på en utbygging har gitt en estimert total besparelse på 7-800 mill NOK.”

Respondent 1b, venture: ” Vi planlegger exit helt fra starten. Gründeren må ha samme tanker om dette som oss. Vi ønsker å trekke oss ut før vi har blitt for mye involvert i driften, men vi må ha igjen vår beregnede gevinst, eller det optimale markedet vil gi til en hver tid....

Exitstrategien er noe en er opptatt av fra dag en. Hvem skal kjøpe selskapet? Vi har en horisont på maks 7-8 år til marked og lukker investeringene etter 3-5 år.”

Respondent 2, offentlig: ” Eksit i vår forstand er kanskje å bli innløst av en bank. Vi ga et risikolån, først ga vi et tiskudd, så utvikla det seg, så ga vi et risikolån. Så kommer plutselig en bank og sier, nei, nå har vi tatt over denne kunden for deg for det går så bra. Kanskje skulle vi se på dette som en gledesmelding, men vi gjør jo ikke helt det da, for vi liker jo å ha en portefølje vi og.... Vi blir jo glade når en bedrift som før var en mulig stjerne, blir det! Bedriften går så godt at de kvitter seg med lånet og klarer seg selv. Exit for oss i et utvida begrep er at de får det til så godt at de trenger ikke verken lån eller tilskudd. ”

Respondent 3,bank: ” Vi går ikke inn uten muligheter for exit. Det er kjekt å fortelle om HV, som etablerte et fond som heter EXvekst. De fikk inn 400 mill. kr. fra private investorer og 300 mill kr. fra Argentum. De hadde til sammen 690 mill kr. som kommittert kapital. Så ble det kalt inn kapital etter hvert som de gjorde investeringer, og de to første de gjorde i 2004 brukte de 125 mill kr. De to selskapene solgte de etter ca. 2 år og fikk 935 mill. tilbake. Vi hadde betalt inn 0.7% av fondet, og av den en mill vi hadde betalt inn fikk vi 6 tilbake. Vi er ikke så veldig interessert i å få børsnotert selskap. Oppkjøp er minst like interessant.”

## **Oppsummering**

- Det er viktig for alle parter å tjene penger på en investering, men viktigst for venture og minst viktig for offentlig.
- Ventureselskapene investerer utelukkende med tanke på salg, men offentlig og bank har også avkastning som mål.
- Venture ønsker exit etter 4-5 år. Offentlig og Bank er mer langsiktige og tenderer mot 6-10 år.

## **5. Diskusjon**

### ***5.1 Innledning***

Vi har ved hjelp av intervjuer og en kvantitativ undersøkning kartlagt kva formelle investorer legger vekt på når de skal vurdere potensielle investeringsobjektet innanfor teknologiske oppstartsbedrifter. Undersøkelsene viser at det er forskjeller på hvordan private formelle investorer, offentlige investorer og banker vurderer slike potensielle investeringar.

I diskusjonen vil vi se på hvilke vurderingskriterier som undersøkelsen viser er de viktigste innenfor hver investorgruppe, og vurdere disse mot hverandre for å se hvilke forskjeller som kommer fram.

### ***5.2 Metode***

Den kvantitative analysen bærer preg av at vi hadde et relativt lite utvalg av respondenter (33). Av disse var det et flertall (19) av respondenter fra private ventureselskaper. Dessuten var bank representert med 6 respondenter og offentlige investorer med 7. Det var likevel en overraskende stor del av analysene som gav signifikante resultater.

Vi valgte bort de fleste ikke signifikante tilbakemeldinger. I den grad vi har brukt slike tilbakemeldinger har det vært fordi det har vært poengtert som betydningsfullt fra enkelte av intervjuobjektene i den kvalitative delen av undersøkelsen.

### ***5.3 Generelle trekk ved kriteriene for investeringsbeslutning***

Det er ikke dokumentert i vår kvantitative undersøkelse at forretningsplanen har avgjørende betydning i forhold til beslutning om investering, men at den er en del av beslutningsgrunnlaget. Når investorene ser på forretningsplanen, vurderer de, i prioritert rekkefølge, personellmessig gjennomføringsevne, økonomisk gjennomføringsevne, unikhhet og lønnsomhetspotensiale til å være viktigste elementene. Dette er i overensstemmelse med en undersøkelse av Mason and Stark (2004) som påpeker at forretningsplanen må tilpasses den finansieringsgruppen den skal presenteres for.

Alle investorgruppene sier at de gjennomfører en finansiell due diligence. Dette er i overensstemmelse med Reitan (2005) som påpeker at due diligence alltid gjennomføres før investering, og at den finansielle due diligence er svært viktig.

Investorene mener at det er viktig at idehaver investerer egne midler i prosjektet. De sier at kontantstrømsbetraktning og sensitivitetsanalyse er vanlige analyser i vurdering av investeringsobjekter, og at den vanligste analysen er kontantstrømsanalyse.

Vår undersøkelse dokumenterer ikke at investorgruppene har faste prosedyrer for investeringsbeslutning i nye selskaper. I den kvalitative delen mener intervjuobjektene fra venture og offentlig at de har det.

Alle formelle investorer foretrekker investering framfor lån. To av våre intervjuobjekt innen offentlig og bank bekrefter imidlertid ikke dette. Bankene er særlig opptatt av sikkerhet og gir ofte lån dersom sikkerheten er god nok. Også offentlige investorer gir risikolån og er da opptatt av sikkerhet.

Det er viktig for alle investorgruppene å tjene penger på en investering.

#### ***5.4 Forskjeller i kriterier for investeringsbeslutningene***

Vi ville sammenligne hvordan de forskjellige investorgruppene avviker i forhold til hvilke vurderingskriterier som legges til grunn for en beslutning om å investere. Dette har vi gjort ved å sammenfatte den delen av analysen (kap. 4) som viser ulikheter i hvordan investorgruppene vurderer de enkelte kriteriene til en tabell. I tabellen er kriteriene for investering gitt som utsagn, og de enkelte investorgruppenes vurderinger er gitt som bokstaver. Bokstavene har vi gitt forskjellige verdier. S betyr stor preferanse til støtte for utsagnet, M betyr middels preferanse og L betyr liten preferanse. I de tilfellene vi har satt () omkring bokstaven, betyr det at vurderingen er basert på utsagn fra den kvalitative delen av undersøkelsen.

<b>Utsagn</b>	<b>Private</b>	<b>Offentlige</b>	<b>Bank</b>
Idehaver viktig	L	M	S
Ide viktig	S	M	L
Forretningsmessige hensyn viktig	M	M	S
Kjennskap/andre hensyn viktig	M	M	(M)
Produktbeskrivelse prioritert	M	S	S
Finansiering prioritert	S	M	M
Marked prioritet	L	L	L

Due dilligence utføres	S	M	L
Faste rutiner for vurdering tilstede	(S)	(S)	L
Gjennomføre finansielle analyser	S	S	L
Immaterielle rettigheter viktig	S	S	L
Investeringsvilje	S	S	M
Risikovilje	M	M	S
Tjene penger er viktig	S	L	S
Ikke tape penger er viktig	L	S	(S)
Salg viktigste exit	S	M	M
Avkastning viktig	M	S	S
Kortsiktig (4-5 år) investeringshorisont	S		
Langsiktig (6-10 år) investeringshorisont		S	S

Tabell 2.1 Viser ulikheter i hvordan investorgruppene vurderer de enkelte vurderingskriteriene. Bokstavene har forskjellige verdier. S betyr stor preferanse til støtte for utsagnet, M betyr middels preferanse og L betyr liten preferanse. I de tilfellene vi har satt () omkring bokstaven, betyr det at vurderingen er basert på kvalitative undersøkelsen.

Den kvantitative undersøkelsen viser at ventureselskapene vurderer finansieringsbeskrivelsen som viktigst i en forretningsplan. De vurderer også ide som viktigere enn idehaver, og de tar delvis andre hensyn enn forretningsmessige når de investerer. Dette stemmer ikke med undersøkelsen av Mason and Stark (2004) som påpeker at ventureselskapene legger mer vekt på marked, entreprenøregenskaper og team.

Ventureselskapene er helt klare på at de gjennomfører due diligence. Disse selskapene investerer utelukkende med tanke på salg, og ønsker exit etter 4-5 år. Dette koresponderer med Mason and Stark (2004) som angir at ventureforetakene har et 3-7 års perspektiv på investeringene.

Offentlig investorer har ingen klar prioritering mellom ide og idehaver, og de tar andre hensyn enn rent forretningsmessige når de investerer i selskaper. Dette kommer av at offentlige aktører har en overordnet politisk målsetning som kommer til uttrykk som et samfunnsansvar for utvikling av bedrifter særlig i utsatte geografiske områder. Offentlige investorer gjennomfører oftere due diligence enn bankene. Det er minst viktig å tjene penger for offentlig investorer, men de er opptatt av å ikke tape penger.

Bankene vurderer idehaver som viktigere enn ide og de er klarest i at de ikke tar andre hensyn enn forretningsmessige. Dette stemmer med Mason and Stark (2004) som påpeker at banker er mest opptatt av de finansielle sidene ved et foretak og ikke tar hensyn til idehaver og ide. Den kvalitative undersøkelsen viser derimot at bank også vektlegger personlig kjennskap ved vurdering. Dette gjelder særlig i tilfeller der familiære kjennskaper kan danne grunnlag for sikkerhet i forbindelse med lån.

Den kvantitative undersøkelsen viser at immaterielle rettigheter har stor betydning for venture og offentlig. De gjennomfører i større grad enn bank finansielle analyser i forkant av en investeringsbeslutning. Intervjuobjektene fra venture og offentlig mener de har faste rutiner i forkant av investeringsbeslutninger, dette er ikke bekreftet i den kvantitative undersøkelsen. Venture og offentlig har større investeringsvilje enn bank, og de er betydelig mer opptatt av å redusere risiko enn bank. Dette stemmer ikke med undersøkelser gjort av Reiten og Sørheim (2001) og heller ikke med utsagn i den kvalitative delen i undersøkelsen. Her kommer det fram at banker tar liten risiko, og er mer opptatt av å ikke tape penger enn å tjene penger.

Undersøkelsen viser at venture og bank er 100 % opptatt av å tjene penger.

Den kvantitative undersøkelsen viser at bank og offentlig vurderer produkbeskrivelse som viktigere enn finansieringsbeskrivelse i en forretningsplan. Dette stemmer ikke med Mason and Stark (2004) som påpeker at bankene er mest opptatt av de finansielle sidene ved et foretak. Både offentlig og bank har avkastning som mål. Offentlig og bank er mer langsiktige investorer enn ventureselskapene, og tenderer mot 6-10 år før exit.

## 6. Konklusjoner

Investorene mener at det er viktig at idehaver investerer egne midler i prosjektet. Alle investorgruppene sier at de gjennomfører en finansiell due diligence. Det er ikke dokumentert i vår kvantitative undersøkelse at forretningsplanen har avgjørende betydning i forhold til beslutning om investering, men at den er en del av beslutningsgrunnlaget. Når investorene ser på forretningsplanen, vurderer de, i prioritert rekkefølge, personellmessig gjennomføringsevne, økonomisk gjennomføringsevne, unikhet og lønnsomhetspotensiale.

Immaterielle rettigheter har stor betydning for ventureselskaper og offentlige investorer.

Ventureselskapene vurderer finansieringsbeskrivelsen som viktigst i en forretningsplan. Offentlige investorer har ingen klar prioritering mellom ide og idehaver, og de tar andre hensyn enn rent forretningsmessige når de investerer i selskaper. Bankene vurderer idehaver som viktigere enn ide.

Offentlig og bank er mer langsiktige investorer enn ventureselskapene, og tenderer mot 6-10 år før exit, venture ønsker exit etter 4-5 år.

En del av våre funn kan tyde på at det er større forskjeller mellom gruppene, men dette støttes ikke i den litteraturen som vi har gjennomgått. Det trengs derfor flere undersøkelser eller litteratursøk, for å kunne trekke noen konklusjoner om disse forholdene.

## 7. LITTERATURLISTE

	Almås,R. (1990) <i>Evaluering på norsk</i> . Universitetsforlaget
	Berg-Utby, T. (2004). The Demand Side of Formal and Informal Venture Capital: An Empirical and Conceptual Review, <i>Working paper</i> , NTNU Senter for Entreprenørskap
	Colin Mason and Matthew Stark, What do Investors Look for in a Business Plan? (2000)
	Deville, P. (2002). An Overview of private Equity and Venture Capital in Europe, EVCA Entrepreneurship education course, module 1.
	Eisenhardt,K.M. (1989) Building theories from case study research. <i>Academy of Management review</i> ,
	Erikson,T. Sørheim,R. Reitan, B.(2003). Family angels vs. other informal investors. <i>Family Business Review</i> (Vol XVI, no.3).
	Grennes, T (1997), Innføring i vitenskapsteori og metode, Tano Aschehoug
	Harrison, R. T. og Mason, C. M. (1992), The roles of investors in entrepreneurial companies: a comparison of informal investors an venture capitalists, I.N.C. Churchill at al. (red), <i>Frontiers of Entrepreneurship Research</i> , Babson College, MA
	Hellevik, Ottar (2002): <i>Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap</i> , Oslo: Universitetsforlaget
	MacCracken,G. (1998) <i>The long interview</i> (vol. 13). Newbury Park, Ca: Sage.
	Mason, C. and Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers,Venture Capitalists and Business Angels, <i>International Small Business Journal</i> ,
	Matson E(1999b), Financial Crises of New Technology-based Firms, Working paper 4/99, department of Industrial Economics and Technology Management, NTNU, Trondheim
	Matson E.(2000), <i>Instrument for venturefinansiering</i> , rapport, Institutt for indistruell økonomi og teknologiledelse, NTNU, Trondheim
	Nesheim, J. L. (2000). Introduction to start-ups and their funding, in “ <i>High Tech Start Up</i> ”, The Free Press,
	NHD, Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak. En studie av etterspørsels- og tilbudssiden, 1.november 2002.
	NVGA (1999)



	Reitan, B. og Sørheim, (2000). The informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behaviour and investment preferences, <i>Venture Capital</i> ,
	Reitan, B. og Sørheim, R. (2001). Betydningen av eksterne eiere og private investorer – finansielle vilkår for små og mellomstore bedrifter, <i>Magma</i> , 4,
	Reitan,B and Erikson,T. (2005). Entrepreneurial potential: a combined model and an empirical test among young people (Draft).
	Roberts,M.J. and Barley,L. (2004) How venture capitalists evaluate potential venture opportunities. Harvard Business School Publishing.
	Saetre,A.S. (2003). Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. <i>Venture Capital</i> ,
	SAS Institute Inc, (2007) <i>JMP Statistics and Graphics Guide</i> , Release 7 , Cary, NC, USA
	Shane, S. og Cable, D. (2002). Network Ties, Reputation and the Financing of New Ventures, <i>Management Science</i> ,
	Shane,s og Cable,D (2002) tar i sin artikkel ”Network Ties, Reputation and the Financing of New Ventures
	Sørheim, R. (2003). The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach, <i>Venture Capital</i> ,
	Sørheim, R. og Landström, H. (2001), Informal investors – a categorization, with policy implications, <i>Entrepreneurship &amp; Regional Development</i> ,
	Van Osnabrugge, M. and Robinson, M. (2000). Types of outside investors willing to finance growing firms, in “ <i>Angel Investing. Matching start-up funds with startup companies</i> ”, Jossey Bass, San-Francisco
	Wolcott,H.F.(1990) <i>Writing up qualitative research</i> (Vol.20). Newbury Park, CA: Sage.
	Yin,R.K. (1994). <i>Case study research: design and methods</i> (2 <sup>nd</sup> .ed.) Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

## Vedleggsoversikt

Vedlegg 1: QuestBack-formular .....	63
Vedlegg 2: Liste over inviterte respondenter .....	73
Vedlegg 3: Utskrift fra analyseresultat .....	74
Vedlegg 4: Transkribering av intervju .....	107
Respondent 1a, Finansieringsrådgiver for et stort konsern .....	107
Respondent 1b, Partner i et større investeringsselskap .....	115
Respondent 2, Investeringsdirektør i Innovasjon Norge .....	119
Respondent 3, Investeringsdirektør i bank .....	126

## ***Vedlegg 1: QuestBack-formular***

### **Mail**

Viser til telefonsamtale angående spørreundersøkelse i forbindelse med masteroppgave og ber om at QuestBack-skjema blir behandlet som avtalt.

Vi håper at skjema blir besvart innen en uke.

På forhånd takk.

Hilsen

Alf Slinning

[aes@hib.no](mailto:aes@hib.no)

Atle Våge

[atle.vage@hib.no](mailto:atle.vage@hib.no)

## Masteroppgave ved NTNU: Formelle investorers oppførsel

Vi er to ansatte ved Høgskolen i Bergen som holder på å fullføre en masteroppgave innen Innovasjonsledelse ved NTNU. Oppgaven skal undersøke "formelle investorers oppførsel" i forhold til investeringsvilje i teknologibaserte oppstartsselskaper.

Oppgaven har to målsettinger:

1. Hva legger formelle investorer vekt på når de skal vurdere potensielle investeringsobjekter innenfor teknologibaserte oppstartsselskaper?
2. Er det forskjell på private og offentlige formelle investorer når de skal investere i teknologibaserte oppstartsselskaper?

Vi har hatt dybdeintervju med 4 investorer. På bakgrunn av dette har vi laget en spørreundersøkelse for å teste ut noen av utsagnene.

Du er nå invitert til å svare på spørreundersøkelsen.

På forhånd takk for responsen.

Hilsen

Alf Slinning  
[aes@hib.no](mailto:aes@hib.no)

Atle Våge  
[atle.vage@hib.no](mailto:atle.vage@hib.no)

Din identitet vil holdes skjult  
[Les om skjult identitet her...](#)

---

### 0. Generell beskrivelse av respondent

---

**Er dere et privat selskap, offentlig selskap eller bank?**

- ☐ Privat investeringsselskap  
☐ Offentlig investeringsselskap  
☐ Bank

---

**Har du innstillings- eller beslutningsmyndighet til å investere i oppstartsselskap?**

- ☐ Innstillingsmyndighet  
☐ Beslutningsmyndighet  
☐ Ingen av delene

---

**Hvor stort beløp i investeringsmyndighet i oppstartsselskap ligger en ved ditt kontor, overordnet avdeling eller styret? Svar i kroner.**

---

**Lokalt styre**

---

**Overordnet avdeling**

---

**Styret**

---

**1. Vurdering av potensielle venture muligheter?**

---

**Hva er viktigst av ide eller idehaver?**

- ☐ Ide  
☐ Idehaver
- 

**Hvor viktig er et definert brukerbehov?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hvor viktig er det at ideen har formell beskyttelse (patentering eller lignende)?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hva er mest aktuelt for dere: investering eller lån?**

- ☐ Investering  
☐ Lån
- 

**Hvordan kommer dere i kontakt med kunden?**

---

**Tar dere andre hensyn enn forretningsmessige?**

- ☐ Ja  
☐ Nei
-

**Dersom Ja, hvilke:**

---

---

## **2. Vurdering av utsiktene for selskapets forretningsmodell?**

---

**Hvor stor avkastning sikter dere normalt mot i forhold til en investering?**

- ☐ 1-4 x investering  
☐ 5-6 x investering  
☐ 7-8 x investering  
☐ 9-10 x investering  
☐ > 10 x investering
- 

**Hvilken vekt legger du på at selskapet har skaffet seg en referansekunde?**

- ☐ 0 Ingen  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært stor
- 

**Hvor viktig er tilknytning til kunnskapspark, inkubator eller lignende?**

- ☐ 0 Ingen  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært stor
- 

**Hvor viktig er gründerens kompetanse?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Ranger de tre viktigste komponentene i forretningsplanen**

- |                    |                     |                      |
|--------------------|---------------------|----------------------|
| Sammendrag         | - Velg alternativ - | <input type="text"/> |
| Organisering       | - Velg alternativ - | <input type="text"/> |
| Finansiering       | - Velg alternativ - | <input type="text"/> |
| Marked             | - Velg alternativ - | <input type="text"/> |
| Produktbeskrivelse | - Velg alternativ - | <input type="text"/> |

---

**Ranger de fem viktigste av disse parametrene i forhold til vurdering av selskapet**

SWOT-analyse	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Eksterne og interne forhold	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Unikhet	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Lønnsomhet	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Historisk lønnsomhet	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Nyhetsgrad	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Lønnsomhetspotensial	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Økonomisk gjennomføringsevne	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Personellmessig gjennomføringsevne	- Velg alternativ -	<input type="text"/>
Patenterbar ide	- Velg alternativ -	<input type="text"/>

---

### 3. Gjennomføring av "due diligence"

---

**Gjennomfører dere due diligence?**

- ☐ Ja  
☐ Nei
- 

**Hvor viktig er det at due diligence gjennomføres?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hva er viktigst av personlige egenskaper og ideens kvaliteter?**

- ☐ Personlige egenskaper  
☐ Ideens kvaliteter
- 

**Hvor viktig er gründers tidligere meritter?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Innen hvilke felt gjennomfører dere due diligence?**

- ☐ Finansiell
-





- ☐ Juridisk
  - ☐ Marked
  - ☐ Team
  - ☐ Teknologisk
- 

**I hvor stor grad bruker dere ekstern ekspertise til gjennomføring av due diligence?**

- ☐ 0-20 %
  - ☐ 21-40 %
  - ☐ 41-60 %
  - ☐ 61-80 %
  - ☐ 81-100 %
- 

Neste >>

50 % completed

---

© Copyright [www.QuestBack.com](http://www.QuestBack.com). All Rights Reserved.

