



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2017 30 stp
Norges miljø- og biovitenskapelige universitet
Handelshøyskolen

Kompetent kapital fra innsiden – en analyse av entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv

Competent capital from the inside - an analysis of the perspectives of the entrepreneur, the business angel and the venture capitalist

Camilla Andersen Rødsrud
Entreprenørskap og innovasjon

FORORD

Endelig kan jeg si at jeg har levert min masteroppgave om kompetent kapital, hvilket markerer avslutningen på masterstudiet i Entreprenørskap og innovasjon på Handelshøyskolen, NMBU. En oppgave som for meg skulle bli både større og mer kompleks enn hva jeg så for meg da jeg hoppet på toget og startet reisen. Motivasjonen fant jeg i det spennende startup-miljøet jeg selv har fått vært så heldig å jobbe i.

Oppgaven har bidratt til at jeg har fått intervjuet utrolig kompetente og spennende personer, som velvillig har delt sine meninger og tanker med meg, og av den grunn håper jeg også disse finner interesse i denne oppgaven.

Jeg vil starte med å takke dere informanter for at dere tok dere tid til å dele deres tanker og erfaringer med meg, for uten dere ville jeg ikke hatt gleden av å kunne ta et dypdykk ned i morsomme historier på jobb, utfordringer man har stått ovenfor, men aller viktigst, den utrolige gleden dere utstråler fra å gjøre det dere holder på med, være seg om det er som entreprenør, investor, eller begge deler. Hadde dette vært en litt annen oppgave, skulle jeg så gjerne fått med så innmari mye mer av det bra dere tenker og det pågangsmotet som kom frem. Jeg er utrolig takknemlig for all lærdom og for å få bli kjent med så dyktige mennesker!

Jeg ønsker også å takke alle de personene som for meg har vært døråpnere til mulige respondenter, samt alle mine kollegaer, som har vært tålmodige med meg, hatt troen på meg og latt meg få ro når jeg har vært langt nede i det jeg kaller «masterkoma». Dere vet hvem dere er. En spesiell takk til dere som satte meg i kontakt med eller ga meg kontaktdata til deres personlige nettverk.

Jeg vil også gjerne takke Silja Korhonen-Sande, min veileder, for gode innspill og betryggende ord i perioder fylt med oppturer og nedturer, som har måttet være både en faglig veileder og til tider personlig støtte. Jeg ønsker også å takke min lærer, Elin Kubberød, for å ha pushet meg i tøffe tider. Videre vil jeg takke familie og venner som har stått ved min side og hatt troen på meg.

Denne oppgaven er til for gründeren/entreprenøren og investoren, og jeg håper den kan bidra til at disse får en bedre forståelse, om ikke en bekreftelse, på deres forståelse av tilbyder / mottaker og hva det faktisk innebærer å søke eller tilby kompetent kapital. Forhåpentligvis er det noen som lærer noe nytt også.

God lesing og takk for meg!

Ås, 2017

Camilla A. Rødsrud

SAMMENDRAG

Denne masteroppgaven er en kvalitativ case studie av «kompetent kapital» belyst fra entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv. Kompetent kapital kan i brede termer forstås som en investering der en investor bidrar med sin finansielle, humane og sosiale kapital. Denne studien foreslår dog en moderert definisjon, som innebærer viktigheten av å forstå risikoen man tar på seg i tidligfaseselskaper: *Kompetent kapital omhandler evnen til å benytte kompetanse, erfaring og nettverk (sosial og human kapital) og eventuelt finansiell kapital til å møte entreprenørens behov og håndtere risikoen et tidligfaseselskap står ovenfor i nåværende tidspunkt og lenger fremme.*

Hensikten med studien har vært å gi innsikt i aktørenes opplevelse av kompetent kapital og hva som kreves av dette, for å best mulig kunne dra nytte av denne type investeringer. Studien får bekreftet mye tidligere litteratur, men presenterer i større grad kompetent kapital fra et norsk perspektiv. Den får frem både forståelsen av kompetent kapital, motivasjonen for å bistå med og søke kompetent kapital, hvordan investor tilfører verdi og opplevelse av involvering og relasjon, samt utfordringene man møter på og hvordan disse unngås/løses. Masteroppgaven er designet og gjennomført med problemstillingen: *Hvordan forstås «kompetent kapital» av entreprenøren, engleinvestoren og venturekapitalisten og hva kreves av denne type investering?*

Studien skaper også en forståelse av entreprenørens perspektiv som i tidligere studier ikke har blitt viet like mye oppmerksomhet, samt skaper en forståelse av engleinvestorene som kommer fra et miljø preget av lite formalitet, hemmelighet og av og til ukjente nettverk. Denne studien inneholder funn som kan være både interessant for praktikere og akademikere. Førstnevnte i forhold til forståelse av hvordan man kan realisere potensialet i kompetent kapital, og teoretikere som en arena for videre forskning og spørsmål ved tidligere litteratur. Studien presenterer noen interessante funn: Kompetent kapital er hva man tilbyr og hvordan man gjør dette. Kompetent kapital krever en forståelse av risikoen, og krever en gjensidig forpliktelse fra entreprenør og investor. Det finnes også demotiverende faktorer for å søke kompetent kapital, og domeneerfaring oppleves som kortvarig. Match i relasjon og mellom behov og tilbud, kan ha påvirkning på hvordan kompetent kapital oppleves. Investorene finner motivasjon i anerkjennelse og få lov til å være med til å bygge opp selskapene, det gjelder også venturekapitalistene. Studien indikerer at entreprenørene har en rolle å spille i hvordan kompetent kapital tilføres.

Studien har sine begrensninger knyttet til uklare faktorer som spiller inn på opplevelsene med kompetent kapital, generelle tilnærminger i datainnsamling, retrospektivitet, samt analytiske svakheter. Studien bunner likevel ut i en rekke anbefalinger for videre forskning, hvor innledende forventninger, kjønn, entreprenørens påvirkning på den kompetente kapitalen og kompetent kapital som en personlig eiendel hos investor, er spesifikke områder som en kan utforske nærmere. Videre forskning anbefales for å se på kompetent kapital utveksling over tid og i dyader. Det vil forhindre retrospektive refleksjoner, men skape en forståelse og opplevelse av faktisk utveksling av kompetent kapital i sanntid og i relasjon over tid.

ABSTRACT

This Master Thesis is qualitative case study of “competent capital” seen from the perspectives of the entrepreneur, the angel investor and the venture capitalist. Competent capital can in broad terms be understood as an investment where the investor invests his/her financial, human and social capital. This study suggests a moderated definition, which involves the importance of understanding the risk one is taking when investing in early stage companies: *«Competent capital” is about the ability to exploit competence, experiences and network (social and human capital), and perhaps financial capital, to meet the needs of the entrepreneur and handle the current and future risk faced by an early-stage company.*

The purpose of this study is to provide insight into the players’ experiences with competent capital and what is needed from this competent capital, so one can exploit the opportunities that it represents. This study supports past literature on the topic, but presents competent capital from a Norwegian perspective. It touches upon the understanding of competent capital, motivational factors behind supply and demand of these kind of investments, how an investor adds value, involvement and relations, as well as the challenges one faces and how these are avoided/resolved. The Master Thesis is designed and conducted with the following main research question in mind: How is “competent capital” understood by the entrepreneur, the angel investor and the venture capitalist and what is demanded by this kind of investment?

The study provides an understanding of the entrepreneur’s perspective, which has not received much attention in previous studies, as well as an understanding of the angel investors who operate in an environment with little formality, secrecy and sometimes unfamiliar networks. This study presents findings which might be interesting for practitioners and academicians. The former might gain an understanding of how they can tap into the potential of competent capital, whilst the latter might find some interest in the recommendations for future research as well as the questioning of past literature. The study presents some interesting findings: Competent capital is about what one offers and how it is offered. Competent capital demands an understanding of the risk, and demands a mutual commitment from the entrepreneur and the investor. There are factors that can demotivate the demand for «competent capital”, and the specific knowledge investor is perceived short-lasting. The understanding of competent capital seems to be affected by the match in the investor-entrepreneur relationship as well as between needs and offering. Both angel investors and venture capitalists are motivated by recognition and the ability to develop the companies. The study indicates that the entrepreneur plays a role in how competent capital is applied.

Study limitations include unclear factors that might affect the experiences with competent capital, a general data collection approach, retrospectivity and analytical weaknesses. The study does however end with some recommendations for future research, which cover initial investment expectations, gender, the entrepreneur affect and competent capital as a personal asset. It is recommended that research is conducted over time and of dyadic relationships, to avoid retrospective reflections and create an understanding of supply and demand of competent capital in real-time and in relations over time.

MASTEROPPGAVENS INNHOLD

Forord	i
Sammendrag	ii
Abstract	iii
Kapittel 1: Introduksjon	1
Kompetent kapital - «make it or break it» for tidligfaseselskaper	1
Problemstilling	4
Oppbygning av oppgaven	5
Kapittel 2: Teoretisk grunnlag	5
Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?	5
1.1 Definisjon av kompetent kapital	5
1.2 Motivasjon for å søke/tilby kompetent kapital	7
Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?	11
2.1. Verdiltilførsel	11
2.2. Relasjon og Involvering i tilførsel/mottak av kompetent kapital	15
Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?	18
3.1. Potensielle utfordringer	18
3.2. Potensiell reduksjon av utfordringer	24
Kapittel 3: Metode	27
3.1. Valg av forskningsfilosofi og -design: Kvalitativ casestudie fra et realistisk perspektiv	28
3.2. Valg av informanter	29
3.3. Metode for datainnsamling: individuelle semi-strukturerte dybdeintervjuer	31
3.4. Datatanalyse	33
3.5. Pålitelighet, troverdighet, bekreftbarhet og overførbarhet	40
3.6. Etikk	42
Kapittel 4: Resultat og analyse	42
Entreprenørens perspektiv	43
Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?	43
Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?	51
Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?	60
Engleinvestors perspektiv	70
Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?	70
Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?	74
Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?	79
Venturekapitalistens perspektiv	84
Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?	84
Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?	87
Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?	91
Kapittel 5: Diskusjon og teoretiske implikasjoner	97
Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes/tilbys dette?	97
Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?	105
Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan kan disse løses?	110
Kapittel 6: Praktiske implikasjoner, svakheter ved studiet og anbefaling til videre forskning	117
Praktiske implikasjoner	117
Svakheter og begrensninger ved studien	119
Anbefaling til videre forskning	120
Kapittel 7: Konklusjon og svar på problemstilling	122
Referanser	124
Appendix	128
Vedlegg 1 - Sammenheng mellom forskningsspørsmål, teori og intervjuguide	128
Vedlegg 2 – Navn på respondenter	130

OVERSIKT OVER FIGURER

Figur 1 - Perspektiver og forskningsspørsmål	4
Figur 2 Overordnet koding når en ser bort fra alle mellomsteg	34
Figur 3 Illustrasjon av fargekoding og sortering av tekstutdrag med tilhørende initle koder og tanker	36
Figur 4: Forenkling av data - kategorisering - ny koding – tolkninger	37
Figur 5: Kryss-analyse og felleskoding for endelig oppsummering av funn og perspektiver (figuren presenteres i sladdet form)	37
Figur 6 - Kryssanalyse eksempel - sladdet.....	38
Figur 7 - Overordnede perspektiver satt opp mot hverandre.....	39

OVERSIKT OVER TABELLER

Tabell 1 Tilpasset rammeverk basert på Politis (2008, s.139)	12
Tabell 2 Investors verdiaktiviteter (Politis, 2008; Large & Muegge, 2008; Fili & Grünberg, 2016)	13
Tabell 3 Sammenheng mellom aktiviteter, teoretisk grunnlag og potensielle utfordringer avdekket i litteratur	19
Tabell 4 Sammenheng mellom verditilførsel, teoretisk grunnlag, potensielle utfordringer, konsekvenser og håndtering.....	24
Tabell 5 Informantprofiler.....	30
Tabell 6 Tiltak for å øke pålitelighet, troverdighet, overførbarhet og bekreftbarhet i studien.....	42
Tabell 7 Entreprenørenes forståelse av kompetent kapital - resultat og analyse.....	43
Tabell 8 Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital - resultat og analyse	45
Tabell 9 Entreprenørens motivasjon for å søke kompetent kapital – resultat og analyse	47
Tabell 10 Investors verditilførsel sett fra entreprenørens perspektiv – resultat og analyse	51
Tabell 11 Opplevelse av involvering - sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse	56
Tabell 12 Utfordringer sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse	61
Tabell 13 Reduksjon av utfordringer - sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse	67
Tabell 14 Engleinvestorens forståelse av kompetent kapital - resultat og analyse	70
Tabell 15 Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital - resultat og analyse	71
Tabell 16 Engleinvestorens motivasjon for å søke kompetent kapital – resultat og analyse.....	72
Tabell 17 Investors verditilførsel sett fra engleinvestors perspektiv – resultat og analyse	74
Tabell 18 Opplevelse av involvering og relasjon - sett fra engleinvestorens perspektiv - resultat og analyse	76
Tabell 19 Utfordringer sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse	79
Tabell 20 Reduksjon av utfordringer - sett fra engleinvestorens perspektiv - resultat og analyse	82
Tabell 21 Venturekapitalistens forståelse av kompetent kapital (Definisjon) - resultat og analyse	84
Tabell 22 Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital - resultat og analyse	85
Tabell 23 Venturekapitalistens motivasjon for å søke kompetent kapital.....	85
Tabell 24 Investors verditilførsel sett fra venturekapitalistens perspektiv – resultat og analyse	87
Tabell 25 Opplevelse av involvering - sett fra venturekapitalistens perspektiv - resultat og analyse.....	89
Tabell 26 Utfordringer sett fra venturekapitalistens perspektiv - resultat og analyse	91
Tabell 27 Reduksjon av utfordringer - sett fra venturekapitalistens perspektiv - resultat og analyse.....	95
Tabell 28 Litteratur, funn og implikasjoner - Definisjon og motivasjon bak kompetent kapital	97
Tabell 29 Tilbakeblikk på verditilførsel gitt litteraturgjennomgang	105
Tabell 30 Litteratur, funn og implikasjoner - Verditilførsel, involvering og relasjon.....	105
Tabell 31 Litteratur, funn og implikasjoner - Potensielle utfordringer og løsninger	110