---

#### 4. Prosesser før endelig beslutning om å investere i et selskap

---

**Har dere faste prosedyrer for investeringsbeslutninger i nye selskaper?**

- ☐ Ja  
☐ Nei
- 

**Hvor viktig er forretningsplanen for beslutning om investering?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hvor viktig er det at idehaver investerer egne midler?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hvor viktig er immaterielle rettigheter?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hvor viktig er idehavers kompetanse?**

- ☐ 0 Ikke viktig  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Hvor raskt tar dere en investeringsbeslutning i snitt fra mottatt søknad**

- ☐ < 1 mnd  
☐ 1-2 mnd

- ☐ 3-4 mnd
  - ☐ 5-6 mnd
  - ☐ 7-12 mnd
  - ☐ > 12 mnd
- 

**List opp de tre viktigste elementene i beslutningsprosessen**

---

## **5. Finansielle analyser**

---

**Gjennomfører dere: kontantstrømsbetraktning, sensitivitetsanalyse, 0-punkt analyse**

- ☐ Kontantstrømsbetraktning
  - ☐ Sensitivitetsanalyse
  - ☐ 0-punkt analyse
  - ☐ Andre
- 

**Hvor stor del av investeringen kan/ønsker dere å gå inn med?**

- ☐ 0 – 10 %
  - ☐ 11 – 20 %
  - ☐ 21 – 33,3 %
  - ☐ 33.4 – 49 %
  - ☐ 50 – 75 %
  - ☐ 76 – 100 %
- 

**Hva er viktigst av magesfølelse og finansielle analyser?**

- ☐ Magesfølelse
  - ☐ Finansielle analyser
- 

## **6. Risikovurderinger**

---

**I hvilken grad er dere villig til å ta risiko?**

- ☐ 0 Liten
  - ☐ 1
  - ☐ 2
  - ☐ 3
  - ☐ 4 Stor
- 

**Hvor mye av investeringen i et enkeltprosjekt er dere forberedt på å tape?**

- ☐ 0 %

- ☐ 1-15 %  
☐ 16-30 %  
☐ 31-50 %  
☐ 51-70 %  
☐ 71-85 %  
☐ 86-100%
- 

**Har dere prosedyrer for å redusere risiko?**

- ☐ Ja  
☐ Nei
- 

**Dersom Ja: Hvilke**

---

**Hva er viktigst av å tjene penger og å ikke tape penger?**

- ☐ Å tjene penger  
☐ Å ikke tape penger
- 

## **7. Framtidig exit**

---

**Hvor viktig er det å tjene penger på investeringen?**

- ☐ Ikke viktig 0  
☐ 1  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 Svært viktig
- 

**Investerer dere med tanke på årlig utbytte eller avkastning ved salg (exit)?**

- ☐ Utbytte  
☐ Salg (Exit)
- 

**Ved exit: Etter hvor lang tid ønsker dere exit?**

- ☐ 0-1 år  
☐ 2-3 år  
☐ 4-5 år  
☐ 6-10 år  
☐ > 10 år
- 

**4. Dersom dere har andre grunner for investering, kommenter her:**

## ***Vedlegg 2: Liste over inviterte respondenter***

Liste over inviterte respondenter. Av disse svarte 58%

Doble navn på listen betyr at denne respondenten også er kontaktadresse for en annen respondent.

<a href="mailto:aud.ingrid.espeland@fjordinvest.no">aud.ingrid.espeland@fjordinvest.no</a>	<a href="mailto:karstein.lien@spv.no">karstein.lien@spv.no</a>
<a href="mailto:thomas.berge@fjordinvest.no">thomas.berge@fjordinvest.no</a>	<a href="mailto:torleif.berg@spv.no">torleif.berg@spv.no</a>
<a href="mailto:torstein.skage@vekstfondet.no">torstein.skage@vekstfondet.no</a>	<a href="mailto:ps@holbergfondene.no">ps@holbergfondene.no</a>
<a href="mailto:jan.inge.royland@sr-investering.no">jan.inge.royland@sr-investering.no</a>	<a href="mailto:ps@holbergfondene.no">ps@holbergfondene.no</a>
<a href="mailto:tor.dahle@sr-investering.no">tor.dahle@sr-investering.no</a>	<a href="mailto:tm@skagenfondene.no">tm@skagenfondene.no</a>
<a href="mailto:orjan.lunde@nordea.no">orjan.lunde@nordea.no</a>	<a href="mailto:tm@skagenfondene.no">tm@skagenfondene.no</a>
<a href="mailto:john.mohus@nordea.no">john.mohus@nordea.no</a>	<a href="mailto:jb@procomventure.no">jb@procomventure.no</a>
<a href="mailto:arne.satre@dnbnor.no">arne.satre@dnbnor.no</a>	<a href="mailto:fb@procomventure.no">fb@procomventure.no</a>
<a href="mailto:hans.hekland@sarsia.com">hans.hekland@sarsia.com</a>	<a href="mailto:jostein.vik@vikingventure.com">jostein.vik@vikingventure.com</a>
<a href="mailto:erlend@sarsiaseed.com">erlend@sarsiaseed.com</a>	<a href="mailto:harald.jeremiassen@vikingventure.com">harald.jeremiassen@vikingventure.com</a>
<a href="mailto:pkk@rhea.no">pkk@rhea.no</a>	<a href="mailto:einar.gamman@energyventures.no">einar.gamman@energyventures.no</a>
<a href="mailto:ed@rhea.no">ed@rhea.no</a>	<a href="mailto:an@incitia.no">an@incitia.no</a>
<a href="mailto:hareid@allianceventure.com">hareid@allianceventure.com</a>	<a href="mailto:gk@selvaag.no">gk@selvaag.no</a>
<a href="mailto:ida@convexa.com">ida@convexa.com</a>	<a href="mailto:harald.jeremiassen@vikingventure.com">harald.jeremiassen@vikingventure.com</a>
<a href="mailto:linda@verdaneapital.com">linda@verdaneapital.com</a>	<a href="mailto:einar.gamman@energyventures.no">einar.gamman@energyventures.no</a>
<a href="mailto:herbjorn@proventure.no">herbjorn@proventure.no</a>	<a href="mailto:an@incitia.no">an@incitia.no</a>
<a href="mailto:anneg@mallin.no">anneg@mallin.no</a>	<a href="mailto:gk@selvaag.no">gk@selvaag.no</a>
<a href="mailto:post@investinor.no">post@investinor.no</a>	<a href="mailto:rosor@innovasjon norge.no">rosor@innovasjon norge.no</a>
<a href="mailto:jostein.vik@vikingventure.com">jostein.vik@vikingventure.com</a>	<a href="mailto:rosor@innovasjon norge.no">rosor@innovasjon norge.no</a>
<a href="mailto:bjarne.hollund@innovasjon norge.no">bjarne.hollund@innovasjon norge.no</a>	<a href="mailto:jaryd@innovasjon norge.no">jaryd@innovasjon norge.no</a>
<a href="mailto:audun.rake@innovasjon norge.no">audun.rake@innovasjon norge.no</a>	<a href="mailto:inron@innovasjon norge.no">inron@innovasjon norge.no</a>
<a href="mailto:snorre.gronningsaeter@innovasjon norge.no">snorre.gronningsaeter@innovasjon norge.no</a>	<a href="mailto:hareid@allianceventure.com">hareid@allianceventure.com</a>
<a href="mailto:atle.ulrik.torvanger@innovasjon norge.no">atle.ulrik.torvanger@innovasjon norge.no</a>	<a href="mailto:morten@allianceventure.com">morten@allianceventure.com</a>
<a href="mailto:jan.gurvin@innovasjon norge.no">jan.gurvin@innovasjon norge.no</a>	<a href="mailto:venture@ferd.no">venture@ferd.no</a>
<a href="mailto:bjorn.einar.kihl@hafslund.no">bjorn.einar.kihl@hafslund.no</a>	<a href="mailto:Bjorn@northzone.com">Bjorn@northzone.com</a>
<a href="mailto:Arne.Schjerpen@hafslund.no">Arne.Schjerpen@hafslund.no</a>	<a href="mailto:thorleif@notrhzone.com">thorleif@notrhzone.com</a>
<a href="mailto:jan@norinnovaforvaltning.no">jan@norinnovaforvaltning.no</a>	<a href="mailto:trym.skeie@svc.no">trym.skeie@svc.no</a>
<a href="mailto:tore@norinnovaforvaltning.no">tore@norinnovaforvaltning.no</a>	<a href="mailto:jorn.lindtvedt@svc.no">jorn.lindtvedt@svc.no</a>

### ***Vedlegg 3: Utskrift fra analyseresultat***

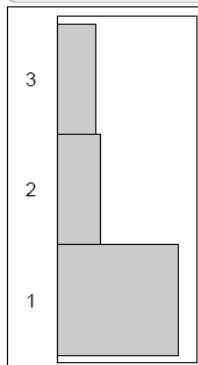
Data er generert ved hjelp av dataprogrammet JMP.

Følgende analyser er presentert:

- Distribusjonsanalyse (7 sider)
- ANOVA-analyse (25 sider)

## Distributions

### Respondentgrupper: VC, Off., Bank

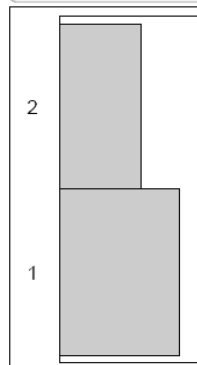


#### Frequencies

Level	Count	Prob
1	19	0,59375
2	7	0,21875
3	6	0,18750
Total	32	1,00000
N Missing	1	

3 Levels

### Q9: Viktigst Ide / Idehaver

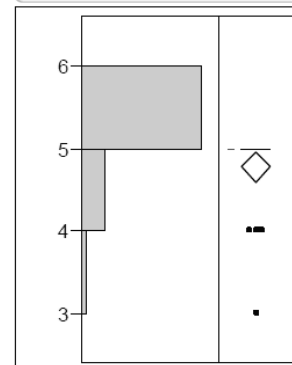


#### Frequencies

Level	Count	Prob
1	19	0,59375
2	13	0,40625
Total	32	1,00000
N Missing	1	

2 Levels

### Q10: Definert brukerbehov



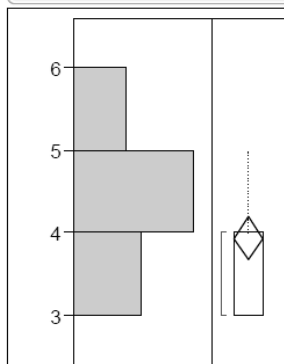
#### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	5
25,0%	quartile	5
10,0%		4
2,5%		3
0,5%		3
0,0%	minimum	3

#### Moments

Mean	4,7741935
Std Dev	0,4973046
Std Err Mean	0,0893185
Upper 95% Mean	4,9566063
Lower 95% Mean	4,5917808
N	31

### Q11: Formell beskyttelse



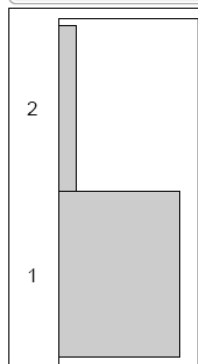
#### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	4
50,0%	median	4
25,0%	quartile	3
10,0%		3
2,5%		3
0,5%		3
0,0%	minimum	3

#### Moments

Mean	3,9375
Std Dev	0,7156094
Std Err Mean	0,1265031
Upper 95% Mean	4,1955047
Lower 95% Mean	3,6794953
N	32

### Q12: Aktuelt Investering / Lån

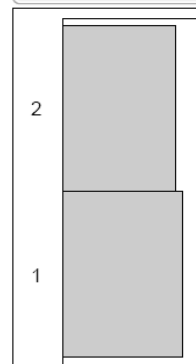


#### Frequencies

Level	Count	Prob
1	27	0,87097
2	4	0,12903
Total	31	1,00000
N Missing	2	

2 Levels

### Q14: Andre hensyn Ja / Nei



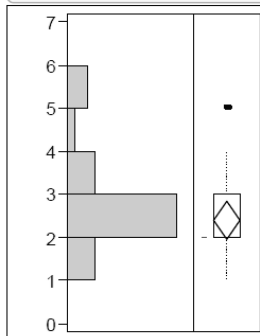
#### Frequencies

Level	Count	Prob
1	17	0,51515
2	16	0,48485
Total	33	1,00000
N Missing	0	

2 Levels

## Distributions

**Q17: Ønsket avkastning**



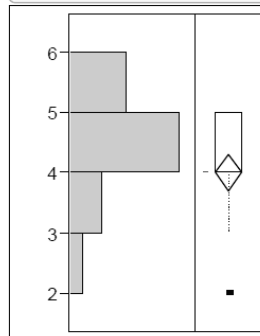
### Quantiles

100,0% maximum	5
99,5%	5
97,5%	5
90,0%	5
75,0% quartile	3
50,0% median	2
25,0% quartile	2
10,0%	1
2,5%	1
0,5%	1
0,0% minimum	1

### Moments

Mean	2,3928571
Std Dev	1,13331
Std Err Mean	0,2141755
Upper 95% Mean	2,8323089
Lower 95% Mean	1,9534054
N	28

**Q18: Viktighet referansekunde**



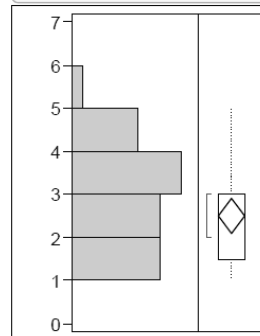
### Quantiles

100,0% maximum	5
99,5%	5
97,5%	5
90,0%	5
75,0% quartile	5
50,0% median	4
25,0% quartile	4
10,0%	3
2,5%	2
0,5%	2
0,0% minimum	2

### Moments

Mean	4
Std Dev	0,8291562
Std Err Mean	0,1443376
Upper 95% Mean	4,294006
Lower 95% Mean	3,705994
N	33

**Q19: Viktighet Inkubator e.l.**



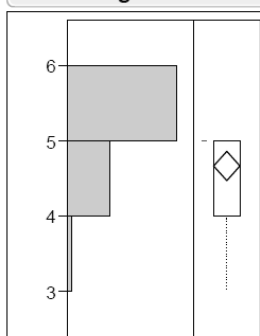
### Quantiles

100,0% maximum	5
99,5%	5
97,5%	5
90,0%	4
75,0% quartile	3
50,0% median	3
25,0% quartile	1,5
10,0%	1
2,5%	1
0,5%	1
0,0% minimum	1

### Moments

Mean	2,5151515
Std Dev	1,1489455
Std Err Mean	0,2000057
Upper 95% Mean	2,9225499
Lower 95% Mean	2,1077532
N	33

**Q20: Viktighet Gründers kompetanse**



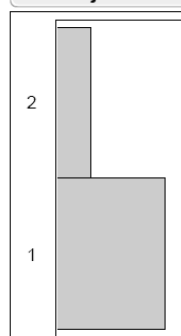
### Quantiles

100,0% maximum	5
99,5%	5
97,5%	5
90,0%	5
75,0% quartile	5
50,0% median	5
25,0% quartile	4
10,0%	4
2,5%	3
0,5%	3
0,0% minimum	3

### Moments

Mean	4,6666667
Std Dev	0,5400617
Std Err Mean	0,0940127
Upper 95% Mean	4,8581642
Lower 95% Mean	4,4751691
N	33

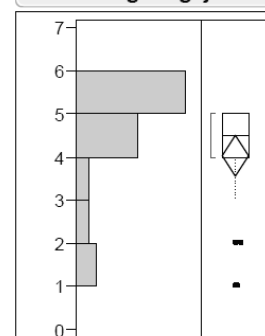
**Q24: Gjennomfører DD Ja / Nei**



### Frequencies

Level	Count	Prob
1	25	0,75758
2	8	0,24242
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

**Q25: Viktighet gjennomføring DD**



### Quantiles

100,0% maximum	5
99,5%	5
97,5%	5
90,0%	5
75,0% quartile	5
50,0% median	4,5
25,0% quartile	4
10,0%	1,3
2,5%	1
0,5%	1
0,0% minimum	1

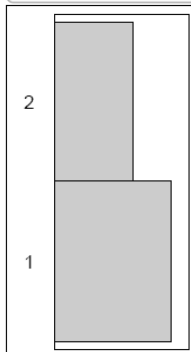
### Moments

Mean	4,03125
Std Dev	1,3071608
Std Err Mean	0,2310756
Upper 95% Mean	4,5025317
Lower 95% Mean	3,5599683
N	32



## Distributions

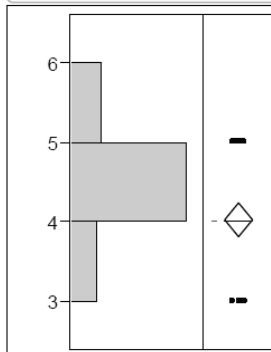
**Q26: Viktigst Person / Ide**



**Frequencies**

Level	Count	Prob
1	19	0,59375
2	13	0,40625
Total	32	1,00000
N Missing	1	
	2 Levels	

**Q27: Viktighet gründers meritter**



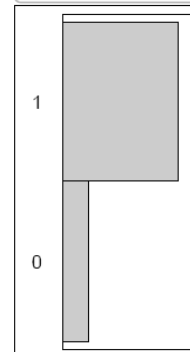
**Quantiles**

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	4
50,0%	median	4
25,0%	quartile	4
10,0%		3
2,5%		3
0,5%		3
0,0%	minimum	3

**Moments**

Mean	4,030303
Std Dev	0,5854938
Std Err Mean	0,1019214
Upper 95% Mean	4,2379101
Lower 95% Mean	3,8226959
N	33

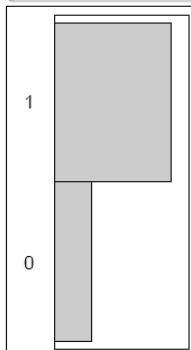
**Q28: DD Finans**



**Frequencies**

Level	Count	Prob
0	6	0,18182
1	27	0,81818
Total	33	1,00000
N Missing	0	
	2 Levels	