KAPITTEL 1: INTRODUKSJON

Kompetent kapital - «make it or break it» for tidligfaseselskaper

Ettersom oppstartsselskaper spiller en stor rolle for verdiskapning i samfunnet og representerer en viktig komponent for å forstå utvikling i norsk økonomi (Vinje 2014) er det naturlig at mye forskning gjerne belyser tiltak som kan gagne disse, fra et policy-perspektiv (Fjellheim 2015; Grünfeld et al. 2010; Langeland 2010; OECD 2011; Vinje 2014). Politikere, praktikere og forskere ser ut til å stadig fokusere på viktigheten av å tette finansieringsgapet i det som betegnes for «dødens dal» (Fjellheim 2015; Grünfeld et al. 2010). Dette betegner stadiet der selskapet har kommet seg forbi sine aller første finansieringsutfordringer med hjelp fra venner, familie, egne oppsparte midler og eventuelle offentlige støtteordninger, men nå skal vokse og ikke bare står ovenfor et finansieringsgap (Fjellheim 2015; Vinje 2014), men også et «operasjonelt gap» med mangel av ekspertise og kompetanse og verdifullt nettverk (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017). På bakgrunn av dette, har det blitt viktigere å vektlegge «kompetent kapital», der investor går inn med både finansiell kapital og human og sosial kapital i en kritisk fase (Vinje 2014). Human kapital omhandler en persons egenskaper og opparbeidede erfaringer, mens sosial kapital handler om en persons sosiale relasjoner og evne til å bygge disse (Adler & Kwon 2002; Politis 2008). I denne fasen er det spesielt interessant å se på engleinvestorer (velstående privatpersoner) (BA'er) og ventureselskaper (investorer på vegne av private, gjerne fond) (VC'er) fordi disse kommer med kapital, men også, i mange tilfeller foretar aktive investeringer, der de st eller krav til kapitalen og/eller selv går aktivt inn å gjør en innsats for selskapet (Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008; OECD 2011; SæTRE 2003; Sørensen 2007; Vinje 2014). Viktigheten av særlig engleinvestorer omhandler deres evne til å ta risiko i tidligste faser, selv om man nå også ser at venturekapitalister beveger seg inn her (DNB 2016; Hellmann & Thiele 2015; Kim & Wagman 2016; Mason 2008).

Det er lett å la seg henge opp i rammevilkår for private investeringer som hittil ikke har støttet oppom risikoinvesteringer av tilsvarende sort, med høye skatter som fører til investeringer i eiendom, og dermed reduserer tilgangen på privat kapital (Ras-Vidal 2016; Vinje 2014). Dersom disse investorene kan bidra med kompetent kapital, går man dermed glipp av mulige verdifulle investeringer. Denne oppgaven har dog en litt annen tilnærming, ved å se på kompetent kapital fra innsiden gjennom linsen til tilbyder og mottaker. Det er viktig, fordi en rapport publisert av DNB i 2015 med hjelp fra Menon Business Economics (DNB 2015), viser at norske oppstartsselskaper kan ha behov for drahjelp. Av selskaper som ble startet opp i 2003, var kun halvparten fremdeles levende i 2013 (DNB 2015). Samtidig er det interessant å forstå hva denne hjelpen egentlig består i og hva aktørene legger i den kompetente kapitalen. Ettersom nyere undersøkelser viser et økende tilbud av og etterspørsel etter kompetent kapital, men at hva som tilbys og etterspørres ikke alltid samsvarer (DNB 2016), er dette et klart rom for kvalitativ forskning.

Ved å inkludere perspektivet til både tilbyder (engleinvestor og venturekapitalist), samt mottaker (entreprenør / gründer som representant for oppstartsselskapet), håper jeg gjennom denne studien å tette noen gap rundt forståelsen av kompetent kapital som ser ut til å eksistere i avdekket litteratur. Samtidig ønsker jeg å bringe til

bordet en forståelse av norske entreprenører, engleinvestorer og venturekapitalister. For å få til det er det noen viktige faktorer som bør belyses:

For det første krever det å kombinere gründer/entreprenørens perspektiv med investorens perspektiv og det finnes noen tilfeller der entreprenørens interesse og relasjoner mellom entreprenør og investor får noe oppmerksomhet (Bjørgum & Sørheim 2015; Brettel et al. 2013; De Clercq et al. 2006; Kaiser et al. 2007; Madill et al. 2005; SæTRE 2003; Zacharakis et al. 2010). Noen forskere har også utarbeidet grunnleggende anbefalinger til entreprenøren når det gjelder venturekapitalfinansiering (Kaiser et al. 2007) eller eksempelvis en oversikt over ulike investorer og deres involvering (De Clercq et al. 2006). Likevel har entreprenørens rolle fått lite oppmerksomhet når det gjelder mottak av denne type ressurser (Faber et al. 2016; Macht 2011) og Macht (2011) vier i sin studie stor oppmerksomhet til daglig leders rolle (som i denne oppgaven vil brukes om entreprenør/gründer). Studier på aktiviteter i etterkant av investering har i hovedsak blitt belyst fra en venturekapitalists og i økende grad en engleinvestors perspektiv (Park & Steensma 2014). I mange tilfeller skiller ikke disse studiene på investors verditilførsel og involvering, og dermed entreprenørens opplevelse og mottakelse av dette (De Noble 2001; Macht 2011). På lik linje med tidligere akademia, ønsker jeg å ta for meg viktigheten av investors bidrag også sett fra entreprenørens perspektiv (Bjørgum & Sørheim 2015; SæTRE 2003) og entreprenørens rolle i mottak av kompetent kapital har vært å bygge videre på i denne oppgaven. Dette fordi det økte fokuset på viktigheten av dette bør belyses fra den som skal dra nytte av det og har erfaring med dette.

Skal en forstå seg på kompetent kapital, må en også forstå seg på aktørene som tilbyr dette. Det er mer systematisk data på venturekapitalisters involvering i selskaper de har investert i, og flere forskere på engleinvestorer velger å benytte litteratur på venturekapital for å skape bedre innsikt (Macht 2011; Söderblom et al. 2016; Wiltbank 2005). Selv om det i nyere tid har fremkommet systematiske oversikter over engleinvestorer på grunn av nettverk og grupper, eksisterer det fortsatt utfordringer knyttet til representativitet for den øvrige populasjonen (Mason 2016). Tidligere kartlegging av og forskning på engleinvestorer fra et norsk perspektiv har bunnset ut i policy-anbefalinger og viktigheten av engleinvestorer som bidragsytere til kompetent kapital (Grünfeld et al. 2010; Reitan & Sørheim 2000). Etersom hvordan engleinvestorer involverer seg i etterkant av investeringen gjerne har blitt karakterisert som «et sort hull» (De Clercq & Manigart 2007; Fili & Grünberg 2016), er også kvalitativ forskning på dette området interessant og berikende for teori på emnet. Fordi det også er lite teorigyrt forskning på området rundt engleinvestorer (Fili & Grünberg 2016) er det hensiktsmessig å kombinere det vi vet fra litteraturen med eksplorativ forskning for å skape en forståelse av motivasjonen hos denne gruppen som faktisk bidrar med risikokapital. Nyere forskning på engleinvestorer og emnet ser også ut til å i hovedsak skape forståelse av tidligere empirisk forskning enn å selv forske på informanter (Fili & Grünberg 2016; White & Dumaj 2017).

Det er også lite forskning som omfatter forholdet mellom engleinvestoren og entreprenøren og nyere litteraturgjennomgang viser at dette også er et rom for videre forskning (Collewaert 2016; White & Dumaj 2017). Det er ikke nødvendigvis slik at verdien som tilføres er en énveistransaksjon (f.eks Fili & Grünberg 2016; Huang &

Knight 2017; Macht 2011; Politis 2008), men relasjonen mellom partene og entreprenørens ønske / evne til å motta dette bør vies større oppmerksomhet (Huang & Knight 2017; Macht 2011).

For det andre, og i tilknytning til det første gapet, er det lite forståelse av partenes forventning til relasjon og den kompetente kapitalen, samt hvordan sosiale ressurser utveksles. Det har til min kunnskap vært få studier som har sett på hvilke forventninger de ulike partene har til investor/entreprenør i en faktisk relasjon, foruten Mason og Harrison (1996) som var noe inne på dette. Det har vært viet lite oppmerksomhet til forståelse og forventning av relasjon mellom investor og entreprenør, samt de instrumentelle og emosjonelle faktorene som spiller inn på dette (Huang & Knight 2017). I relasjonen mellom investor og entreprenør utveksles både finansielle og sosiale ressurser (eksempelvis nettverk og kompetanse), og relasjonen i seg selv kan ha mye å si for utbyttet dette gir begge parter (Huang & Knight 2017). Det er lite forsket på hvordan entreprenøren for eksempel gir sosiale ressurser tilbake til investor, f.eks. gjennom å kunne være en del av «det neste store» (Huang & Knight 2017). Utveksling av sosiale ressurser tilbake til investor er et område for forskning, og gjennom å eksplorativt se på motivasjon for investering og opplevelse partene har av den andre part i relasjon, belyser jeg noe av dette i denne oppgaven.

Huang og Knight (2017) oppsummerer tidligere forskning på en god måte, der de mener at forholdet mellom entreprenør og investor har blitt sett på fra 1 av 2 måter. 1) Entreprenører har et behov og jobber aktivt for å signalisere sin verdi for å få tak i investorer eller 2) Investor har et behov og tolker selskapene og ser om de dekker dette. Fokus har vært viet til hvordan de finner hverandre eller i stadiet før neste investeringsrunde, men få har viet fokus til hvorfor og hvordan selve utvekslingen av ressursene foregår. Sett i lys av kompetent kapital, omhandler det da ikke bare hvordan investor objektivt kan tilføre verdi, men relasjonen hvor dette faktisk skjer og entreprenørens mottak. Huang og Knight (2017) kommer heller ikke helt til bunns i hvilke emosjonelle forventninger investor og entreprenør har til hverandre og hvordan disse innfris.

For det tredje og for å gi mening til ovennevnte omhandler det å gjennomføre kvalitativ forskning, og på den måten skape en forståelse av hvilke erfaringer som kommuniseres, gjennom dybdeintervjuer med erfarne mennesker på området. Tidligere har norske engleinvestorer blitt studert blant annet gjennom eksplorativ forskning i pre-investeringsfasen (Sørheim 2003), gjennom case studie sett fra entreprenørens perspektiv (SæTRE 2003), mens andre har undersøkt nordiske entreprenørs perspektiv på «smart kapital» (Bjørngum & Sørheim 2015). Denne oppgaven benytter altså kvalitativ forskning for å belyse både tilbyder- og mottakersiden av kompetent kapital slik de forstår og opplever fenomenet.

Gjennom denne oppgaven har jeg forsøkt å ta for meg disse gapene. Jeg tror at dette er med på å skape en større forståelse av kompetent kapital og hvorfor det er viktig for investor og oppstartsselskap som tilbyder og mottaker, og ikke bare fordi det bidrar til positiv utvikling i makroøkonomien. Videre, fordi kompetent kapital kan dra med seg utfordringer sett fra både entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv, skaper også denne oppgaven en forståelse av hvorfor noen entreprenører ser på involvering som invadering (De Noble 2001; Macht 2011), mens andre ser på dette som rådgivning og mentorering (f.eks. Politis 2008).

Problemstilling

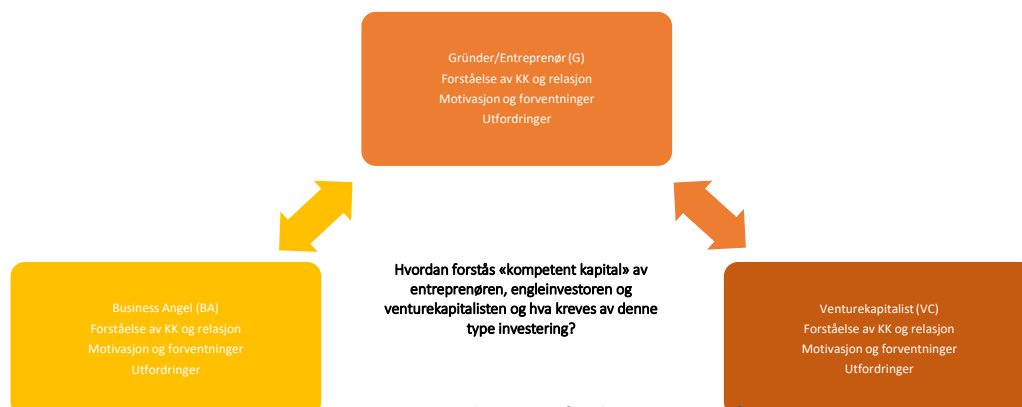
Denne oppgaven belyser entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv på kompetent kapital. Oppgaven er både eksplorativ og teoristyr, og baseres på dybdeintervjuer med erfarne personer i miljøet (engleinvestorer og venturekapitalister), samt personer som har mottatt investeringer fra aktive investorer. Sammen danner dette grunnlaget for en casestudie på kompetent kapital, der caseenhetene er individer som er med på å belyse de overordnede perspektivene gjennom ulike erfaringer med dette. Formålet er å belyse kompetent kapital fra de ulike perspektivene slik at politikere, gründere/entreprenører og erfarne og potensielle investorer får en forståelse av hvordan mulighetene i kompetent kapital kan realiseres på best mulig måte.