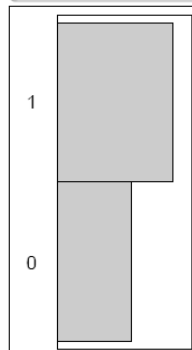
**Q28: DD Juridisk**



**Frequencies**

Level	Count	Prob
0	8	0,24242
1	25	0,75758
Total	33	1,00000
N Missing	0	
	2 Levels	

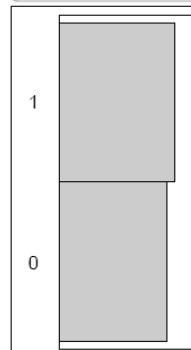
**Q28: DD Marked**



**Frequencies**

Level	Count	Prob
0	13	0,39394
1	20	0,60606
Total	33	1,00000
N Missing	0	
	2 Levels	

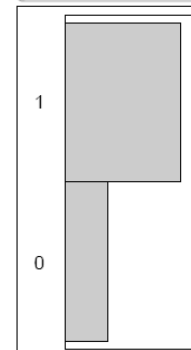
**Q28: DD Team**



**Frequencies**

Level	Count	Prob
0	16	0,48485
1	17	0,51515
Total	33	1,00000
N Missing	0	
	2 Levels	

**Q28: DD Teknologi**

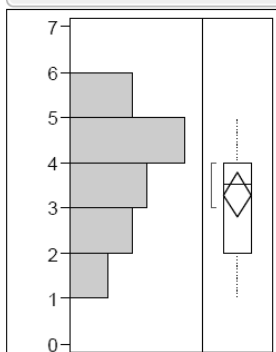


**Frequencies**

Level	Count	Prob
0	9	0,27273
1	24	0,72727
Total	33	1,00000
N Missing	0	
	2 Levels	

## Distributions

**Q29: DD Bruker ekstern ekspertise**



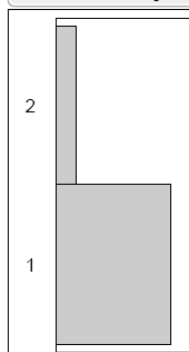
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	4
50,0%	median	3,5
25,0%	quartile	2
10,0%		1
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	3,2857143
Std Dev	1,272418
Std Err Mean	0,2404644
Upper 95% Mean	3,7791065
Lower 95% Mean	2,7923221
N	28

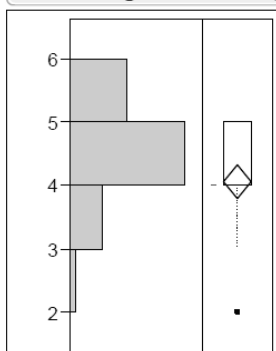
**Q31: Prosedyre Investeringsbesl. Ja / Nei**



### Frequencies

Level	Count	Prob
1	28	0,84848
2	5	0,15152
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

**Q32: Viktighet forretningsplan**



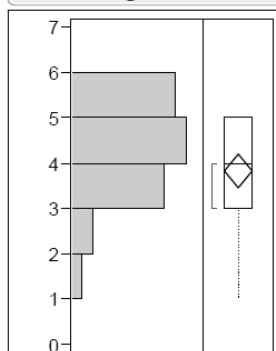
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	4
25,0%	quartile	4
10,0%		3
2,5%		2
0,5%		2
0,0%	minimum	2

### Moments

Mean	4,0606061
Std Dev	0,7474705
Std Err Mean	0,1301179
Upper 95% Mean	4,3256476
Lower 95% Mean	3,7955646
N	33

**Q33: Viktighet idehavers investering**



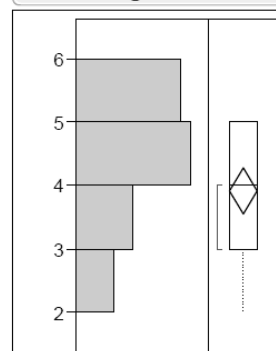
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	4
25,0%	quartile	3
10,0%		2,4
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	3,8181818
Std Dev	1,0444659
Std Err Mean	0,1818182
Upper 95% Mean	4,1885333
Lower 95% Mean	3,4478303
N	33

**Q34: Viktighet IPR**



### Quantiles

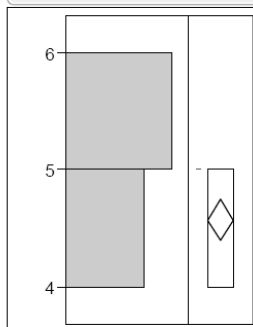
100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	4
25,0%	quartile	3
10,0%		2
2,5%		2
0,5%		2
0,0%	minimum	2

### Moments

Mean	3,9090909
Std Dev	1,0112998
Std Err Mean	0,1760447
Upper 95% Mean	4,2676822
Lower 95% Mean	3,5504996
N	33

## Distributions

**Q35: Viktighet idehavers komp.**



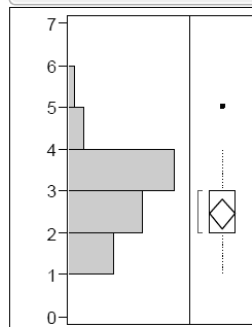
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	5
25,0%	quartile	4
10,0%		4
2,5%		4
0,5%		4
0,0%	minimum	4

### Moments

Mean	4,575756
Std Dev	0,5018904
Std Err Mean	0,0873679
Upper 95% Mean	4,7537202
Lower 95% Mean	4,397795
N	33

**Q36: Tidsforbruk investeringsbeslutning**



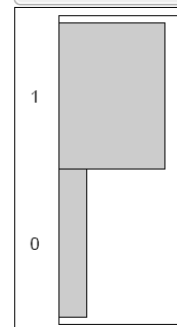
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		3,6
75,0%	quartile	3
50,0%	median	3
25,0%	quartile	2
10,0%		1
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	2,4545455
Std Dev	0,9711755
Std Err Mean	0,16906
Upper 95% Mean	2,7989093
Lower 95% Mean	2,1101816
N	33

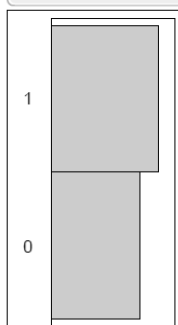
**Q39: Kontstrømsbetraktning**



### Frequencies

Level	Count	Prob
0	7	0,21212
1	26	0,78788
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

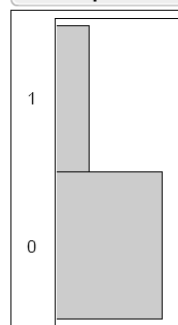
**Q39: Sensitivetsanalyse**



### Frequencies

Level	Count	Prob
0	15	0,45455
1	18	0,54545
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

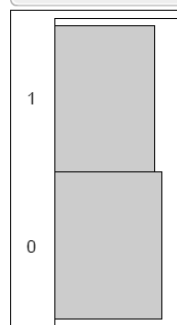
**Q39: 0-punktanalyse**



### Frequencies

Level	Count	Prob
0	25	0,75758
1	8	0,24242
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

**Q39: Andre**

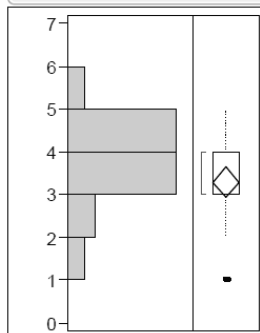


### Frequencies

Level	Count	Prob
0	17	0,51515
1	16	0,48485
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

## Distributions

**Q40: Størrelse investeringsønske**



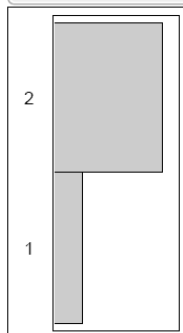
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		4
75,0%	quartile	4
50,0%	median	3
25,0%	quartile	3
10,0%		2
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	3,2903226
Std Dev	0,9727469
Std Err Mean	0,1747105
Upper 95% Mean	3,647129
Lower 95% Mean	2,9335161
N	31

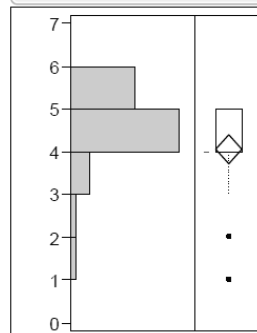
**Q41: Viktigst følelse / analyse**



### Frequencies

Level	Count	Prob
1	7	0,21212
2	26	0,78788
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

**Q43: Risikovillighet**



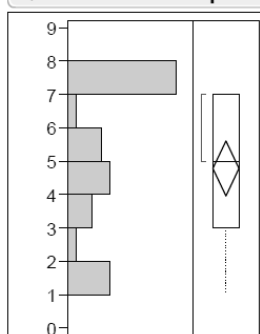
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	4
25,0%	quartile	4
10,0%		3
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	4,0625
Std Dev	0,9136068
Std Err Mean	0,1615044
Upper 95% Mean	4,3918904
Lower 95% Mean	3,7331096
N	32

**Q44: Maksimum tapskalkyle**



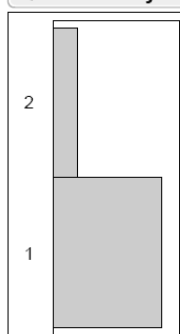
### Quantiles

100,0%	maximum	7
99,5%		7
97,5%		7
90,0%		7
75,0%	quartile	7
50,0%	median	5
25,0%	quartile	3
10,0%		1
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	4,78125
Std Dev	2,253805
Std Err Mean	0,3984202
Upper 95% Mean	5,5938334
Lower 95% Mean	3,9686666
N	32

**Q45: Prosedyrer risikoreduksjon Ja / Nei**

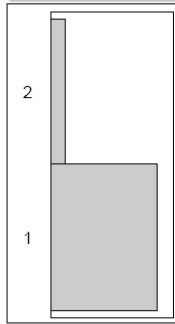


### Frequencies

Level	Count	Prob
1	27	0,81818
2	6	0,18182
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

## Distributions

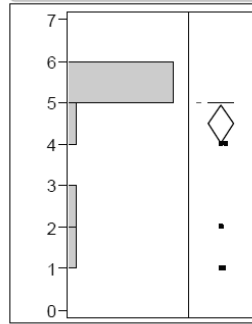
**Q47: Viktigst Tjene penger / Ikke tape**



### Frequencies

Level	Count	Prob
1	29	0,87879
2	4	0,12121
Total	33	1,00000
N Missing	0	
2 Levels		

**Q49: Viktighet tjene penger**



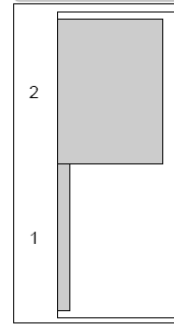
### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	5
50,0%	median	5
25,0%	quartile	5
10,0%		2
2,5%		1
0,5%		1
0,0%	minimum	1

### Moments

Mean	4,483871
Std Dev	1,2075034
Std Err Mean	0,216874
Upper 95% Mean	4,9267868
Lower 95% Mean	4,0409551
N	31

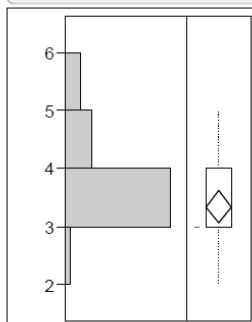
**Q50: Investeringsmål Avkastning / Exit**



### Frequencies

Level	Count	Prob
1	3	0,10345
2	26	0,89655
Total	29	1,00000
N Missing	4	
2 Levels		

**Q51: Ønsket tid til Exit**



### Quantiles

100,0%	maximum	5
99,5%		5
97,5%		5
90,0%		5
75,0%	quartile	4
50,0%	median	3
25,0%	quartile	3
10,0%		3
2,5%		2
0,5%		2
0,0%	minimum	2

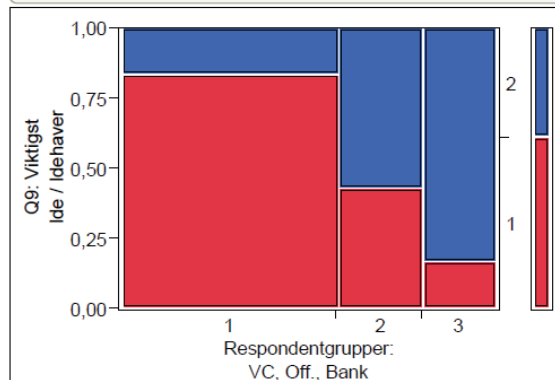
### Moments

Mean	3,3448276
Std Dev	0,7209053
Std Err Mean	0,1338688
Upper 95% Mean	3,6190453
Lower 95% Mean	3,0706099
N	29

## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q9: Viktigst Ide / Idehaver By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

		Q9: Viktigst Ide / Idehaver	
		1	2
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	Count	15	3
	Total %	48,39	9,68
	Col %	78,95	25,00
	Row %	83,33	16,67
	Row %	83,33	16,67
2	Count	3	4
	Total %	9,68	12,90
	Col %	15,79	33,33
	Row %	42,86	57,14
3	Count	1	5
	Total %	3,23	16,13
	Col %	5,26	41,67
	Row %	16,67	83,33
Total		19	12
		61,29	38,71

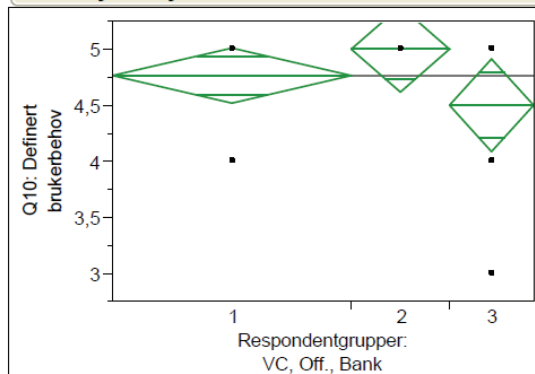
#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
31	2	5,0965572	0,2463

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	10,193	0,0061*
Pearson	9,725	0,0077*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q10: Definert brukerbehov By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 3

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,109662
Adj Rsquare	0,043711
Root Mean Square Error	0,492869

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q10: Definert brukerbehov By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Mean of Response 4,766667  
Observations (or Sum Wgts) 30

##### Analysis of Variance

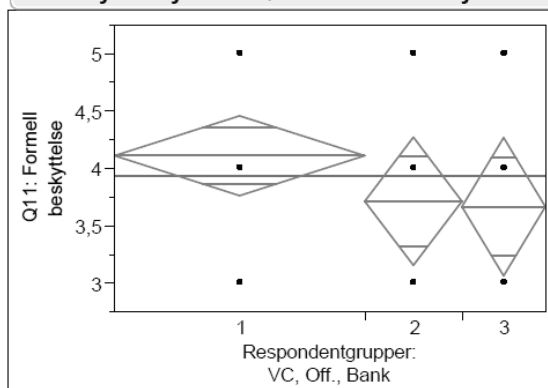
Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	0,8078431	0,403922	1,6628	0,2084
Error	27	6,5588235	0,242919		
C. Total	29	7,3666667			

##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	17	4,76471	0,11954	4,5194	5,0100
2	7	5,00000	0,18629	4,6178	5,3822
3	6	4,50000	0,20121	4,0871	4,9129

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Oneway Analysis of Q11: Formell beskyttelse By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 2

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare 0,083882  
Adj Rsquare 0,018445  
Root Mean Square Error 0,720607  
Mean of Response 3,935484  
Observations (or Sum Wgts) 31

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	1,331285	0,665643	1,2819	0,2933
Error	28	14,539683	0,519274		
C. Total	30	15,870968			

##### Means for Oneway Anova

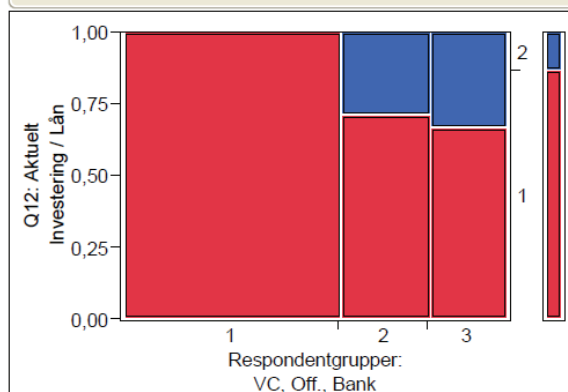
Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	18	4,11111	0,16985	3,7632	4,4590
2	7	3,71429	0,27236	3,1564	4,2722
3	6	3,66667	0,29419	3,0641	4,2693

Std Error uses a pooled estimate of error variance

## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q12: Aktuelt Investering / Lån By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

	1	2	
Count	17	0	17
Total %	56,67	0,00	56,67
Col %	65,38	0,00	
Row %	100,00	0,00	
Respondentgrupper: VC, Off., Ban			
1	17	0	17
2	5	2	7
3	4	2	6
	26	4	30
	86,67	13,33	

#### Tests

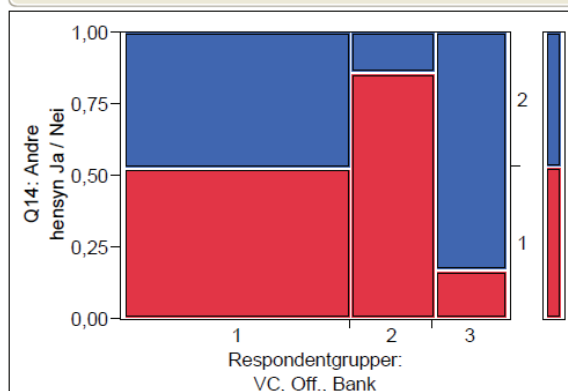
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
30	2	3,7732619	0,3203

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	7,547	0,0230*
Pearson	6,099	0,0474*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q14: Andre hensyn Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot





## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q14: Andre hensyn Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

Q14: Andre hensyn Ja / Nei

Count	1	2	
Total %			
Col %			
Row %			
1	10	9	19
	31,25	28,13	59,38
	58,82	60,00	
	52,63	47,37	
2	6	1	7
	18,75	3,13	21,88
	35,29	6,67	
	85,71	14,29	
3	1	5	6
	3,13	15,63	18,75
	5,88	33,33	
	16,67	83,33	
	17	15	32
	53,13	46,88	

#### Tests

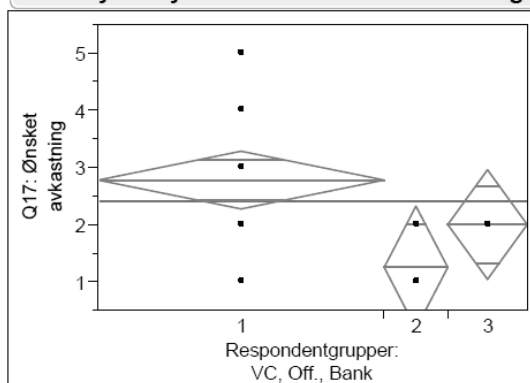
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	3,4005191	0,1537

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	6,801	0,0334*
Pearson	6,190	0,0453*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q17: Ønsket avkastning By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 6

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,250805
Adj Rsquare	0,188372
Root Mean Square Error	1,038049
Mean of Response	2,407407
Observations (or Sum Wgts)	27

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	8,657407	4,32870	4,0172	0,0313*
Error	24	25,861111	1,07755		
C. Total	26	34,518519			