Oppgaven har ikke til hensikt å anta noen kausal sammenheng mellom verditilførsel og faktisk utbytte, men fokus ligger på motivasjonen og forventningene til kompetent kapital, hvordan verdi tilføres i investor-gründerrelasjonen og opplevelser og utfordringer knyttet til dette. Tidligfaseinvesteringer representerer en høy risiko for investorene, og naturlig nok har derfor mange studier belyst denne vinkelen fra en investors perspektiv, men hvordan entreprenørene erfarer mottak av kompetent kapital er som tidligere nevnt et område for forskning. Derfor jeg har valgt å ta for meg følgende problemstilling:

Hvordan forstås «kompetent kapital» av entreprenøren, engleinvestoren og venturekapitalisten og hva kreves av denne type investering?

For å kunne besvare dette spørsmålet, er det tre andre forskningsspørsmål som skal være med på å belyse ulike deler av problemstillingen og perspektivenes opplevelse av kompetent kapital:

- Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes/tilbys dette? (Definisjon og motivasjon)
- Hvordan tilfører investorene verdi i form av kompetent kapital og hvordan oppleves dette? (Verditilførsel, involvering og relasjon)
- Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan kan disse løses? (Potensielle utfordringer (risiko) og reduksjon)



Figur 1 - Perspektiver og forskningsspørsmål

Oppbygning av oppgaven

For å kunne besvare de ovennevnte forskningsspørsmålene og dermed kunne belyse den overordnede problemstillingen, har jeg valgt å se på litteraturens skildring og definisjon av kompetent kapital, motivasjonsfaktorer, forventninger til kompetent kapital og relasjonen mellom investor og gründer, opplevelse av involvering, samt bakgrunn for og potensielle utfordringer og reduksjon av disse. Derfor er [Kapittel 2](#), det teoretiske grunnlaget, bygget opp rundt disse temaene og er strukturert i henhold til forskningsspørsmålene. [Kapittel 3](#) tar for seg forskningsmetode, bakgrunnen for valg av metode og gir en detaljert beskrivelse av dataanalysen og intervjuobjektene. Resultater og analyse presenteres i [Kapittel 4](#) med noe teoretisk drøfting, før helhetlige diskusjon og teoretiske implikasjoner basert på alle 3 perspektiver presenteres i [Kapittel 5](#). Praktiske implikasjoner, svakheter og begrensninger ved studien, samt anbefaling til videre forskning presenteres i [Kapittel 6](#), før jeg presenterer et svar på problemstilling og konkluderer i [Kapittel 7](#).

KAPITTEL 2: TEORETISK GRUNNLAG¹

Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?

1.1 Definisjon av kompetent kapital

I norske rapporter på kompetent kapital fremkommer det at dette er kapital som tilbys sammen med investors kompetanse og erfaringsgrunnlag, og i så måte er en investor som kommer med «mer enn penger» (Grünfeld 2010; Langeland 2010). Når en investor investerer kompetent kapital i selskapene, tilfører han dermed i tillegg til den finansielle kapitalen en ekstra dimensjon. Dette omhandler den ikke-finansielle kapitalen en investor tilfører sine selskaper, gjennom kompetanse, kontaktnett og forpliktelse (Mason 2008; Schmidt 2014; SæTRE 2003). Kompetent kapital blir derfor gjerne også referert til som «smart kapital» («smart money») (Harel 2013; Mason 2008; Sørensen 2007). SæTRE (2003) mener dog at det er forskjell på kompetent og relevant kapital, og at sistnevnte omhandler relevant nettverk, en dimensjon han mener mangler ved den kompetente kapitalen. Han definerer dermed kompetent kapital som kompetanse og forpliktelse gjennom involvering i investeringen, men at det er relevant kapital som kan sies å inneholde den sosiale kapitalen investor kan tilføre (SæTRE 2003). I forbindelse med denne studien har jeg dog valgt å se på både sosial og human kapital som en del av den kompetente kapitalen, da nyere studier vil inkorporere nettverk som en del av «smart money» (f.eks. Mason 2008). Ved å tilby kompetent kapital (KK), tilbyr investoren i tillegg til den finansielle kapitalen (FK) sin humane (HK) og sosiale kapital (SK). «Human kapital» defineres som kunnskap og erfaring som er opparbeidet gjennom karrieren, mens «sosial kapital» defineres som fordelen en person har gjennom sosial plassering i et nettverk og

¹ Jeg presenterer sammenslått teori på venturekapital og engleinvestering, og mye av dette vil benyttes om hverandre. Ved avdekket individuelle forskjeller, påpekes dette.

tillitsrelasjoner som muliggjør samarbeid og koordinering som er gjensidig (Adler & Kwon 2002; Politis 2008). Oppsummert tillater jeg meg dermed å si at kompetent kapital består av finansiell, human og sosial kapital:

$$KK = FK + HK + SK$$

Det er dog grunn til å anta at den finansielle kapitalen kan ha ulik form, ved eksempelvis cashinvesteringer, «sweat for equity» eller konvertible lån. Fokus i denne studien er dog på de sosiale ressursene som utveksles, og i så måte sosial og human kapital.

Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital

Det blir sagt at investorer som innehar én eller flere av disse faktorene gjerne bidrar med kompetent kapital: (SæTRE 2003):

- *Entreprenørskaperfaring*
- *Lederskaps- eller business erfaring*
- *Høyere utdanning*
- *Investorerfaring*

For di engleinvestorer og venturekapitalister gjerne innehar denne typen erfaring, blir det relevant å se på disse som kilder til kompetent kapital:

Engleinvestorer² kan karakteriseres som individer som gjerne er velstående og som tar egne beslutninger, investerer egne penger og ekspertise inn i ikke-noterte selskaper som de ikke har noe familiært forhold til (Mason 2006; Mason 2008). Denne typen risikokapital har gjennom årene fått lite oppmerksomhet, til tross for at den bistår i en fase der selskapene gjerne står ovenfor et finansieringsgap (Mason 2008; Vinje 2014; Wong et al. 2009). Engleinvestorene investerer gjerne i industrier og markeder de kjenner godt (Mason 2008), og dermed bidrar med «relevant kapital» (SæTRE 2003). Engleinvestorer er en heterogen gruppe og individene er forskjellige (Fili & Grünberg 2016). I Norge har engleinvestorene kunne blitt delt inn i 3 ulike grupper: investorer som har opparbeidet seg en familieformue og skal investere, investorer som har vært konsulenter eller har finansiell kompetanse, samt eliteengler som gjerne har tung industrierfaring (Grünfeld et al. 2010).

Ventureselskapene er gjerne selskaper som investerer på vegne av selskap eller disponerer fond der institusjonelle investorer fungerer som partnere med begrenset ansvar og investerer inn i fondet (De Clercq et al. 2006). De investerer gjerne i noe senere fase enn engleinvestorene, men dette kan som tidligere også overlappe (Hellmann & Thiele 2015; Mason 2008). Selv Mason (2008, s.5) sier at denne type investeringer kun når "a small minority of elite businesses", viser forskning at venturekapitalistene begynt å navigere seg mot tidligere faser og

² Man vet lite om engleinvestorenes karakteristikk, holdninger og atferd og hvordan det påvirker selskapenes suksess (Croce, Guerini & Ughetto 2016), og det er også viktig å merke seg at institusjonelle rammer kan ha mye å si (skatt, gründerkultur, lover og regler m.m) for både utvikling av engleinvestormarkedet og dermed selskapenes suksess. Forskning på engleinvestorer har gjerne vært komplisert, da disse individene gjerne ønsker hemmelighold, samt at markedet er noe fragmentert og lite transparent (Mason 2008), og derfor har flere benyttet seg av innsikt fra litteratur om venturekapital som et forsøk på å belyse og forstå engleinvestorer (Wiltbank 2005; Macht 2011). Dette forklarer også hvorfor deler av litteraturen jeg belyser inneholder mye informasjon som krysser både venturekapitalister og engleinvestorer.

såkorn (DNB 2016; Kim & Wagman 2016). I Norge investerer gjerne disse med krav til høy avkastning over en relativt kort tidsperiode (3-7 år) (DNB 2016).

Engleinvestorer og venturekapitalister utfyller gjerne hverandre, og på hver sin måte spiller de en viktig rolle for oppstartsselskapene, da de ikke nødvendigvis konkurrerer om selskapene i samme fase (Wong et al. 2009). De kan også bistå hverandre gjennom blant annet henvisninger og co-investeringer (Harrison & Mason 2000). Begge er gjennom sine aktive investeringer tilbydere av det som kalles «smart money» (Harel 2013; Mason 2008), fordi de gjerne involverer seg aktivt i virksomheten med sin kunnskap, ekspertise og kontakter (Mason 2008; SæTRE 2003). Det vil si at det står i kontrast til penger som kommer fra familie og venner, såkalte «dumme penger» (Mason 2008).

1.2 Motivasjon for å søke/tilby kompetent kapital

Entreprenørens motivasjon for å søke kompetent kapital

Entreprenørens³ motivasjon for å søke kompetent kapital baserer seg på tilgang ressurser selskapet kan ha vansker for å tiltrekke seg og få tak i på egenhånd (Wiltbank 2005). Graden av kontroll entreprenøren vil gi fra seg, belager seg gjerne på om han er en såkalt livsstil entreprenør (som tar det litt som det kommer), serie-entreprenør (som motiveres av å skape suksess og få anerkjennelse) eller kun opptatt av å maksimere profitt (Schmidt 2014). Entreprenører kan også i tilfeller søke investor på bakgrunn av ønsket kontroll, og dersom det er et sterkt ønske om kontroll kan de søke kompetent kapital som i mindre grad tar store deler av eierskapet (Kim & Wagman 2016). Kontroll kan dermed være med på å styre entreprenørens motivasjon for å søke kompetent kapital og hva slags type investering han er ute etter, men litteraturgjennomgangen viser at entreprenøren i hovedsak vil være motivert til å søke kompetent kapital i forbindelse med **Ressurstilgang** (for å kunne ta selskapet videre i neste fase) og/eller **Støtte** (for å være i stand til å gjøre jobben).

Ressurstilgang

Finansiell kapital hjelper selskapene å finansiere interne og eksterne aktiviteter, men skal man bygge et selskap, er ikke finansiell kapital tilstrekkelig (Huang & Knight 2017; Vinje 2014). Selskaper i tidligfase møter gjerne situasjonen der det ikke lenger er nok med finansiering fra familie, venner og egne oppsparte midler, men hvor ekstern kompetanse også blir viktig fordi ressursene er begrenset (Kaiser et al. 2007; Langeland 2010; Politis 2008; Vinje 2014) og selskapet lider under å være ny, jf. konseptet om «liability of newness» (Kaiser et al. 2007). Derfor er det ikke lenger snakk om «dumme penger», men «smart kapital» (Mason 2008; SæTRE 2003). Gjennom å søke kapital fra «kompetente investorer» forventer de tilgang på menneskelige ressurser og det erfaringsgrunnlaget det drar med seg (human kapital), samt tilgang til deres nettverk og sosiale relasjoner (sosial kapital) (Gullander

³ Når jeg i dette kapittelet presenterer entreprenørens motivasjon, omfatter dette også gründer og oppstartsselskapets motivasjon. Leseren vil dermed oppleve at begrepene vil bli brukt om hverandre. Entreprenøren blir i denne oppgaven en representant både for seg selv som person, men også oppstartsselskapet. Order gründer og entreprenør skilles noe i litteraturen, da sistnevnte ikke nødvendigvis er han/hun som har startet selskapet, men nå er ansvarlig for å bygge virksomheter og/eller daglig ledelse.

& Napier 2003; OECD 2011; Politis 2008; Vinje 2014). For noen omhandler dette også grad av nettverk og erfaring innenfor en gitt industri (SæTRE 2003).

Motivasjonen bygger på teorien om at ressurser danner grunnlag for selskapers suksess og vekst (Barney 1991; Penrose 1959; Prahalad & Hamel 1990). Det igjen skaper en forståelse av nødvendigheten av kompetent kapital (SæTRE 2003). Hvordan selskapet jobber med sine ulike ressurser legger grunnlag for strategi og utvikling av selskapet og lederes og entreprenørers ideer, erfaring og kunnskap, samt at selskaper har en unik kombinasjon av ulike ressurser (Penrose 1959). Ulike kombinasjoner og karakteristikk av ressurser kan være med å danne grunnlag til konkurransefortrinn (Barney 1991) og selskapets kjernekompetanse kan være kilde til det samme (Prahalad & Hamel 1990). Disse ressursene eller den kompetente kapitalen som vi her snakker om, blir relevant for konkurransefortrinn gjennom økt ressursgrunnlag, i den grad investoren kan tilføre verdi som er vanskelig for andre oppstartsselskaper å etterligne eller kopiere (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017). For en entreprenør dreier dette seg om i hvor stor grad og på hvilken måte ressursene dekker de behov og utfordringer han/hun/selskapet står ovenfor (Huang & Knight 2017). Det kan altså dreie seg om både finansielle (finansiering) og sosiale ressurser (human og sosial kapital) (Huang & Knight 2017; Politis 2008).