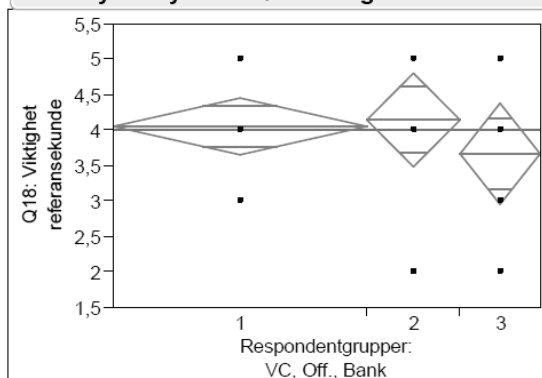
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	18	2,77778	0,24467	2,2728	3,2828
2	4	1,25000	0,51902	0,1788	2,3212
3	5	2,00000	0,46423	1,0419	2,9581

Std Error uses a pooled estimate of error variance

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q18: Viktighet referansekunde By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare	0,039189
Adj Rsquare	-0,02707
Root Mean Square Error	0,853751
Mean of Response	4
Observations (or Sum Wgts)	32

### Analysis of Variance

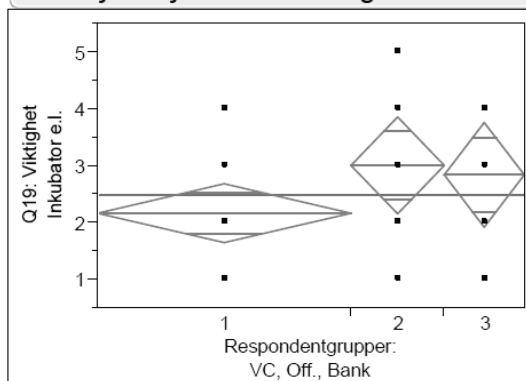
Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	0,862155	0,431078	0,5914	0,5601
Error	29	21,137845	0,728891		
C. Total	31	22,000000			

### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,05263	0,19586	3,6520	4,4532
2	7	4,14286	0,32269	3,4829	4,8028
3	6	3,66667	0,34854	2,9538	4,3795

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Oneway Analysis of Q19: Viktighet Inkubator e.l. By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare	0,115318
Adj Rsquare	0,054305
Root Mean Square Error	1,104218
Mean of Response	2,46875
Observations (or Sum Wgts)	32

### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	4,609101	2,30455	1,8901	0,1692
Error	29	35,359649	1,21930		
C. Total	31	39,968750			

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q19: Viktighet Inkubator e.l. By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

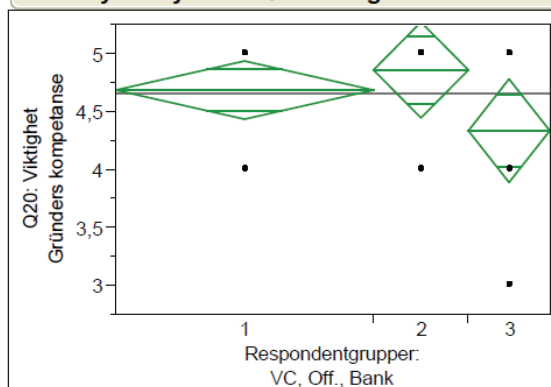
#### Oneway Anova

##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	2,15789	0,25333	1,6398	2,6760
2	7	3,00000	0,41736	2,1464	3,8536
3	6	2,83333	0,45080	1,9114	3,7553

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Oneway Analysis of Q20: Viktighet Gründers kompetanse By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,100123
Adj Rsquare	0,038063
Root Mean Square Error	0,534846
Mean of Response	4,65625
Observations (or Sum Wgts)	32

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	0,9230107	0,461505	1,6133	0,2166
Error	29	8,2957393	0,286060		
C. Total	31	9,2187500			

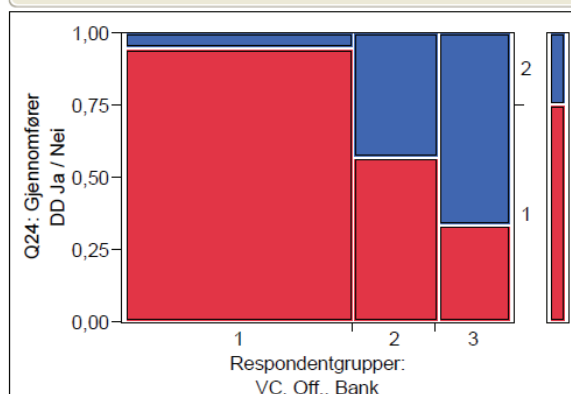
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,68421	0,12270	4,4333	4,9352
2	7	4,85714	0,20215	4,4437	5,2706
3	6	4,33333	0,21835	3,8868	4,7799

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Contingency Analysis of Q24: Gjennomfører DD Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q24: Gjennomfører DD Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

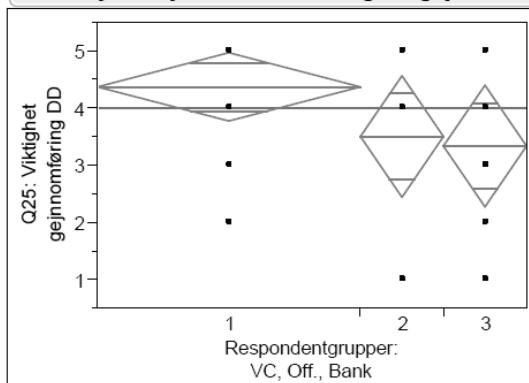
Q24: Gjennomfører DD Ja / Nei				
Count	1	2		
Total %				
Col %				
Row %				
1	18	1	19	
	56,25	3,13	59,38	
	75,00	12,50		
	94,74	5,26		
2	4	3	7	
	12,50	9,38	21,88	
	16,67	37,50		
	57,14	42,86		
3	2	4	6	
	6,25	12,50	18,75	
	8,33	50,00		
	33,33	66,67		
	24	8	32	
	75,00	25,00		

#### Tests

	N	DF	-LogLike	RSquare (U)
	32	2	5,4776339	0,3044
<b>Test</b>	<b>ChiSquare Prob&gt;ChiSq</b>			
Likelihood Ratio	10,955		0,0042*	
Pearson	10,693		0,0048*	

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q25: Viktighet gjennomføring DD By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 2

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,129723
Adj Rsquare	0,067561
Root Mean Square Error	1,27131
Mean of Response	4
Observations (or Sum Wgts)	31

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	6,745614	3,37281	2,0868	0,1430
Error	28	45,254386	1,61623		
C. Total	30	52,000000			

##### Means for Oneway Anova

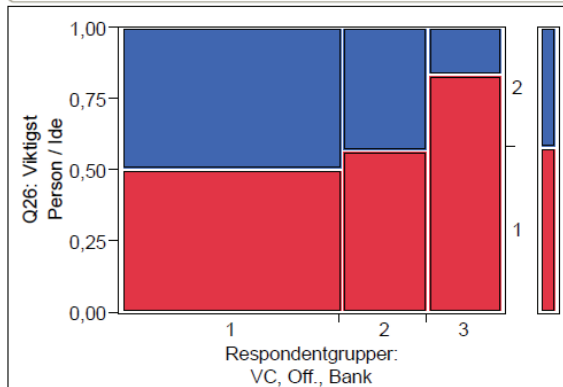
Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,36842	0,29166	3,7710	4,9659
2	6	3,50000	0,51901	2,4369	4,5631
3	6	3,33333	0,51901	2,2702	4,3965

Std Error uses a pooled estimate of error variance

## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q26: Viktigst Person / Ide By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

	1	2	
Count	9	9	18
Total %	29,03	29,03	58,06
Col %	50,00	69,23	
Row %	50,00	50,00	
Respondentgrupper: VC, Off., Bank			
1			
2	4	3	7
	12,90	9,68	22,58
	22,22	23,08	
	57,14	42,86	
3	5	1	6
	16,13	3,23	19,35
	27,78	7,69	
	83,33	16,67	
	18	13	31
	58,06	41,94	

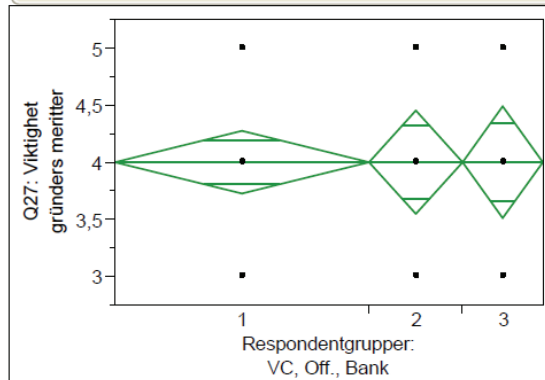
#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
31	2	1,1221968	0,0532

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	2,244	0,3256
Pearson	2,057	0,3576

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q27: Viktighet gründeres meritter By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q27: Viktighet grunders meritter By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Mean of Response	4
Observations (or Sum Wgts)	32

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	0,000000	0,000000	0,0000	1,0000
Error	29	10,000000	0,344828		
C. Total	31	10,000000			

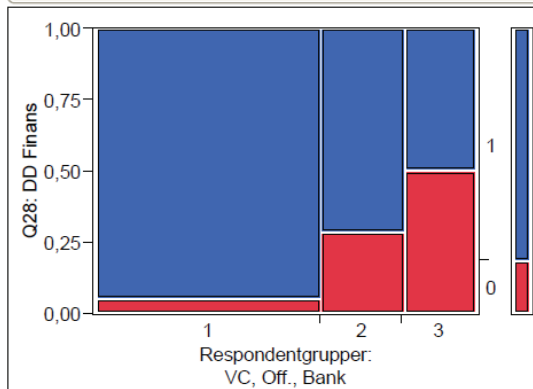
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,00000	0,13472	3,7245	4,2755
2	7	4,00000	0,22195	3,5461	4,4539
3	6	4,00000	0,23973	3,5097	4,4903

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Contingency Analysis of Q28: DD Finans By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

		Q28: DD Finans		
		0	1	
Respondentgrupper: VC, Off., Ban	Count	1	18	19
	Total %	3,13	56,25	59,38
	Col %	16,67	69,23	
	Row %	5,26	94,74	
2	Count	2	5	7
	Total %	6,25	15,63	21,88
	Col %	33,33	19,23	
	Row %	28,57	71,43	
3	Count	3	3	6
	Total %	9,38	9,38	18,75
	Col %	50,00	11,54	
	Row %	50,00	50,00	
		6	26	32
		18,75	81,25	

#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	3,1780629	0,2058

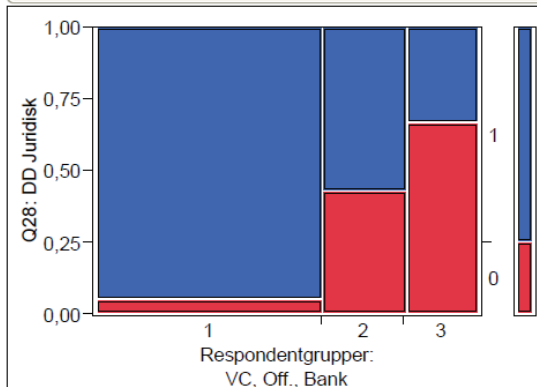
Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	6,356	0,0417*
Pearson	6,558	0,0377*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q28: DD Juridisk By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

Q28: DD Juridisk				
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	Count	0	1	
	Total %			
	Col %			
	Row %			
1	1	18	19	
	3,13	56,25	59,38	
	12,50	75,00		
	5,26	94,74		
2	3	4	7	
	9,38	12,50	21,88	
	37,50	16,67		
	42,86	57,14		
3	4	2	6	
	12,50	6,25	18,75	
	50,00	8,33		
	66,67	33,33		
	8	24	32	
	25,00	75,00		

#### Tests

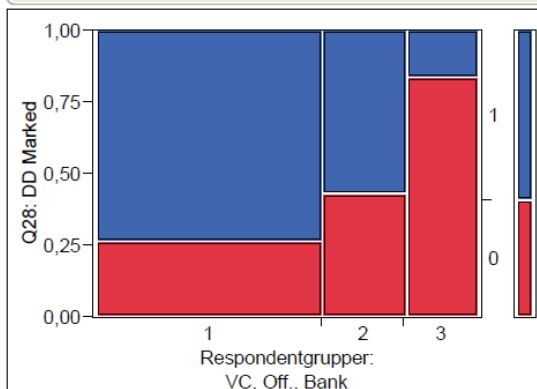
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	5,4776339	0,3044

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	10,955	0,0042*
Pearson	10,693	0,0048*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q28: DD Marked By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q28: DD Marked By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

		Q28: DD Marked		
Respondentgrupper: VC, Off., Ban	Count	0	1	
	Total %			
	Col %			
	Row %			
1	5	14	19	
	15,63	43,75	59,38	
	38,46	73,68		
	26,32	73,68		
2	3	4	7	
	9,38	12,50	21,88	
	23,08	21,05		
	42,86	57,14		
3	5	1	6	
	15,63	3,13	18,75	
	38,46	5,26		
	83,33	16,67		
	13	19	32	
	40,63	59,38		

#### Tests

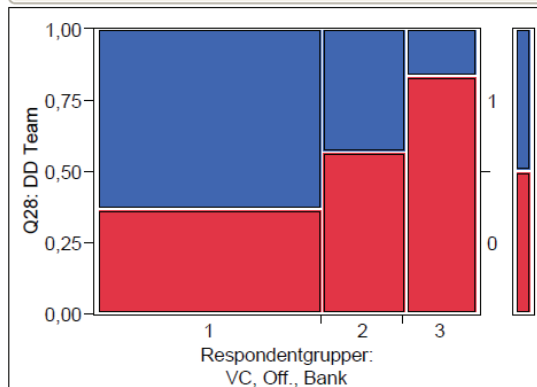
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	3,1807942	0,1472

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	6,362	0,0416*
Pearson	6,164	0,0459*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q28: DD Team By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

		Q28: DD Team		
Respondentgrupper: VC, Off., Ban	Count	0	1	
	Total %			
	Col %			
	Row %			
1	7	12	19	
	21,88	37,50	59,38	
	43,75	75,00		
	36,84	63,16		
2	4	3	7	
	12,50	9,38	21,88	
	25,00	18,75		
	57,14	42,86		
3	5	1	6	
	15,63	3,13	18,75	
	31,25	6,25		
	83,33	16,67		
	16	16	32	
	50,00	50,00		



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q28: DD Team By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	2,1928960	0,0989

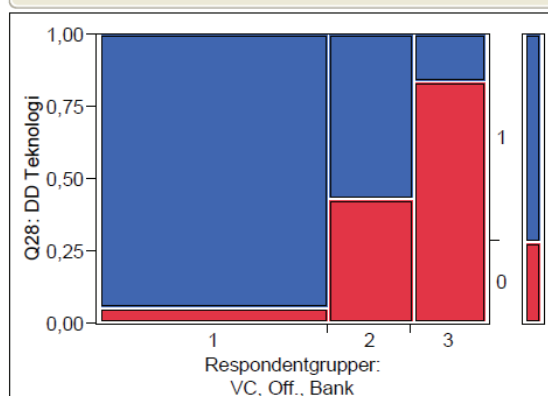
  

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	4,386	0,1116
Pearson	4,125	0,1271

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q28: DD Teknologi By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

		Q28: DD Teknologi		
		0	1	
Count				
Total %				
Col %				
Row %				
Respondentgrupper: VC, Off., Ban	1	1	18	19
		3,13	56,25	59,38
		11,11	78,26	
		5,26	94,74	
2		3	4	7
		9,38	12,50	21,88
		33,33	17,39	
		42,86	57,14	
3		5	1	6
		15,63	3,13	18,75
		55,56	4,35	
		83,33	16,67	
		9	23	32
		28,13	71,88	

#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	7,6107878	0,4003

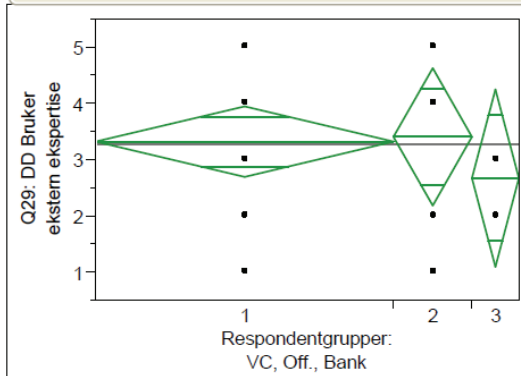
  

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	15,222	0,0005*
Pearson	14,711	0,0006*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q29: DD Bruker ekstern ekspertise By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 6

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare	0,028094
Adj Rsquare	-0,0529
Root Mean Square Error	1,322434
Mean of Response	3,259259
Observations (or Sum Wgts)	27

### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	1,213255	0,60663	0,3469	0,7104
Error	24	41,971930	1,74883		
C. Total	26	43,185185			

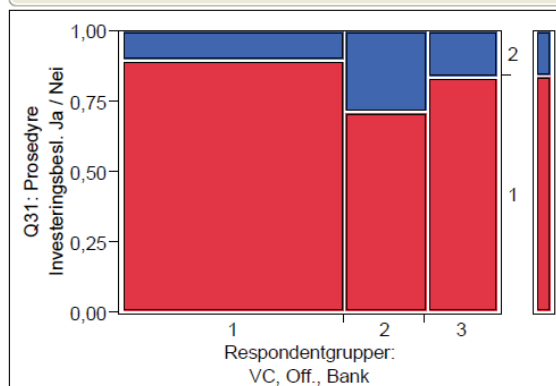
### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	3,31579	0,30339	2,6896	3,9419
2	5	3,40000	0,59141	2,1794	4,6206
3	3	2,66667	0,76351	1,0909	4,2425

Std Error uses a pooled estimate of error variance

## Contingency Analysis of Q31: Prosedyre Investeringsbesl. Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q31: Prosedyre Investeringsbesl.

Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

Q31: Prosedyre Investeringsbesl. Ja /

Count	1	2	
Total %			
Col %			
Row %			
1	17	2	19
	53,13	6,25	59,38
	62,96	40,00	
	89,47	10,53	
2	5	2	7
	15,63	6,25	21,88
	18,52	40,00	
	71,43	28,57	
3	5	1	6
	15,63	3,13	18,75
	18,52	20,00	
	83,33	16,67	
	27	5	32
	84,38	15,63	

#### Tests

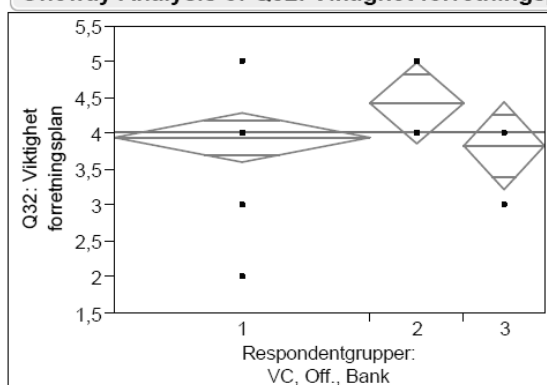
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	0,58409018	0,0421

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	1,168	0,5576
Pearson	1,270	0,5301

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q32: Viktighet forretningsplan By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,086852
Adj Rsquare	0,023876
Root Mean Square Error	0,730965
Mean of Response	4,03125
Observations (or Sum Wgts)	32

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	1,473763	0,736881	1,3791	0,2678
Error	29	15,494987	0,534310		
C. Total	31	16,968750			

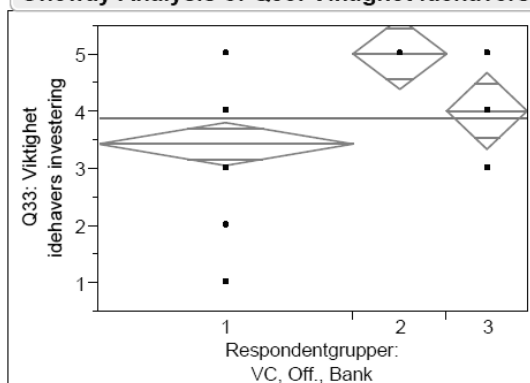
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	3,94737	0,16769	3,6044	4,2903
2	7	4,42857	0,27628	3,8635	4,9936
3	6	3,83333	0,29842	3,2230	4,4437

Std Error uses a pooled estimate of error variance

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q33: Viktighet idehavers investering By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare	0,408521
Adj Rsquare	0,36773
Root Mean Square Error	0,801541
Mean of Response	3,875
Observations (or Sum Wgts)	32

### Analysis of Variance

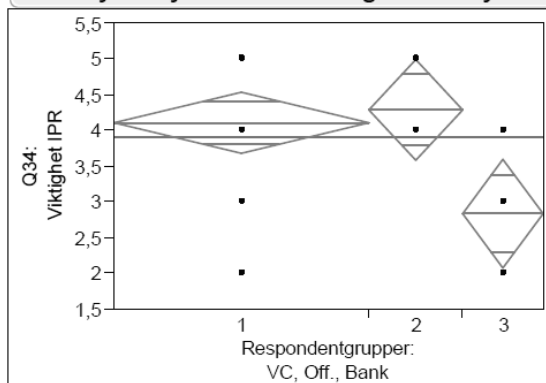
Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	12,868421	6,43421	10,0148	0,0005*
Error	29	18,631579	0,64247		
C. Total	31	31,500000			

### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	3,42105	0,18389	3,0450	3,7971
2	7	5,00000	0,30295	4,3804	5,6196
3	6	4,00000	0,32723	3,3307	4,6693

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Oneway Analysis of Q34: Viktighet IPR By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare	0,264905
Adj Rsquare	0,214209
Root Mean Square Error	0,910691
Mean of Response	3,90625
Observations (or Sum Wgts)	32

### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	8,667372	4,33369	5,2254	0,0115*
Error	29	24,051378	0,82936		
C. Total	31	32,718750			

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q34: Viktighet IPR By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

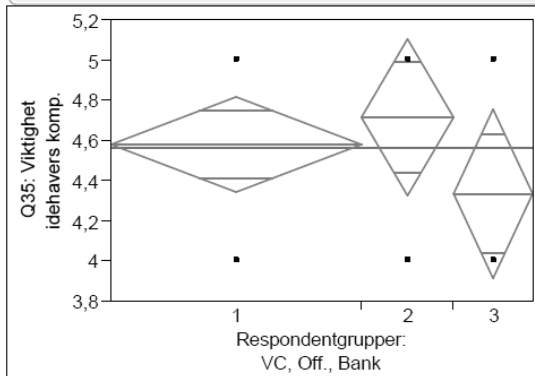
#### Oneway Anova

##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,10526	0,20893	3,6780	4,5326
2	7	4,28571	0,34421	3,5817	4,9897
3	6	2,83333	0,37179	2,0729	3,5937

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Oneway Analysis of Q35: Viktighet idehavers komp. By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,061145
Adj Rsquare	-0,0036
Root Mean Square Error	0,504923
Mean of Response	4,5625
Observations (or Sum Wgts)	32

##### Analysis of Variance

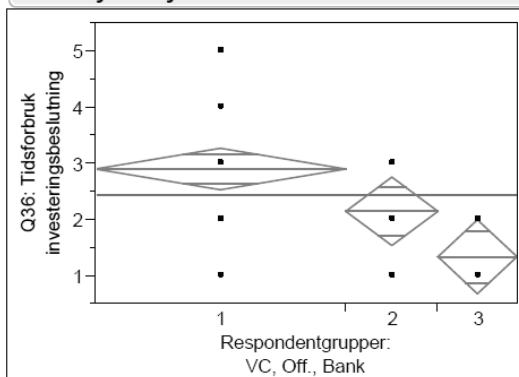
Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	0,4815163	0,240758	0,9443	0,4006
Error	29	7,3934837	0,254948		
C. Total	31	7,8750000			

##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,57895	0,11584	4,3420	4,8159
2	7	4,71429	0,19084	4,3240	5,1046
3	6	4,33333	0,20613	3,9117	4,7549

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Oneway Analysis of Q36: Tidsforbruk investeringsbeslutning By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 1

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,398161
Adj Rsquare	0,356655
Root Mean Square Error	0,7874
Mean of Response	2,4375

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q36: Tidsforbruk investeringsbeslutning By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Observations (or Sum Wgts) 32

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	11,895050	5,94753	9,5928	0,0006*
Error	29	17,979950	0,62000		
C. Total	31	29,875000			

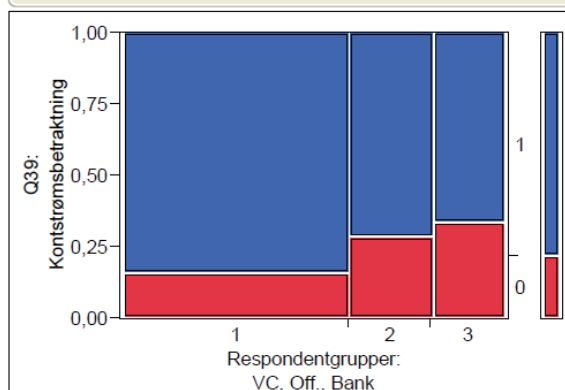
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	2,89474	0,18064	2,5253	3,2642
2	7	2,14286	0,29761	1,5342	2,7515
3	6	1,33333	0,32145	0,6759	1,9908

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Contingency Analysis of Q39: Kontstrømsbetraktning By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

Q39: Kontstrømsbetraktning				
Respondentgrupper: VC, Off., Ban	Count	0	1	
	Total %			
1	Col %			
	Row %			
		3	16	19
		9,38	50,00	59,38
2	Col %			
	Row %			
		2	5	7
		6,25	15,63	21,88
3	Col %			
	Row %			
		2	4	6
		6,25	12,50	18,75
	Col %			
	Row %			
		7	25	32
		21,88	78,13	

#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	0,51622591	0,0307

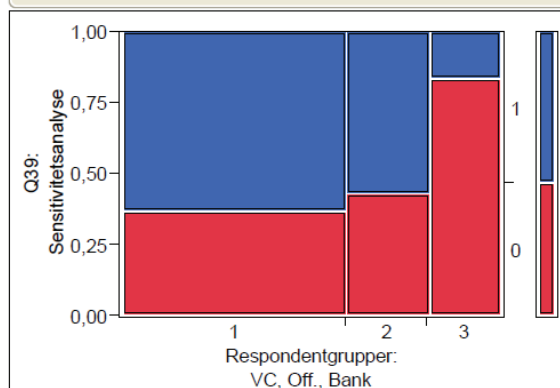
Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	1,032	0,5968
Pearson	1,056	0,5897

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q39: Sensitivitetsanalyse By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

Count	0	1	
Total %			
Col %			
Row %			
1	7	12	19
	21,88	37,50	59,38
	46,67	70,59	
	36,84	63,16	
2	3	4	7
	9,38	12,50	21,88
	20,00	23,53	
	42,86	57,14	
3	5	1	6
	15,63	3,13	18,75
	33,33	5,88	
	83,33	16,67	
	15	17	32
	46,88	53,13	

#### Tests

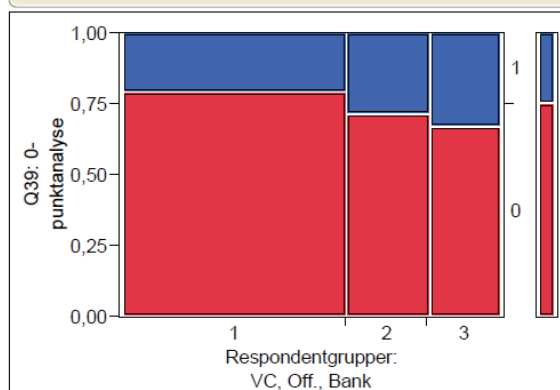
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	2,1303553	0,0963

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	4,261	0,1188
Pearson	4,016	0,1343

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q39: 0-punktanalyse By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q39: 0-punktanalyse

By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

Q39: 0-punktanalyse				
Count	0	1		
Total %				
Col %				
Row %				
1	15	4	19	
	46,88	12,50	59,38	
	62,50	50,00		
	78,95	21,05		
2	5	2	7	
	15,63	6,25	21,88	
	20,83	25,00		
	71,43	28,57		
3	4	2	6	
	12,50	6,25	18,75	
	16,67	25,00		
	66,67	33,33		
	24	8	32	
	75,00	25,00		

#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	0,20934235	0,0116

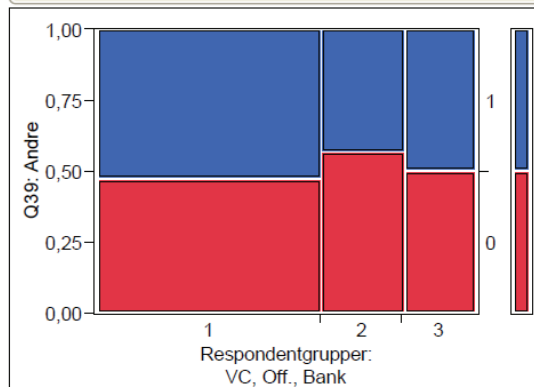
Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	0,419	0,8111
Pearson	0,428	0,8075

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q39: Andre

By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

Q39: Andre				
Count	0	1		
Total %				
Col %				
Row %				
1	9	10	19	
	28,13	31,25	59,38	
	56,25	62,50		
	47,37	52,63		
2	4	3	7	
	12,50	9,38	21,88	
	25,00	18,75		
	57,14	42,86		
3	3	3	6	
	9,38	9,38	18,75	
	18,75	18,75		
	50,00	50,00		
	16	16	32	
	50,00	50,00		



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q39: Andre By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

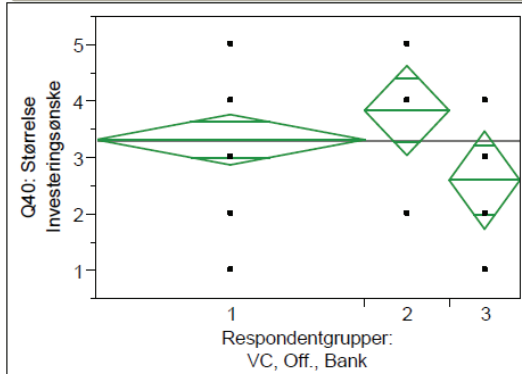
#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	0,09800148	0,0044

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	0,196	0,9066
Pearson	0,195	0,9069

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q40: Størrelse Investeringsønske By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 3

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare	0,147046
Adj Rsquare	0,083864
Root Mean Square Error	0,945527
Mean of Response	3,3
Observations (or Sum Wgts)	30

### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	4,161404	2,08070	2,3273	0,1168
Error	27	24,138596	0,89402		
C. Total	29	28,300000			

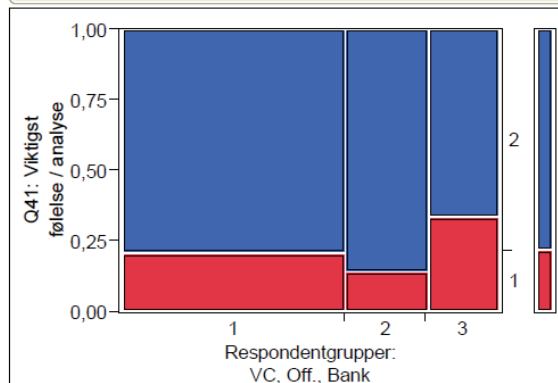
### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	3,31579	0,21692	2,8707	3,7609
2	6	3,83333	0,38601	3,0413	4,6254
3	5	2,60000	0,42285	1,7324	3,4676

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Contingency Analysis of Q41: Viktigst følelse / analyse By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q41: Viktigst følelse / analyse By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

Q41: Viktigst følelse / analyse

Count	1	2	
Total %			
Col %			
Row %			
1	4	15	19
	12,50	46,88	59,38
	57,14	60,00	
	21,05	78,95	
2	1	6	7
	3,13	18,75	21,88
	14,29	24,00	
	14,29	85,71	
3	2	4	6
	6,25	12,50	18,75
	28,57	16,00	
	33,33	66,67	
	7	25	32
	21,88	78,13	

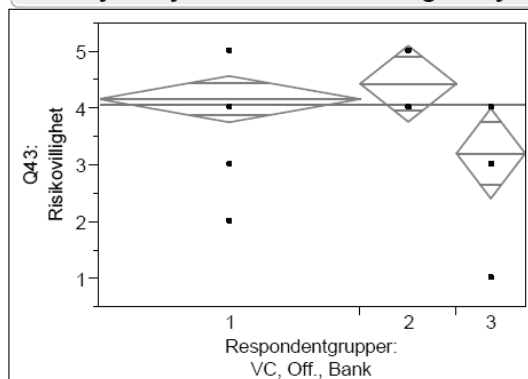
#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	0,34197284	0,0203

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	0,684	0,7104
Pearson	0,704	0,7031

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q43: Risikovillighet By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 2

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,18671
Adj Rsquare	0,128618
Root Mean Square Error	0,866862
Mean of Response	4,064516
Observations (or Sum Wgts)	31

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	4,830366	2,41518	3,2140	0,0554
Error	28	21,040602	0,75145		
C. Total	30	25,870968			

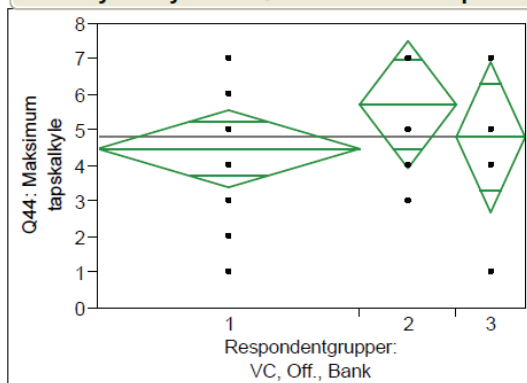
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,15789	0,19887	3,7505	4,5653
2	7	4,42857	0,32764	3,7574	5,0997
3	5	3,20000	0,38767	2,4059	3,9941

Std Error uses a pooled estimate of error variance

## Fit Y by X Group

### Oneway Analysis of Q44: Maksimum tapskalkyle By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 2

## Oneway Anova

### Summary of Fit

Rsquare 0,0502  
 Adj Rsquare -0,01764  
 Root Mean Square Error 2,306554  
 Mean of Response 4,806452  
 Observations (or Sum Wgts) 31

### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	7,87330	3,93665	0,7399	0,4862
Error	28	148,96541	5,32019		
C. Total	30	156,83871			

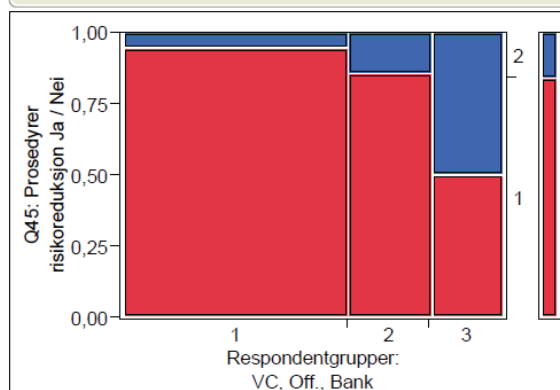
### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,47368	0,5292	3,3897	5,5576
2	7	5,71429	0,8718	3,9285	7,5001
3	5	4,80000	1,0315	2,6870	6,9130

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Contingency Analysis of Q45: Prosedyrer risikoreduksjon Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q45: Prosedyrer risikoreduksjon Ja / Nei By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

Q45: Prosedyrer risikoreduksjon Ja / Nei

Count	1	2	
Total %			
Col %			
Row %			
1	18	1	19
	56,25	3,13	59,38
	66,67	20,00	
	94,74	5,26	
2	6	1	7
	18,75	3,13	21,88
	22,22	20,00	
	85,71	14,29	
3	3	3	6
	9,38	9,38	18,75
	11,11	60,00	
	50,00	50,00	
	27	5	32
	84,38	15,63	

#### Tests

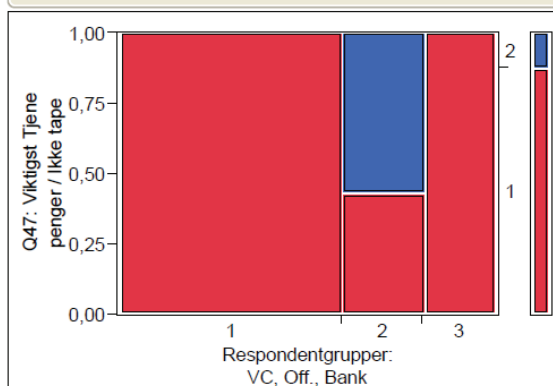
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	2,9214177	0,2106

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	5,843	0,0539
Pearson	6,935	0,0312*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Contingency Analysis of Q47: Viktigst Tjene penger / Ikke tape Ikke tape By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



#### Contingency Table

Q47: Viktigst Tjene penger / Ikke tape

Count	1	2	
Total %			
Col %			
Row %			
1	19	0	19
	59,38	0,00	59,38
	67,86	0,00	
	100,00	0,00	
2	3	4	7
	9,38	12,50	21,88
	10,71	100,00	
	42,86	57,14	
3	6	0	6
	18,75	0,00	18,75
	21,43	0,00	
	100,00	0,00	
	28	4	32
	87,50	12,50	

## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q47: Viktigst Tjene penger / Ikke tape By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

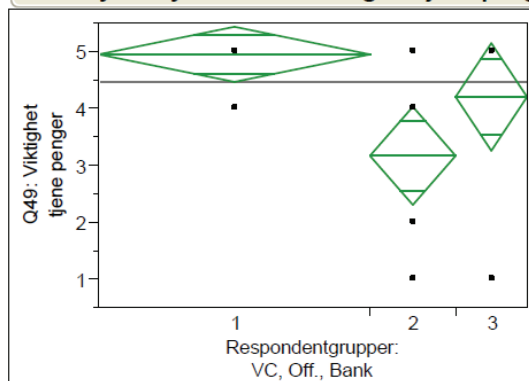
#### Tests

N	DF	-LogLike	RSquare (U)
32	2	7,2762884	0,6035

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	14,553	0,0007*
Pearson	16,327	0,0003*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q49: Viktighet tjene penger By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 3

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,342469
Adj Rsquare	0,293762
Root Mean Square Error	1,028856
Mean of Response	4,466667
Observations (or Sum Wgts)	30

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	14,885965	7,44298	7,0313	0,0035*
Error	27	28,580702	1,05854		
C. Total	29	43,466667			

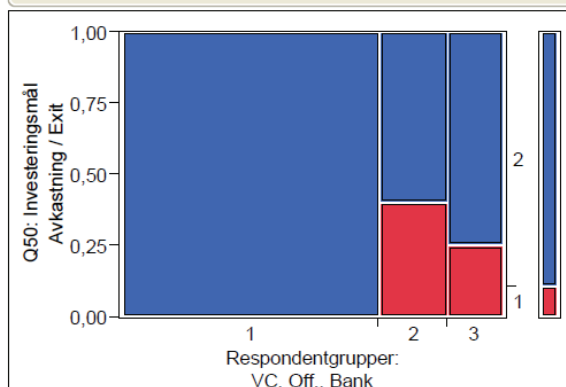
##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	4,94737	0,23604	4,4631	5,4317
2	6	3,16667	0,42003	2,3048	4,0285
3	5	4,20000	0,46012	3,2559	5,1441

Std Error uses a pooled estimate of error variance

### Contingency Analysis of Q50: Investeringsmål Avkastning / Exit By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Mosaic Plot



## Fit Y by X Group

### Contingency Analysis of Q50: Investeringsmål Avkastning / Exit By Respondentgrupper: VC, Off., Bank

#### Contingency Table

Q50: Investeringsmål Avkastning / Ex

Count	1	2	
Total %			
Col %			
Row %			
1	0	19	19
	0,00	67,86	67,86
	0,00	76,00	
	0,00	100,00	
2	2	3	5
	7,14	10,71	17,86
	66,67	12,00	
	40,00	60,00	
3	1	3	4
	3,57	10,71	14,29
	33,33	12,00	
	25,00	75,00	
	3	25	28
	10,71	89,29	

#### Tests

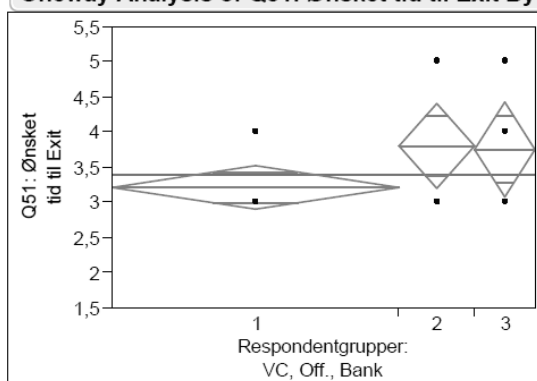
N	DF	-LogLike	RSquare (U)
28	2	3,9195949	0,4111

Test	ChiSquare	Prob>ChiSq
Likelihood Ratio	7,839	0,0198*
Pearson	7,616	0,0222*

Warning: 20% of cells have expected count less than 5, ChiSquare suspect.