Entreprenøren drar nytte av investorens kunnskap, erfaringer og ferdigheter og kan oppnå entreprenøriell læring (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017, s.5) og få innsikt i markeder (SæTRE 2003). Kompetanse og erfaring som hentes fra eksterne kilder, kan være med på å fylle det ressursgapet tidligfaseselskaper står ovenfor, og dermed være en viktig strategisk ressurs for selskapet (Politis 2008).

Kompetanse og erfaring kan dog være så mangt, og tidligere forskning viser at entreprenøren utover kompetent kapital kan ønske mer relevant ekspertise (SæTRE 2003, s.72):

“In terms of acquiring competent capital, these entrepreneurs focused their efforts on acquiring relevant capital, or expertise, not on acquiring capital per se. In other words, financial capital was implicitly considered a generic asset, and industry-relevant experience was considered a highly specialized asset, and thus more valuable”

Entreprenørens behov kan sees i stadier og entreprenører gjerne har et større behov for de sosiale ressursene i tidligfase i forhold til konseptualisering av ide, forretningsutvikling m.m, mens etter hvert som usikkerheten blir mindre er det større behov for finansiell kapital for å vokse virksomheten (De Clercq et al. 2006; Huang & Knight 2017). Det kan forklare hvorfor engleinvestorer gjerne er tidligere involvert og det er en glidende overgang til VC-finansiering (De Clercq et al. 2006).

Det handler primært om den første fasen mellom såkorn/oppstart og tidlig vekst om et finansierings- og ressursgap, engleinvestorer (uformelle investorer) og venturekapitalister (formelle investorer) utspiller en viktig rolle (OECD, 2011). Dette på bakgrunn av deres risikovilje, kompetanse og evne til å gå aktivt inn i selskapene for å hjelpe selskapet fremover og møte entreprenører ønske om kompetent kapital (f.eks. De Clercq et al. 2006; Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017; Mason 2008; SæTRE 2003). Kompetent kapital kan for entreprenører derfor også være med på å tette det ”operasjonelle gapet” de står ovenfor, fordi de ikke nødvendigvis innehar de ferdigheter,

den ekspertisen eller forretningskunnskapen som kreves for å få selskapet videre fra én fase til en annen (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017).

Støtte

For en entreprenør kan det være viktig med investorenes støtte og erfaring gjennom harde tider, men også flere kan være motivert av å søke investeringer for å motta mentorering gjennom selskapets utvikling og en støttespiller (De Clercq et al. 2006). Engleinvestorer blir gjerne verdsatt over venturekapitalister når det gjelder emosjonelt støttende aktører (Lindstrom & Olofsson 2001), men det påpekes også at venturekapitalister har en myk side (Hellmann & Puri 2002) og evne til å bidra med moralsk støtte og evne til å hjelpe entreprenøren gjennom tøffe tider (Pratch, 2005, sitert i Brettel et al. 2013; De Clercq et al. 2006, s.102).

Det kan dermed tolkes dit hen at entreprenører både trenger en investor som er villig til å ta en risiko, men som også er interessert i å bidra til selskapets utvikling (Huang & Knight 2017). De kan ønske noen å dele byrden med (Politis 2008).

Investorens motivasjon til å tilby kompetent kapital

Motivasjonen for å tilby kompetent kapital kan sies å være todelt. Mens bakgrunnen for en finansiell investering gjerne er finansiell avkastning, ser bildet ut til å være noe annerledes når man investerer både tid og ressurser i tillegg til den finansielle kapitalen. Kompetent kapital tilbys både for å hjelpe selskapet fremover, men også for å håndtere risiko eksterne investorer står ovenfor gjennom å ha større kontroll på investeringen (Politis 2008; Söderblom et al. 2016). Basert på litteraturgjennomgangen identifiserte jeg to hovedmotivasjonsfaktorer for investoren investering av kompetent kapital – *Økonomisk utbytte* og *Personlig utbytte*.

Økonomisk utbytte

Finansielle investeringer gjøres med formål om finansielt utbytte, og det er grunnleggende i økonomisk teori. Til tross for at engleinvestorer og venturekapitalister i tillegg til kapital, investerer human og sosial kapital, er investeringene motivert av økonomisk avkastning. Det kan dog foreligge noen strukturelle ulikheter hos investorene som bidrar til motivet for denne avkastningen, fordi de enten investerer egen eller andres kapital (Capizzi 2015; Van Osnabrugge 2000):

Engleinvestorer motiveres gjerne av eierskap og finansielt utbytte når de selger seg ut (Capizzi 2015), så engleinvestorer er intet unntak når det gjelder ønske om økonomisk gevinst (De Noble 2001). Likevel investerer de gjerne penger de har råd til å tape (Huang & Pearce 2015), hvilket vitner om at dette ikke er hovedmotivasjonen for kompetent kapital-investeringer. Hovedmotivasjonen hos venturekapitalistene, på den annen side, er maksimert avkastning til eierne på relativt kort tid (De Noble 2001; Hellmann & Puri 2002) og tanke om at egen verditilførsel vil være med på å påvirke dette (Knockaert & Vanacker 2013; Sørensen 2007). I tillegg til å ta høy risiko, skal de tilfredsstillende fondet de investerer på vegne av og gjennom involvering ønsker påvirkning på selskapets daglige drift for å lykkes med dette (De Clercq et al. 2006; Jackson et al. 2012). De har gjerne dyktige partnere som har mye kunnskap og jobber aktivt for å gjøre innovasjonene kommersielle (Bottazzi et al. 2008)

Tidligere litteratur på emnet viser at tidligfaseinvesteringer drar med seg risiko som belager seg av både marked og interne prestasjoner, der sistnevnte også omhandler agentproblematikk (Fili & Grünberg 2016; Söderblom et al. 2016) og at motivasjonen for en aktiv investering belager seg på reduksjon av risikoen for potensielle utfordringer. Motivasjon for å tilby kompetent kapital kan dermed indirekte dreie seg om å påvirke økonomisk utbytte gjennom å redusere risikoen for at selskapet ikke skal prestere, gjennom å tilføre kompetent kapital og/eller å øke kontrollen for at entreprenøren jobber i retning av det investorene ønsker (De Clercq et al. 2006; Söderblom et al. 2016). Involvering i selskapene er med på å styre relasjon og innhenting ressurser, hvilket er med på å redusere noe av den risikoen de står ovenfor, og dermed er en motivasjon og bakgrunn for hvorfor investorene velger å involvere seg i tidligfaseselskaper (Politis 2008; Söderblom et al. 2016).