Warning: Average cell count less than 5, LR ChiSquare suspect.

### Oneway Analysis of Q51: Ønsket tid til Exit By Respondentgrupper: VC, Off., Bank



Missing Rows 5

#### Oneway Anova

##### Summary of Fit

Rsquare	0,155434
Adj Rsquare	0,087868
Root Mean Square Error	0,654458
Mean of Response	3,392857
Observations (or Sum Wgts)	28

##### Analysis of Variance

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Ratio	Prob > F
Respondentgrupper: VC, Off., Bank	2	1,970677	0,985338	2,3005	0,1210
Error	25	10,707895	0,428316		
C. Total	27	12,678571			

##### Means for Oneway Anova

Level	Number	Mean	Std Error	Lower 95%	Upper 95%
1	19	3,21053	0,15014	2,9013	3,5198
2	5	3,80000	0,29268	3,1972	4,4028
3	4	3,75000	0,32723	3,0761	4,4239

Std Error uses a pooled estimate of error variance

#### ***Vedlegg 4: Transkribering av intervju***

##### **Respondent 1a, Finansieringsrådgiver for et stort konsern**

###### **Innledning**

■■■■ er et lokomotiv for nye forretningsmuligheter i leverandørindustrien basert på nye teknologiske muligheter, med det mener vi å si at det ikke nødvendigvis trenger å være grunderbedrifter, men det kan også være det. Vi støtter ikke firmaet direkte, men støtter det via utviklingen av et prosjekt som har et definert mål og som det er stilt funksjonskrav til. (eks. pigg?)

Målet er, gjennom samarbeid med leverandørene å frembringe ny teknologi til markedet, etablere nye forretningsmuligheter for industrien, å drive frem nye produkter som har en effekt for oss og som vil gi ■■■■ reduserte kostnader, forbedre miljøet og økt sikkerhet og kanskje ikke minst det siste, som ikke er kommet skikkelig fram, å vise samfunnsengasjement.

Hvorfor gjør vi dette, jo, alle tjener på det. Vi vet at leverandørene står for en betydelig del av verdiskapingen innenfor enkelte områder, for eksempel boring. Her sier vi at 80% av det som skapes er gjort gjennom leverandører.

Så vi arbeider tett med leverandørene for å finne nasjonale og internasjonale markeder for gode innovative løsninger, arbeide med de beste og kontinuerlig utvikle våre egne kunnskaper og erfaring.

Det vi kan bidra med, og det er kanskje litt av hele essensen og som er min kjeppest, det er å definere brukerbehov og brukerkraft, jeg vet ikke hvor mange ganger det kommer folk til meg og sier vi har noe her som dere vil ha. ”Kan du beskrive det?” ” Ja, det er sånn og sånn, og jeg har snakket med en som sier at det har dere behov for.” De prosessene som da starter er mye min oppgave. Da får jeg tak i en ekspert hos oss og får i gang prosesser mellom disse.

Gründerne definerer gjerne et behov som 150% over det vi trenger. Det er mye bedre en det trenger å være og mye dyrere og mer komplisert! Der er vi ved cluet til dette, det er å levere noe som er godt nok, og få det i markedet, få startet opp. Det er det viktigste suksesskriteriet.

Det er veldig mye interessant vi har hatt i ■■■ opp gjennom årene. Innen ■■■ har jeg jobbet mye med utvikling, til å begynne med innenfor boring, men de siste 12 år har jeg vært innenfor det vi kaller industriell kommersialisering. Vi har en egen avdeling med med 40 – 50 mann som jobber med å utvikle egne ideer og eksterne ideer.

Det er litt venture i oss, at vi går over fra ■■■-prosjekt til å ta eierskap i selskapet. Vi er ikke så opptatt av å sitte for å ta ut penger, vi er mer opptatt av å utvikle bedriften. Bell? var ett av disse, et undervannslastesystem som brukes på skip. Det siste er jo EMGS som vi solgte for et par år siden, og som har vært en gedigen suksess.

Vi har også en enhet hos oss som ser på det med selskapsutvikling. Det vi kan bidra med i tillegg er ekspertise. Vi har veldig mange gode fagfolk helt ned på skrue og mutternivå, det er eksperter som kan og har veldig allsidig bakgrunn. Så har vi dette med nettverk, så har vi generelle råd, bygget på vår egen erfaring og så har vi penger og prosjektoppfølgning. Det er viktig å få gründerne til å sette krav.

Hvem støtter vi, i hovedtrekk er det små og mellomstore bedrifter. Over 75% av selskapene involvert i et ■■■-programmet har 100 ansatte eller mindre, og 60% er små selskaper. D.v.s. at 60% av de 75 er små selskaper, altså med mindre enn 10 ansatte.

Tidligere jobbet vi veldig mye innenfor marine operasjoner, undervannskartlegging og inspeksjon, slikt som henger mye sammen med det som i NCE. Vi jobbet mye mot NUTEC/NUI miljøet og ikke minst mot våre egne operasjoner.

Vi jobbet mye med overflatebehandling, I samarbeid med en malingsfabrikk som heter International og med Jotun. Bare på Statfjordfeltet for 20 år siden så brukte vi ca. 150 mill i overflatebehandling pr. år. Nå bruker vi ikke det på alle våre felt engang, fordi det er blitt så systematisert. Vi gjør de riktige tingene, og det varer lenger.

Opplæring og ledelse er en slik sekkepost.

I løpet av de siste 15 årene har ■■■ støttet leverandører med mer enn 400 millioner NOK. I tillegg er det generert over 700 millioner fra andre kilder til støtte av de samme prosjektene. Det er støtte fra Innovasjon Norge, det er IFU kontrakter, men også fra Forskingsrådet kommersialiseringsmidler og verifikasjonsmidler og egenkapital.



Vi snakker om at det kommer 15 – 16 prosjekter i året. Vi starter omtrent 10 prosjekt i året og avslutter 10. Av og til litt mer og av og til litt mindre. Til nå i år har vi startet 4 prosjekt. Totalt så sier vi at det vi har bidratt til å få ut har en verdi på 1 mrd. Geografisk mest i Stavanger og Bergensområdet, og ellers litt på Østlandet og oppover langs kysten.

For 2- 2,5 år siden fikk vi inn 4 sisteårsstudenter fra UK. Som hadde et innovasjonsledelseskurs og skulle gjøre en avsluttende oppgave. De fikk tilgang på alt vi hadde gjort, helt tilbake fra -91. det er ganske mye data. Det de kom fram til var at vi hadde suksess med mer enn 2 av 3 prosjekter. Ikke nødvendigvis den store suksessen, men noe som vi hadde bruk for. Det som vi ikke hadde tenkt på var at disse suksessene representerte at vi hadde suksess med mer enn 3 av 4 kroner. Så vi bruker altså pengene på rett måte.

Vi har lagt på et budsjett på 25-30 mill. i de siste 10 årene, og vi ønsker ikke å øke så mye mer.

#### *Spørsmål 1: Hvordan vurderer du potensielle venture muligheter?*

Jeg vil snakke litt om det som er nøkkelen til hele suksessen vår. Når jeg får inn et prosjekt så er det viktigst dette med [REDACTED] sin nytte. Da er det hvilke miljøer som har nytte, hvilke behov det har og hvem som vil være fadder for prosjektet og representere fagkompetansen. Dette er vesentlig for å kunne gå videre.

Det neste vi ser på er bedriften i seg sjøl. Vi ser på ledelsen. Veldig mange bedriftsledere har lyst til å drive med slike ting. Det er ikke sikkert at styret er like enig. Vi er opptatt av at de skal bidra sjøl, slik at de i alle fall ikke kaster bort egne penger. De må bidra enten via egeninnsats eller penger som går inn i et prosjektfellesskap. HMS forhold er viktig. Hvilket teknologiområde eller markedsområde representerer de? Kjenner de kunden? Vi sjekker opp bedriften, besøker den og snakker med folk.

Så er det viktig å se på lønnsomheten og ikke minst, begynne så tidlig som mulig å snakke marked. Tenk marked fra dag en! Ikke start utvikling av noe uten at du vet du er i stand til å selge det.

[REDACTED], bedriftens soliditet, prosjektlønnsomhet og marked er basis. Når vi har vært gjennom dette er det grunnlag for å begynne å snakke om hva er produktet vi skal fram med,

konkurrenter, type produkt, sterke og svake sider, hvilken pris? Hvilke leveringsbetingelser? HMS konsekvenser o.s.v. Hva er unikt, hvem kan produsere og er produktet salgbart? Hvor skal det selges? I vår bransje selges produktet inn i en tjeneste som skal leveres av en annen. Man må begynne å få relasjoner til Aker eller andre, fordi det er de som leverer totaltjenesten til off-shoreindustrien. Når det er gjort, og det går faktisk en god del tid, så er det å lage en beskrivelse av prosjektet.

Ingeniøren begynner med produktet, og vi prøver å lette han opp til marked

Det viktigste for meg er at det er et definert brukerbehov. Det er også vesentlig at vi som tidlig som mulig blir synkronisert med markedet behov. Det er samspillet mellom brukerbehov og underleveranse eller teknologileveranse.

Vi er veldig opptatt at beskyttelse, IPR, og at de gjør nødvendige ting for å beskytte seg. Enheten vår har hele IPR ansvaret. Vi har patentingeniører som vi bruker. IPR er svært interessant og viktig!

For å gå inn i et prosjekt må vi være ferdige med fou biten. Teknologien må være realiserbar, den må være ferdig og uttestet. Vi er mer på kommersialiserings- eller industrialiseringsarenaen.

Vi ser også på bedriftens holdninger og bedriftens ledelse, spesielt på samspillet mellom styre og ledelse. Det er viktig at styret og ledelsen er enig.

Sammen med ideen vil vi ha en beskrivelse av selskapet, det kan være en forretningsplan eller lignende. Har de ingen forretningsplan, så vil vi ha det så vil vi ha det nærmeste de har av den typen dokument. Som et krav til alle ■■■■■ prosjekt står det at det skal lages en kommersialiseringsplan. Det er viktig at de kan læres kommersialisering selv, eller at de ressurs eller at de allierer seg med en slik kommersialiseringsressurs. Vi er opptatt av at selskapet skal utvikle seg like mye som prosjektet, slik at de er i stand til å håndtere teknologi. Det er bedre med 60% teknologi og 40% forretning enn 90% teknologi og 10% forretning. En slik ressurs kan vi si de må ha dersom vi ser de trenger det for å utvikle prosjektet.

Vi går ikke inn og drifter selskap, det kan enheten for forretningsutvikling gjøre.

Vi har ulike faser for interne ideer og eksterne ideer fra ulike innovasjonsmiljøer. Vi har kommersialiseringsfasen, her [REDACTED] som tar seg av en tidlig såkornfase, så har vi forretningsutviklingsfasen og selskapsutviklingsfasen som andre er inne i.

Vi har valgt å gå inn i en del innovasjonsmiljø på eiersiden, bl.a. [REDACTED]. Gjennom disse sikrer vi deal flowen, at vi får tak i de gode ideene, og dermed sikrer vi våre interesser.

*Spørsmål 2: Hvordan vurderer du utsiktene for selskapets forretningsmodell?*

De må ha gjort seg opp en mening om hva de ønsker å drive på med og hvordan de har tenkt å gjøre det. Det som vi føler, spesielt med små og mellomstore bedrifter er dette med relasjoner, nettverk. Det er viktig med nettverk, spesielt på markedssiden, i vår bransje.. Det er dermed et pluss å tilhøre f.eks et ekspertsender eller kunnskapspark for da får de automatisk et nettverk. Det er viktig å få kvalifisert de, det å få en industriell 0-serie. Deretter skal de ha en reell test der en kunde tester ut og gir deg de første erfaringene. En slik referansekunde er viktig. Når du har noe som fungerer må du ikke være redd for å satse, du må levere det som kunden vil ha. Han vil ha en robust løsning som fungerer og ikke noe som kanskje fungerer.

I forhold til andre bransjer er oljebransjen usedvanlig konservativ. Vi har gjort en undersøkelse. I forhold til andre oljeselskap vi ønsker å sammenligne oss med, er vi ganske mye bedre enn de andre. 60% av et nytt utbyggingsprosjekt består av ny teknologi hos oss, de andre har en ca. 10 – 20%. Det er viktig i denne bransjen å ikke ta for lange steg. Dette er både konservatisme og sikkerhetsvurderinger som ligger bak dette.

Vi fikk en slags ny standard for kvalifisering av ny teknologi, som har resultert i dobling av prosjektkostnader.

Men uansett er behovet til Statoil viktigst for prosjektet. Dersom vi ikke finner fram til en eller annen i [REDACTED] som har behov for det, så er det over.

Selvfølger er det unntak. [REDACTED] ønsket å få flere bein å stå på. De ville utvikle materialkompetanse og ville bruke nettverket med entreprenørene. Hvordan kunne de utvikle en egen forretningside ved å ta vare på høyverdige legeringer. Dette hadde ingen egen bruker hos os, så dette kunne vi skrive på kontoen samfunnsansvar.

*Spørsmål 3: Hvilken "due diligence" gjennomfører du?*

Vi har ingen standard. Men vi har en royalty klausul på 3-5%. Når vi starter opp et prosjekt, så synes ingen at noe sann som 3-5% royalty på omsetning er noe problem. Men når vi begynner å drive selskapet så er det veldig ofte vi får spørsmål om å konvertere. Ved slike spørsmål om konvertering til eierandeler går dette over til avdeling for forretningsutvikling. De gjør nok dd i tråd med vanlig standard. Vi har mer oppmerksomhet på brukergevinst i startfasen. En rein venture går stort sett på avkastning. Så i vår dd er det brukergevinst vi ser mest på.

Vi har som standard royalty. Dette går inn i avtalen tidlig. Den går på omsetning og ikke netto.

Våre rettigheter går på salg av produktet og ikke selskapet. Så lenge de kommer til oss med ideen, så sitter vi på eierskapet til teknologien. Vi har ingen eierrettigheter i produktet. I den nye versjonen har vi også i kontrakten royalty i framtidige produkter. Vi definerer royalties perioden fra vi er ferdig med prosjektet. Royaltyperioden er gjerne 10 år. Men den kan også variere med for eksempel at de første 2-3 salgene royaltyfrie. Produktet kan ikke selges til andre uten vår godkjenning. Avtalene vi bruker har lagt fast i 12 – 15 år, og er utarbeidet av oss selv. De er godkjent av advokater, men de er enkle og forståelige for våre prosjektpartnere.

Vi bruker vårt eget kontrollerapparat bl.a. ved fastsetting av royalty. Vi kan også kontraktsfeste at royalty kan konverteres til en gitt eierandel. Alternativt kan beløpet konverteres i sin helhet til en gitt kurs. Ved slik omgjøring til eierandeler kjører vi dd. Da blir det vanlig standard. Vi kjører dd på det det går an for oss å gjøre. Revisor kjører en økonomisk dd, men vi kjører selv en teknologisk dd. Vi får inn en markedsplan som sier noe om best case, worst case og noe midt i mellom. Så ser vi på markedsutsiktene og regner på akkumulerte verdier over 10 år, regner på en normal nåverdi med normale avkastningskrav for å se om selskapet vil overleve og eventuelt bli en suksess.

*Spørsmål 4: Hvilke prosesser gjennomfører dere før dere tar en endelig beslutning om å eventuelt investere i et selskap?*

■■■■■ går ikke inn som investor i et selskap. Vi investerer i et prosjekt. Dersom vi har lyst til å være med videre skriver vi at royaltien kan konverteres til eierandeler. Da forsøker vi å si noe om hvor stor denne eierposten skal være. De får et tilskudd til utvikling. Produktsalget skal vi

ha så og så stor royalty på om det blir en suksess. Denne royaltyen kan konverteres til X% i selskapet. Eller vi kan si at hele royaltyen skal konverteres til en kurs som er lik siste emisjonskurs, alternativt minus ett eller annet. Dette er unntaket. Det so er vesentlig er at de har planer om å lage et produkt som vi har behov for. Ikke nødvendigvis et [REDACTED]-behov, men et bransjebhov.

Vi har et eget skjema på et par sider. Der vi spør om dette passer inn i våre strategier, våre planer. Hvor og hvordan vi kan bruke det, er det en HMS-effekt her osv. Og viktigst: vil du følge opp dette prosjektet med egne midler? Han må altså finne timer til å følge opp prosjektet i egen organisasjon. Da er det viktig for han og da vil han promotere det. Så lager jeg et beslutningsdokument som går først til controllerapparatet og så til ledergruppa til finansieringsavklaring. Her blir også lederne forforretningsutvikling og selskapsutvikling varslet.

Når "Forretningsutvikling" bruker våre resultater eller vurderinger må de betale for det. De må kjøpe [REDACTED] fri. Det er det controllerapparatet som ordner. Vi må gjøre dette fordi det kreves av vårt skattesystem.

Controllerapparatet er i denne forbindelse en revisor, siviløkonom og to bedriftsøkonomer. Disse sitter i stab i økonomiavdelingen. Revisor kan brukes i kontraktsarbeidet og i kontakt med selskapet. Selv om vi har en faseorganisering, så arbeider vi som et team.

*Spørsmål 5: Hvilke finansielle analyser gjennomfører du?*

Vi forsøker å verifisere leverandørenes egne beregninger. Vi tar ikke forretningsplanen for god fisk, men vurderer markedet og salgsprognosene nøye.

Noen professorer i Trondheim, de var faglig flinke, skulle starte et selskap. De var fire stykker som skulle være med i selskapet. Jeg skjønnte ideen og tente på den og våre folk var med og drev forventningene rett til vær. Da måtte vi roe ned forventningene og "jorde" gründerne.

Vi er opptatt av at produktet skal ha best mulig pris. Det er vanligvis bare en del av kostnadene som faller på oss og det er dårlig butikk å finansiere utvikling ved hjelp av en rabatt på et produkt som går inn i salg. Vi skal ikke subsidiere noen.

*Spørsmål 6: Hvilken rolle spiller risiko i dine vurderinger?*

Risiko spiller en rolle, selv om det ut fra våre resultat synes som vi ikke gjør det. Vi tar risiko og vi stopper også prosjekt. Dersom vi ser det går galt så stopper vi. Vi reduserer risikoen betraktelig i vurderingsfasen i forkant. Det betyr mye, i vår bransje i alle fall å ha med en dedikert person som tror på prosjektet. Dersom vi har med en som ikke tror på det, så kommer han ut og så skjer det ett eller annet, og så får han en unnskyldning for å trekke seg ut. En som er dedikert og har tro på prosjektet, han vil prøve igjen. Det er derfor vesentlig for å lykkes å ha med personer som tror på prosjektet. Dette er absolutt en måte å redusere risiko på.

*Spørsmål 7: Hvilke tanker har du om en framtidig exit?*

Vi er litt spesielle når det gjelder exit. Vi går gjerne ut alt for tidlig i forhold til det som venture ville gjort. T for eksempel [REDACTED]. Da kunne ikke [REDACTED] være med. Vi tok da en exit som ikke var økonomisk, men policybegrunnet. Vi kunne ikke delta på begge sider av bordet.

Vi gikk ut for tidlig på grunn av mulig habilitet og å sikre selskapets seriøsitet og rykte som et operatørselskap. Så vi er ikke så langsiktig som vi burde for å få maksimal økonomisk avkastning.

Men vi driver butikk også, men ikke slik at vi ser pengene direkte, men gjerne mer indirekte. Bare det å bruke [REDACTED] har gitt en estimert total besparelse på 7-800 mill NOK. [REDACTED] la kimen til utviklingen av [REDACTED], så gikk det til forretningsutvikling.

Det kan argumenteres med at 2-3 av prosjektene alene kan forsvare alle [REDACTED]-investeringene.

Exit kan være bestemt av at vi må ut, men også av at vi vil komme oss ut. Dette er gjerne prosjekter som vi har fått av historiske årsaker, og som vi anser som mindre gode og som vi gjerne vil ut av.

## **Respondent 1b, Partner i et større investeringsselskap**

*Spørsmål 1: Hvordan vurderer du potensielle venture muligheter?*

Alle selskaper vurderes likt. Det er hvordan vi tar tak i det som er forskjellig. Kravnivåene er forskjellige. Vi vurderer først ideen og deretter om idehaverne har forutsetninger for å utvikle den. Vi har forsøkt å lage kravoppstilling for såkornfond – venturefond.

Det er ideen som er viktigst. Så – har de forutsetning for å gjennomføre dette?

Vi vil ikke renonsere på ide for ”kjentfolk”. Det er dyrt å skifte person.

*Spørsmål 2: Hvordan vurderer du utsiktene for selskapets forretningsmodell?*

For CU som er kommersialiseringsenheten, gjelder at det er ingen ide uten person, og rettighetsspørsmålet må avklares straks. IP krever at det er et selskap som står bak for å få full kontroll. ”Proof of principle” må avklares. Patent er den eneste sikkerhet innenfor bioteknologi.

Deretter er det viktig å bruke penger på å sette ideen ut i livet snarest. Forretningsplanen kan gjerne bare være en grov ide-beskrivelse.

Deretter følger den første markedsavklaring.

I denne fasen er entreprenøren avgjørende.

Finansieringen i denne fasen krever at det offentlige er med. Ingen private kan gjøre kan gjøre ”proof of concept”.

Vi regner med en avkastning på prosjektene på  $10 * 10$ , at ti mill gir ti ganger avkastning for å gidde å bruke penger.

Mye kan gå galt så vi må ha noen suksesser. Vi skal investere i 30 – 40 selskaper og ta 12 – 15 til VC-fasen. Vi regner med bare 3 suksesser.

For [REDACTED] gjelder at entreprenøren får være COE i denne fasen. Vi opererer med milepælbasert finansiering her. Tydelige milepæler er knyttet opp mot finansiering. I denne fasen skal det være en kunde.

For [REDACTED] gjelder det at vi må ha en klart definert patentpolitikk.

Ved "proof of concept" forutsetter vi at det finnes en prototyp som er kjøpt av en kunde og som er i operativt bruk. Dette er mer enn "proof of principle".

Det kreves her en detaljert forretningsplan i motsetning til i CU-fasen, der den like gjerne kan kalles en road map.

Vi lager markedsplanen selv. Dette er ventureselskapene godt i stand til.

Exitstrategien er noe en er opptatt av fra dag en. Hvem skal kjøpe selskapet? Vi har en horisont på maks 7-8 år til marked og lukker investeringene etter 3-5 år.

Vi forlanger et team som kan gjøre jobben. Teamet må være dedikert. Som støtte til dette teamet arbeider vi også med å få på plass et ressursteam.

Det må også være et komplett markedsapparat og et kompetent styre på plass. Et godt styre kan være et korrektiv til ledelsen. En god styreformann er viktig, han kan gjerne være lead-investor.

På finansieringssiden, bør eierne må ha nok ressurser til å føre selskapet helt til børs. En bør unngå å hente inn nye eiere under veis. Dette betyr at eierne forplikter seg til å være med helt fram. Dersom eierne ikke er med videre går prisen på selskapet ned.

Vi planlegger også for videre investeringsrunder. "Om seks måneder vil vi ha denne milepælen på plass og da trenger vi slik kapital...". Dette skal framgå av finansieringsplanen. Det er viktig å ha en god investeringsstrategi der en har tenkt igjennom co-investeringene slik at en alltid er i forkant av neste investeringsrunde.

Dersom tidlige investorer blokkerer en utvikling kan det være mulig å foreta en kapitalutvidelse en ikke trenger for å få kontroll og vanne ut tidligere eiere??

Dersom ideen er god er det godt mulig for grunder å "kortslutte" seed-fasen.

Vi må se det kommersielle i selskapet. Det må legges opp en milepælbasert finansieringsplan. Vi setter opp et "term-sheet" der milepælene er tydelige.

Kan plukke uferdig teknologi når personen er "tung" og har gode relasjoner.



Det er ikke nok å hyre inn Ernst & Young for å lage glossy analyser i en tjukk forretningsplan. Vi vil ha kunder inn, vil noen kjøpe dette.

*Spørsmål 3: Hvilken "due diligence" gjennomfører du?*

Vi gjør følgende Due diligences

Den finansielle, der kjøper vi ekspertise hos en revisor, den juridiskeder kjøper ekspertise hos jurist. En markeds due diligence kan vi enten utfører selv eller vi kjøper den. Og for en teknologisk due diligence gjelder det samme, vi utfører selv eller kjøper.

I tillegg setter vi sammen et advisory board som kvalitetssikrer vårt forslag.

Vi kan også gjøre en due diligence av teamet.

*Spørsmål 4: Hvilke prosesser gjennomfører dere før dere tar en endelig beslutning om å eventuelt investere i et selskap?*

Vi bruke gjerne et år på prosessen. Dette innebærer at vi samarbeider over tid og veileder underveis.

Vi planlegger sammen med teamet og skriver gjerne et Letter of intent med rett til å investere.

Våre investeringer er fra 4 til 20 mill i første runde. Det er en forutsetning at vi er med helt til exit. Vår andel er da typisk mellom 20 og 40%.

Ved [REDACTED] hadde vi 35% eierinteresser ved børsinngang. Etterpå hadde vi 20%

Vi vil helst ut så fort som mulig, men de store tunge investorene tør ikke gå inn med store eierandeler i et nytt teknologifirma.

*Spørsmål 5: Hvilke finansielle analyser gjennomfører du?*

Vi foretar en DCF-analyse.

Ellers bruker vi en "Rule of Thumb". Vi anslår hvor mye vi mener at vi kan få ved exit. Så regner vi baklengs og ser hvor mye vi kan investere dersom vi skal få igjen 3X investeringen (etter 3-5 år?).

*Spørsmål 6: Hvilken rolle spiller risiko i dine vurderinger?*

Vår rolle er å ta en kalkulert risiko. Vi er et sektorspesifikt investeringsselskap og velger selv hva vi vil investere i. Det går mer og mer mot spesialisering av fond. Du må kjenne bransjen for å kunne vurdere risiko. Vi mener vi må ha noe mer å tilby enn penger, vi tilfører kompetanse, både bransjespesifikk og finansielt. Vi går inn i styret og prøver å ha kontroll med utviklingen slik at risiko kan kontrolleres.

*Spørsmål 7: Hvilke tanker har du om en framtidig exit?*

Vi planlegger exit helt fra starten. Gründeren må ha samme tanker om dette som oss. Vi ønsker å trekke oss ut før vi har blitt for mye involvert i driften, men vi må ha igjen vår beregnede gevinst (eller det optimale markedet vil gi til en hver tid).

## **Respondent 2, Investeringsdirektør i Innovasjon Norge**

### *Spørsmål 1: Hvordan vurderer du potensielle venture muligheter?*

Vi har ikke venturekapital, men lån, og lån med høy og lav risiko. Lån skal vi ha igjen, og tilskudd skal vi ikke ha igjen.

I tidligfase er det tilskudd vi pleier å bruke. Både vi og kunden får problemer når de får lån i en for tidlig fase som de ikke klarer å betjene. Så får vi trøbbel og de får trøbbel.. Lån er jo rentebærende fra dag 1, men det kan ta 5 til 10 år å få fram en lønnsom biotek-bedrift.. det er ikke smart å gå inn i dag 1 med lån altså.

Hvis det er Hordaland dere tenker på så er mulighetene for å komme over interessante muligheter gode. Her er flere store og betydelige næringer å befatte seg med. Det er mange bein å stå på og mange lokomotiver. Du har Bergen med alt som finnes av kunnskap og næringsliv her, og du har sterke miljøer rundt omkring ellers i fylket, men det er jo rundt Bergen at du kanskje skulle tro at venturmulighetene er størst.

V forholder oss til de oppdragsgiverne vi har. Vi er fornøyd hvis vi klarer å bruke ganske mye av midlene i hht RUP. Men den hjemler og å ta tak i veldig spennende bedrifter eller ideer som bransjemessig ikke hører inn under prioriteringene. Du har ordet vekstentreprenør, du har ordet internasjonalisering og innovasjon i etablerte bedrifter, så det er klart at RUP hjemler at du tar tak i spennende bedrifter og spennende gründere som ikke nødvendigvis hører hjemme i de prioriterte bransjene. Men når vi går ut og er proaktive, gjøres dette mot de prioriterte bransjene. Det kan diskuteres hvor proaktive vi er. Minst proaktive når bunken er som høyest. Begrensningene er da størst. Vi har arena for reiseliv, for havbruk, gass i vest. De kompetanse- og arenaprosjektene vi er med å drar i gang mener jeg vi er proaktive gjennom. I stedet for bare å avvertere at nå kommer vi til Sunnhordland og nå et annet sted. Vi er også positive når vi får foredrag og informasjonsforespørsler. Jeg skal både til Sunnhordland og Osterøy i neste uke. Tilskudd er jo gratis, så selv om ikke er gode å markedsføre så kan vi få en uendelig etterspørsel.

### *Spørsmål 2: Hvordan vurderer du utsiktene for selskapets forretningsmodell?*

V gjennomfører tradisjonell intern- og ekstern SWOT-analyse. Interne styrker og svakheter og eksterne muligheter og trusler. Vi ser også på unikhet. Vi har en matrise som skal inn i alle

saker. Først en standard saksmal med interne forhold slik kunden opplever det. Eksterne og interne forhold, lønnsomhet, historisk lønnsomhet, nå trykker vi bare på en knapp og henter det fra Brønnøysund. Det er helt systematisk hvordan vi vurderer. Vi har to maler, en full mal og en lett hvis det er småsaker. I tillegg har vi en matrise hvor vi vurderer nyhetsgrad, lønnsomhetspotensial, økonomisk gjennomføringsevne, personellmessig gjennomføringsevne osv. Ikke noe psykoanalyse, men vi prøver å danne oss et bilde av en del forhold som vi mener er viktige. Prioriteringsmatrise og prosjektvurderingsmatrise, de bruker vi i alle saker.

Når vi vurderer at dette kan være interessant tar vi alltid et personlig møte med søker. Vi ser på SWOT-analysen, om det er håpløst da kommer det et avslagsbrev, som sier noe om at dette ligger utenfor vårt policy-område. Så er det nr. 2 hvor vi ser det kan være muligheter, og vi foretar en kjapp saksbehandling før vi eventuelt avslår. Hvis vi ser at dette for eksempel er en helt standard skobutikk, og vi ikke prioriterer skobutikker så får de et avslagsbrev. Lynhurtige avslag, som vi kaller å avvise og hurtige avslag som vi kaller retur. Det vil si vi returnerer en søknad. Vi har en light gjennomgang før vi avslår. Og så har vi da der vi gjennomfører en saksbehandling med sikte på å gå inn. Da legger vi mye arbeid i det. Slik er det bare, vi er nødt til å prioritere. De som fyller ut et e-skjema og sender inn et lodd i lotteriet, de må vi bruke liten tid på. Dersom vi ser det er potensial, så prøver vi å foredle hvis det er så mye treff at det begynner å bli litt interessant.

Vi prøver også å ha en litt lav terskel. Dersom noen ringer så sier vi det og det trenger vi, send inn en e-mail eller en elektronisk saksmal. Det er en vanskelig balansegang. Det trenger ikke å være en svær søknad, det må være mulig å ta en telefon, sende e-mail eller faks for så å se om det er grunnlag for et møte eller en mer omfattende saksbehandling.

### *Spørsmål 3: Hvilken "due diligence" gjennomfører du?*

Dette er en veldig grundig gjennomgang. Det gjør vi mest når det er snakk om å yte lån. Det er ikke mer due diligence enn det bankene driver med. Når vi skal inn med lån så må vi vurdere mye mer, - OK- sikkerheter, panteforhold, gjeldsbetjeningsevne. Da blir vurderingen grundigere fordi det er mer som står på spill også for oss. Dersom du kaller due diligence en grundig gjennomgang fra A til Å. Det bruker vi ikke når det gjelder tilskudd og tidligfase. Vi hyrer ikke inn revisorer for å snu hver stein hos bedriften.. Dersom vi får inn en søknad om et stort lån, så gjør vi noe som ligner litt.

Dersom vi ser noen som faller innenfor retningslinjene, men vi er usikker, samtidig som vedkommende har en voldsom drive, eller har gode meritter, gjerne en serie gründer, så er det klart det trekker opp. Men det er ikke slik at vi gir til en frisørsalong, som vi ellers alltid avslår, fordi det er en kjempegründer som står bak. Disse ikke-områdene avslår vi alltid.. Dersom du er i grenseland, og vi tar et møte og det er veldig solid så er det klart at det drar opp- referanser og kunnskap – at han har fått til noe før. Men med unge folk som ikke har hatt tid til å lage noen meritter, så er det deres pågåenhet, drive og mellommenneskelighet som er med å dra opp inntrykket. Beste følelsen er et topp prosjekt og at du føler at personen er godt i stand til å gjennomføre. Motsatt dersom du har topp prosjekt, men at du ikke har rett mann til å gjennomføre. Dette hender av og til på oppfinnersiden, en som har lyst å skape butikk av noe, men så er han best til å finne opp ting. Så trenger de noen rundt seg, men så er det ikke sikkert at de er så gode til å få fatt i slike folk. Da har vi det motsatte dilemma, en super ide men ingen gjennomføringsevne.

Vi kan påvirke en separasjon mellom ide og person ved å stille spørsmål. Vi stiller spørsmål om styret er godt nok sammensatt. V kan ha særvilkår knytta til tilskudd om at vi skal ha inn en ekstern med for eksempel markeds erfaring i styret. Dette er ikke naturlig i en oppstartsfase. Men med en oppfinner kan vi si at han trenger en industriell samarbeidspartner. Kom tilbake når du har det! Så - vi prøver jo. Vi sier ikke, du er håpløs, dette får du ikke til, selg ideen så fort som mulig!

Dersom en oppfinner, som ikke har gjennomføringsevne, klarer å skaffe seg en industriell partner til en super ide, så får han avslag. Det samme dersom vi ikke har tillit til søkerens evner pga. for eksempel gjentagende konkurser.

*Spørsmål 4: Hvilke prosesser gjennomfører dere før dere tar en endelig beslutning om å eventuelt investere i et selskap?*

Når det gjelder patenter har vi en fra veiledningskontoret for oppfinnere, som skal ha bedre greie på det enn de andre kollegaene. Dersom det ikke er tatt patent eller ordnet med rettigheter og vi konfronterer kunden med det, og de sier at vi må bare handle raskt og bekjentgjøre det i stedet – og at han har et reflektert forhold til immaterielle forhold og har en strategi på det, så er ikke vi prinsipielle, men utfordrer på det der vi ser et behov for å være bevisst på det. I noen sammenhenger kan det være et pluss at vi har en patent. Investorer er ganske opptatt av dette. Vi skal ikke la oss imponere av dette, men være oppmerksom på

hvilket vern har du og hvilket varig konkurransefortrinn er det i dette i opparbeidete viktige markeder. Det oppfattes da som et fortrinn og at du er kommet veldig langt. Det vil oppfattes som et lite fall dersom søkeren er veldig opptatt av det og vi også – og det viser seg at det ikke går. Imponere er ikke riktig ord, men dersom prosjektet er oppfinnerbasert så er vi opptatt av beskyttelse, av beskyttelsesstrategi og beskyttelse. Dette tas med i vurderingen spesielt dersom det er oppfinnelse -, produkt – eller prosessbasert. Hvordan har du tenkt å gå fram slik at det ikke blir kopiert tvert! Vi kan spille ballen over til vårt kontor i Oslo som har mulighet til å jobbe med denne siden.

Saksmalen er bygd opp som en forretningsplan. Tar gjerne en forretningsplan og legger den inn i saksmalen. Legger vekt på alt som viser at man er grundig og forutseende og har tenkt på det meste. Vi kommer ofte bort i en produkt-ide og hvordan den skal bli til en lønnsom bedrift. Det ligger da en produktsøknad på bordet og ingen forretningsplan. Vi forlanger ikke at en ung gründer har leid inn folk for å skrive en kjempegod forretningsplan. Ofte vil tilretteleggerne legge opp noen alvorlige prospekter og utvidelser. Vi forlanger ikke det. Dersom man har en ide så kan vi være med å foredle og spinne videre på det i en tidligfase. Hvis noen kommer til oss og søker om å få lage forretningsplan så er svaret nei! Vi ønsker at folk gjort hjemmelekse, og jo grundigere de har jobbet med sin ide – og har et reflektert forhold til markedet. Vi setter pris på forarbeid og gjennomtenkthet, men vi har ingen høy minimumsterskel for å ta det første møtet. Jo mer vi skal putte i kurven hans, jo grundigere går vi til verks og. Det er stor forskjell på et etableringstilskudd og et lån. Det som ligner mest på en investor er et lån. Vi har såkornmidler før en investering og de som blir til bedrifter kan vi gi et risikolån for eksempel til internasjonalisering. Vi tar kalkulert risiko. Folk som har fått tilsagn tidligere og har vist resultater står sterkt.

Vi er to om alle saker, vi sitter ikke å tar beslutninger om egne saker. Vi driver med statsstøtte når vi jobber med tilskudd. En skriver saken og en tar beslutninger. På tilskudd er det en sideordnet som beslutter inntil et visst nivå. På lån er det en seniorrådgiver som også kan være sideordnet. Tilskudd skal ikke gis til egne kunder, men argumentene skal bli testet mot noen andre som beslutter. Jeg kan ikke gi tilsagn til egne kunder, men kan gi til andres. Det samme med lån. I bank kan du dette inntil visse beløp. Du kan ikke avslå egne saker heller.

*Spørsmål 5: Hvilke finansielle analyser gjennomfører du?*

Ved lån er vi opptatt av sikkerhetsrisiko og driftsrisiko. På driftsrisiko er det vel dere tenker på med finansiell analyse. Dette går på en form for kontantsrømsbetraktning. Hvis prosjektet blir gjennomført så tror man at det vil få en effekt gjennom en økt fremtidig kontantstrøm i et visst tidsrom. Det vi opererer med som begrep er kontantstrøm før finansiering – gjerne i to tre varianter. Hvis det går veldig bra så blir det sann osv. – best case – worst case – og en midt i mellom. Så må vi finne ut hva forventer vi. Hva forventer du som saksbehandler er mest realistisk. Hvis det er større saker gjennomføres en vurdering av de viktigste forutsetninger i analysen. Pris – vil denne kveiteoppdretteren få denne prisen – kan vi få et prisfall – hvor stort kan dette prisfallet i tilfellet bli? Hvilket volum er realistisk – er ikke veksten litt for høy? Her vokser den 10% i året – kanskje er det egentlig bare 5. Hva skjer? Altså en slik what – if?

Hvis det er en stor sak er det snakk om alt fra en sensitivitetsanalyse og 0-punkt analyse. Hvor ille kan det gå og man allikevel kan klare å betjene renter og avdrag? Hvor ille må det gå før man ikke klarer å betjene annet enn rentene, og er det sannsynlig at det går så dårlig at du ikke klarer å betjene rentene heller? Og fremtidig gjeldsbetjeningsevne er da summen av denne analysen. Du tar denne analysen før du kommer til finansiering og ser – OK – hvor stor gjeld er det vedkommende skal ta på seg her. Vi opererer også med internrente, 0-punkt og nåverdier og sånt, men det er gjerne i større saker. I idefasen er det helt bortkastet å snakke om det. Da blir det mer en verbal framstilling av potensialet i saken.

Vi legger også inn om hvis renten stiger 2% . her skal denne fiskebåten ta opp 20 mill i lån – hva hvis renten går opp 2%. Vi er ikke så ulik bank i tenkingen.

Vi har fusjonert inn Landbruksbank, Fiskeribank og Industribank også har vi Distriktenes Utviklingsfond. Alle som kom fra DU drev med tilskudd omtrent.

#### *Spørsmål 6: Hvilken rolle spiller risiko i dine vurderinger?*

Vi prøver å avdekke særlig to forhold. Det er potensial og risiko. Risikofaktorer en noe vi gir en del plass, og potensialbetraktninger gir vi en del plass. Risikofaktorer er en vurdering – om disse er beskrevet prøver du å vurdere lenger nede i saken - er denne ideen, bedriften virkelig så unik, er det virkelig bare så få konkurrenter? Hva kan skjære seg? Er du i en tidligfase er det betydelig både teknologisk- og markedsmessig risiko. Har de kommet fram med et produkt er det mer en markedsmessig risiko, men også personellmessig, økonomisk og finansiell risiko. Miljømessig kan det være, - det kan være rammevilkår, offentlige

rammevilkår, hendelser som skjer. Vi har oppdrett for eksempel og Russland stenger og åpner. V har fiskebåt, en dag er det evigvarende kvoter og neste dag så varer de i 10 år, så..

I store saker gjør vi mye sånt. V har bare fullmakter inntil et visst millionbeløp. Blir det mer så må det til Oslo. En diger Oslo-sak er en sak med mange sånne betraktninger.

Det er høyere risiko ved et tilskudd enn ved et lavrisikolån. Ved et høyrisikolån skal vi heller ikke ta for mye risiko. I formålsparagrafen er vi ment å ta større risiko, og ved tilskudd tar vi større risiko enn de formelle investorene gjør. Ved etablererstipend tar vi en kjemperisiko. Ved risikolån skal du ta rett mengde risiko. I en periode gikk vi inn ved bare myke verder og ingen driftsmeritter, og da ble tapene for store. Vi har tapsfond på for eksempel 40%. Da skal du i snitt tape 40 øre pr. kr. Du låner ut. Men taper du 90 øre pr. kr. Du låner ut såfår du et kjempeproblem. Vi har i en periode hatt tapsfond på 405 på landsdekkende risikolån. Vi kan ikke bruke dette i en veldig tidlig fase til myke investeringer. Da må du endre policy eller øke tapsfondet. Vi har også hatt risikolån med delvis ettergivelsesmuligheter.

Vi har evne og vi tar risiko. Det viser tapene våre. Vi er mer villig til å ta risiko enn investorene, i hvert fall med tilskudd. Med risikolån så blir det litt mer likt. Men det er klart at egenkapital aldri er godt sikra. Når en investor går inn, så er det alltid risiko involvert. Det er også vi villig til å ta. Vi har også markedslån. Vår portefølje er på 1.2 milliarder. Det er både risikolån og markedslån. 7-800 millioner er vel markedslån. Der er det normal pant. Også for risikolån så prøver vi å ta de pantemulighetene som er, men ofte er vi på prioritet slik at ikke er noen reell pantesikkerhet.

Vi er ofte et supplement eller et korrektiv til bankene i distriktene, der disse ikke er så ivrige etter å gi lån. Risiko tar vi, og vi prøver å kalkulere litt, og vi tar ikke enhver risiko. Vi prøver å ta rett mengde risiko. Vi prøver å avdekke slik at vi vet hvilken risiko vi har gått inn med.

*Spørsmål 7: Hvilke tanker har du om en framtidig exit?*

Exit i vår forstand er kanskje å bli innløst av en ank. Vi ga et risikolån, først ga vi et tilskudd, så utvikla det seg, så ga vi et risikolån. Så kommer plutselig DnB og sier, nei, nå har vi tatt over denne kunden for deg for det går så bra. Kanskje skulle vi se på dette som en gledesmelding, men vi gjør jo ikke helt det da, for vi liker jo å ha en portefølje vi og.



Det er ikke en reell exit hos oss. Når det er blitt innløst, så kommer de kanskje tilbake etter et halvt år med et nytt spennende prosjekt. Bedriften går godt, bedriftslånet er innfridd, men så kommer de med et spennende prosjekt, et Skattefunn-prosjekt eller et IFU-prosjekt.

Exit er jo når kunden går konkurs. Hvis ikke ser vi jo på en hver spennende bedrift som vil videre som en mulig kunde hos oss. Vi er ikke noen som skal ut på et eller annet ideelt tidspunkt fordi vi er ikke medeiere. Vi er aldri på eiersiden.

Vi blir jo glade når en bedrift som før var en mulig stjerne, blir det! Bedriften går så godt at de kvitter seg med lånet og klarer seg selv.

Exit for oss i et utvidet begrep er at de får det til så godt at de trenger ikke verken lån eller tilskudd.

### **Respondent 3, Investeringsdirektør i bank**

#### *Spørsmål 1: Hvordan vurderer du potensielle venture muligheter?*

Investeringene er ca 500 mill i aksjer og vel 100 mill i ventureinvesteringer. På venturesiden har vi investert i [REDACTED] og i [REDACTED]. Vi fikk også spørsmål om å være med å etablere [REDACTED]. Den første plansjen vi fikk presentert var ”I fylket – for fylket”. Vi er ikke interessert i å være med i beskjeftigelsesprosjekt der vi skal finne ut om utkommet til befolkningen, at de ikke skal flytte ut fra enhver bygd.. Vi kan ikke være med å opprettholde arbeidsplasser som ikke er lønnsomme. Vi vil bare investere i de bedriftene som gir lønnsomhet.

Vi er bare en person. Dette begrenser hva vi kan ha av innsikt i de ulike næringer. Derfor investerer vi fortrinnsvis gjennom andre fond.

Vi tar i prinsippet ikke hensyn til geografi, men alle våre investeringer i fond er gjort i fond som forvaltes fra Vestlandet, og som i hovedsak er fokusert mot industrier eller næringer som er store i vårt område. Pengene er gjerne investert i andre deler av landet, men de er forvaltet fra Vestlandet. Vi har investert i Industrivekst i Stavanger og de har plassert penger rundt om i landet. De står fritt, men næringene de skal investere i er energinæringer. Det kan godt være at de gjør gode penger på å investere i Barentshavet. Det aksepterer vi fullt ut, men energisektoren er viktig for Vestlandet.

Ut fra risikospredningstankegangen står vi fritt til å investere i flere sektorer, men sektorer som er viktig for Vestlandet er prioritert. Vi har investert endel i marin sektor. Vi har også investert i [REDACTED] som står fritt til å investere i Spania for den saks skyld.

Når det gjelder avkastning, sjekker vi om det er marked for dette produktet. Kan de oppnå en bunnlinje som sier at her skal de ha 1 mill. igjen, her skal de ha 2 mill igjen og her 5 mill igjen. Vi ser på om det skal kunne gi en forrentning, men ikke slik som for eksempel [REDACTED] som ikke investerer om de ikke får igjen 12% på investert kapital. Jeg begriper ikke hvordan de kan finne det ut! De lager modeller, men om det er hold i modellene eller i det underliggende tallmaterialet har de ingen muligheter til å vite. Vi ser ikke så mye på budsjetter. Vi ser om det er en vekst i markedet og om det er sannsynlig at de kan oppnå en del av dette. Det viktige er at vi tror at denne personen kan få dette til. Fokus på avkastning, risiko, marked og person. Person er veldig høyt oppe i våre vurderinger, og vi har gjennom

vårt nettverk god lokalkjennskap. Vi fikk for eksempel forespørsel om lån til en fiskebåt – der lokalbanken anbefalte lån ikke på grunn av forretningsplan og forrentning, men fordi de kjente både faren og bestefaren til søkeren, og de var alle gode fiskere!

Vi fikk en henvendelse forleden dag, [REDACTED]. Vi fikk spørsmål om vi ville være med, med en preferanse på å kjøpe 10%. Da måtte vi være litt bank for [REDACTED] også. [REDACTED] er god på markedsføring, kundepleie og på å fortelle hvorfor de skal bruke [REDACTED] og ikke [REDACTED]. Jeg er sikker på at det blir en suksess, men vår beslutning falt ned på nei-siden. Er det vår oppgave å være med å etablere en konkurrent? Det var litt feil adresse å kommet til oss. Vi tror på konseptet og investor, men vill ikke være med å løse problemene med å etablere en konkurrent til oss selv.

Vi er ikke med i en oppstartsfinansiering, vi går aldri inn så tidlig. Vi har for eksempel fått spørsmål fra [REDACTED]. Dette var for tidlig for oss. Vi må ha en utviklet løsning. Når det gjelder direkte investeringer har vi investert direkte i eksempelvis [REDACTED]. Dette er relativt nyskapende og gjelder produksjon av torskeyngel som krever utrolig mye forskning for å få den til å leve. Det krever lang forskning, man trodde det var løst i -92, og jobbet så i enda 14 år. Nå mener man at man har løst det. Det er lagt ned mye penger og mye forskning på å få denne torskeyngelen til å overleve de første 75 dagene. Er den over denne krisen så klarer den seg. Hvorfor gikk vi inn,- jo fordi vi hadde tro på Eidesvik og at de skulle få det til. Dette er en kunnskapsintensiv utvikling og samtidig bygger vi på kjennskap og tiltro. Når det gjelder Eidesvik sitt torskeoppdrettsanlegg var vi med og finansierte, ikke investerte. Denne gangen gikk det på person, ikke innovasjon.

*Spørsmål 2: Hvordan vurderer du utsiktene for selskapets forretningsmodell?*

Vi har ikke særlig forutsetning for å vurdere dette. Det er her vi må støtte oss til andre. For eksempel investering gjennom [REDACTED]. Når [REDACTED] nå kommer så vet vi at det å jobbe med bedrifter koster uhyre med tid.

Vi ser mest på markedet, om det er et marked. For eksempel da vi kjøpte aksjer i [REDACTED], som har en metode for en enkel [REDACTED], for eksempel så var det vedtatt at hele den engelske befolkningen, mannlige på 60 – 70 år skal screenes. Det samme vedtaket var gjort i Frankrike og det samme i Italia. Da visste vi at de var de eneste som hadde dokumentert at de hadde en metode til å gjøre det på, men at de ikke hadde fått innpass i

England, Frankrike og Italia. De har et enormt potensial dersom de får et vedtak på at alle i England for eksempel skal screenes med [REDACTED] sin metode

Folk kommer til oss med egne presentasjoner om hvordan de vil utvikle ideen sin. De har oftest skrevet en forretningsplan. Om vi får en dokumentasjon, forretningsplan, på 100 sider har vi ingen mulighet til å vurdere kvaliteten av den. Vi leser sammendraget. Om det er noe vi vil se nærmere på kan vi slå opp og bruke det som et oppslagsverk. Vi har et annet eksempel på at oppfinner som ikke hadde noen forretningsplan. Han hadde oppfunnet et nytt [REDACTED] med en fungerende prototyp. Vi kunne sjekke med [REDACTED]. Han ringte sikkerhetssjefen på [REDACTED] som bekreftet att sånn var det. Han kunne lage en antenne som kostet 2-300 000 og som alle kunne ta i bruk. Dette er godt nok for oss. Han fikk hjelp til å finne en forretningsutvikler, en konsulent som han brukte en del. Så kommer han en dag å sier at han har fått den kapital han trengte. Det var et ventureselskap som kom inn. Vi prøvde å få de eksisterende [REDACTED] interessert, bl.a. Kongsbergmiljøet med [REDACTED], men nei,- de tjente nok på sitt eget. Vi vil ikke hive ut en person på manglende slips eller manglende forretningsplan, vi vil forsøke å hjelpe han. Her fikk han all den hjelp han trengte, men ikke venturekapital for det fikk han fra andre, og vi fikk en kunde. Dette er en person vi ellers naturlig ville sluse over til [REDACTED].

### *Spørsmål 3: Hvilken "due diligence" gjennomfører du?*

Vi ser gjerne at denne prosessen er gjennomført av andre i den grad det kommer til investeringer. Om det foreligger en uttalelse fra en revisor eller en advokat som bekrefter at forholdene er rette på det prosjektet vi får presentert. På teknologi kan vi ikke gjøre så mye.

Vi henter gjerne inn referanser, men dette er mindre forpliktende.

I realiteten gjør vi due diligence i forhold til marked og team. I et prosjekt så vi at en av personene bak hadde fått en dom for økonomiske misligheter i en tidligere sak. Vi går inn og sjekker, og sjekker gjerne med kollegaer om de vet noe om personene.

Men dersom du skal ha lån i banken går du gjennom en atskillig verre prosess enn om du skal ha egenkapital.

### *Spørsmål 4: Hvilke prosesser gjennomfører dere før dere tar en endelig beslutning om å eventuelt investere i et selskap?*

Vi har nok en prosess, men den er ikke nødvendigvis alltid synlig og strukturell. Vi gjennomfører ingen stor analyse enten det er børsnoteret selskaper vi investerer i for eksempel [REDACTED]. Vi mener at det skal være en fri og uavhengig presse på Vestlandet. Vi går ikke inn å vurderer hvilke verdier som ligger bak hver aksje. Det kunne vi lett ha gjort.

Vi er flere som tar beslutning sammen. Jeg har fullmakter innenfor et visst område, men utover det må jeg ha med andre. Vi har mye ekspertise i huset om vi ønsker å bruke den.

Jeg kan ikke si noe om hvor lenge det kan gå før vi må avvise et prosjekt, men dersom jeg blir sittende med det for lenge så er prosjektet for usikkert.

#### *Spørsmål 5: Hvilke finansielle analyser gjennomfører du?*

Vi har egentlig ingen metode for å vurdere soliditet, eller for finansielle analyser. Men jo tynnere et prosjekt er, jo mer egenkapital skal det være. Du får ikke finansiert de helt nye prosjektene. Da er det å gå den tunge veien da, mot Innovasjon Norge og de som finansierer sånt. Dette er en tung byråkratisk vei å gå. Skal tilfredsstille de og de kriteriene. Du får om du kommer fra den ene siden av fjorden men ikke fra den andre. For de regionale såkornfondene så skal det være A,B og C kommuner som du ikke investerer i, men D kommuner som du kan investere i. En god ide, om den kommer fra Masfjorden eller fra Lindås, bør være det samme. Vi har mye ekspertise på huset og utrolig mye ekspertise i analytisk miljøet. De leverer bransjeanalyser, makroanalyser og spesialanalyser på hvert enkelt selskap.

Se eksempelvis på Nera – og lurer på hva Nera er for noe. Vanskelig for en bankmann å forstå produkt og marked her. Lykkes de eller lykkes de ikke, og hva er risikoen for å gå inn der. Når vi ser det er Folketrygdfondet, det er Orkla og det er 7 aksjefond som er storaksjonær i Nera. Det er flott at Ericsson har 20% i Nera, og når Ericsson tenker at når vi har behov for noe som Nera kan så tar vi kontakt med Nera for å få gjort jobben. Dette betyr at Nera har gode relasjoner og godt omdømme. Tidshorisonten for produktene er derimot kort. De må ha kontinuerlig produktutvikling og en stor forskingsavdeling. Alt dette teller med i en vurdering.

#### *Spørsmål 6: Hvilken rolle spiller risiko i dine vurderinger?*

Risiko i en bank er at vi snakker mye mer om de pengene vi taper enn de pengene vi tjener. Innenfor kjernevirksomheten ser vi at rentemarginene faller. Vi vokser i volum, men vi tjener

ikke en krone mer. Hvor skal vi tjene mer penger? Aksjemarkedet kan være et slikt sted om vi ønsker det, men vi er oppmerksom på at det er risiko å være med i et marked. Om du er eksponert i et marked kan du tape penger. Du klarer ikke å unngå det hele tiden. Bankens holdning er at det er langt viktigere å ikke tape penger enn å tjene penger. Jeg ville gjerne tatt mer risiko, men bankens holdning er motsatt. Vi har etablert oss i et vardipapirmarked og alle transaksjonene som ligger rundt. Vi er aksjonærer i [REDACTED] og [REDACTED] og tjener vi penger på alle [REDACTED]. Dette er et bilde på risiko, og hvor vi kan være med uten å ta særlig risiko. Risikoen med å være med i [REDACTED] er forankret helt til topps i organisasjonen. Vi er med og stiller egenkapital til rådighet for uetablerte bedrifter også. Har kan vi tape penger, med åpne øyner. Derfor ønsker vi en spredning på de investeringene vi gjorde innenfor venture og såkorn, og det har vi gjort i det vi har noe her og noe der. Spred på sektorer og innenfor områder som er tunge på Vestlandet. Vi tar risiko på en del av kapitalen men ikke på alt.

Gjennom venturemiljøet på 80-tallet lærte, vi ved investering i USA, spesielt med investeringer i Silicon Valley, at investeringer er risikofylte. Vi investerte i 15 selskaper, 13 av dem gikk ikke. De andre 2 ga så mye at vi fikk pengene våre tilbake, men vi tjente ikke penger på det. Vi klarte ikke å skille de dårlige fra de med suksess den gangen.

For øyeblikket står vi for 20% av bankens resultat og forvalter 1% av bankens kapital. Dette er en viktig del inntjeningsmessig for banken. Men risikoen skal være relativt beskjeden i denne aktiviteten.

*Spørsmål 7: Hvilke tanker har du om en framtidig exit?*

Argentum ga ikke penger til Bergen fordi de ikke kunne dokumentere at det var gjort noen gode exiter. Det er der suksessen blir bekreftet. Vi går ikke inn uten muligheter for exit.

Det er kjekt å fortelle om Highteck Vision, som etablerte et fond som heter Energivekst. De fikk inn 400 mill. kr. Fra private investorer og 300 mill kr fra Argentum. De hadde til sammen 690 mill kr som kommittert kapital. Så ble det kalt inn kapital etter hvert som de gjorde investeringer, og de to første de gjorde i 2004 brukte de 125 mill kr. De to selskapene solgte de etter ca. 2 år og fikk 935 mill. tilbake. Vi hadde betalt inn 0.7% av fondet, og av den en mill vi hadde betalt inn fikk vi 6 tilbake.

Vi er ikke så veldig interessert i å få børsnotert selskap. Oppkjøp er minst like interessant. Eksempel er innen marin sektor der et lite ventureselskap som heter Marinevekst investerte i et selskap med hovedkontor i Ålesund og kjøpte ansvarlig konvertibel kapital for ■ mill kr. I juli. I oktober kom ■ og betalte ■ mill. Det som var kjent var at laksenæringen kunne bli god framover, det var analyse på det at det var et godt marked, men ikke at ■ vil komme tungt inn.