Personlig utbytte

Litteraturgjennomgangen avdekker også personlig motivasjon for investering av kompetent kapital. Denne typen motivasjon er i hovedsak synlig hos engleinvestorer, som gjerne ønsker å være aktive i tidligfaseselskaper fordi dette kjennes godt for dem (Mason 2008) og synes det er gøy (Van Osnabrugge 2000). Engleinvestorer kan være motivert til å involvere seg i investeringsobjektene fordi de har et «ønske om å hjelpe», «støtte neste generasjons entreprenører», «blir tilfredsstilt» og «anser det som en hobby» (Freear et al. 1995, sitert i Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017, s.4). Engleinvestorer er i så måte på jakt etter et *psykisk utbytte* gjennom å bidra med egne erfaringer og kunnskap (Mason 2008) og øke egen human og sosial kapital gjennom å tilegne seg ny kunnskap og nettverk. De finner gjerne psykisk utbytte i selskapets presentasjoner, og ikke nødvendigvis å få tilbake det de har investert (Mason & Harrison 1996; Mason 2008). Mason (2006) poengterer at mens noen engleinvestorer synes det er interessant og moro og gjøre slike investeringer, gjør andre det på bakgrunn av filantropi. De ønsker å gjøre en forskjell (Mason 2006; Mason 2008) eller er kanskje lei av pensjonisttilværelsen (De Noble 2001).

Engleinvestorer blir ofte karakterisert som uformelle venturekapitalister (Macht 2011), som søker kommersiell og personlig avkastning og som ikke bare måles i kroner og øre (Mason 2008). De er opptatt av personlig match med entreprenørene og anser felles interesser som viktig for å skulle investere (Sørheim 2003). På et overordnet plan mener Van Osnabrugge og Robinson (2000) at engleinvestorer i bunn og grunn motiveres til å investere dersom de:

- *har tillit til entreprenøren og teamet*
- *kan co-investere med andre investorer*
- *har mulighet for å lære av andre engleinvestorer*
- *kan få finansiell rådgivning i forhold til strukturering og investering*
- *kan oppnå skatteincentiver – skattelette (kan vel til nå ikke sies å være så relevant for Norske investeringer)*

Det er interessant å se hvilke forventninger investor har til gründer i forbindelse med utveksling av sosiale ressurser, i en relasjon de baserer på «innflytelse, informasjon og solidaritet» (Adler & Kwon 2002; Huang & Knight 2017). Huang og Knight (2017) poengterer at investor gjerne kan ha en forventning om å få noe tilbake i form av sosiale ressurser, når de investerer sine ressurser i selskapet, eksempelvis gjennom å «være en del av det neste

store» (Huang & Knight 2017, s.82). Det er grunn til å anta at investoren også har en forventning å få noe tilbake for investeringen han gjør, som strekker seg forbi økonomisk avkastning (Huang & Knight 2017). Hvordan dette faktisk oppleves fra investors perspektiv, er en del av det eksplorative i denne studien, men ser ut til å dreie seg om hvordan investor oppnår det psykiske utbyttet (Mason & Harrison 1996; Mason 2008).

Man skal heller ikke ignorere at venturekapitalfond består av individer, deres personkarakteristikker ser ut til å påvirke hvem som blir ansvarlig for investeringen og dermed involverer seg i selskapet og med entreprenør (Bottazzi et al. 2008). Det er grunn til å anta at venturekapitalistene innehar personlige motivasjonsfaktorer, men teorien som er avdekket, vektlegger i hovedsak denne motivasjonen hos engleinvestorene, hvilket forklarer hvorfor mye av litteraturen på dette emnet er basert på disse.

Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?

Litteratur som ser på investors involvering har i noen tilfeller ansett involvering som synonymt med verditilførsel (Macht 2011). Likevel, viser også litteratur at det ikke nødvendigvis alltid er slik at involvering og verdi hører sammen, samt at investor kan tilføre verdi både passivt (f.eks. gjennom eget gode rykte) (Large & Muegge 2008) og aktivt (f.eks. gjennom å gå inn i daglig drift eller bidra med rådgivning) (Large & Muegge 2008; Politis 2008). Fordi investoren er opptatt av kontroll på sine investeringer og risikohåndtering, kan en si at investorene er opptatt av både monitorering og verditilførsel (De Clercq et al. 2006; Fili & Grünberg 2016; Politis 2008). Det er heller ikke nødvendigvis slik at verdien som tilføres er en énveistransaksjon (f.eks. Fili & Grünberg 2016; Huang & Knight 2017; Large & Muegge 2008; Macht 2011; Politis 2008), men relasjonen mellom partene og entreprenørens ønske / evne til å motta dette kan ha noe å si for utbyttet av den kompetente kapitalen (Huang & Knight 2017; Macht 2011). Basert på litteratur på hvilke aktiviteter investorer utfører, roller de innehar og opplevelse av investors involvering i relasjonen, tar denne delen for seg hvordan kompetent kapital kan være en verdi for selskapene.

2.1. Verditilførsel

Det er flere som opp igjennom årene har forsøkt å lage en oversikt over hvilke roller investor har og hvilke aktiviteter han/hun bidrar med (f.eks. De Clercq et al. 2006; Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008; Politis 2008). I tillegg, som tidligere nevnt, blir mye teori fra venturekapital benyttet til å belyse forretningsenglenes aktiviteter, fordi de anses som uformelle investorer (f.eks. Macht 2011; Mason 2008; Wiltbank 2005). Derfor kan jeg her benytte meg av gode akademiske bidrag for å forme det teoretiske aspektet ved denne studien. Jeg har valgt å slå sammen litteratur på både engleinvestorer og venturekapitalister på dette området, fordi litteraturen avdekker at forskjellen ligger i hvordan og hvilken grad rollene utfylles og aktivitetene utføres, som igjen avhenger av entreprenøren/selskapets fase og industri. Det ser også ut til å naturlig avhenge av investorens investeringsstruktur, som vil kunne påvirke både behov for og mulighet til å involvere seg på flere plan i organisasjonen (Capizzi 2015; Hellmann & Puri 2002; Van Osnabrugge & Robinson 2000).

Av litteraturen på emnet som dekker engleinvestorene, har jeg valgt å fokusere på Politis (2008) og Fili og Grünberg (2016). Førstnevnte sammenfattar 9 empiriske studier og kom fram til at forretningsenglene utfyller 4 ulike roller⁴: **Strategisk rådgivning**, **Tilsyn og monitorering**, **Ressursinnhenting** og **Mentorering** og tilfører verdi gjennom dimensjonene human og sosial kapital.

Tabell 1 Tilpasset rammeverk basert på Politis (2008, s.139)

Human kapital	Sosial kapital
Strategisk rådgivning	Ressursinnhenting
Tilsyn / Monitorering	Mentorering

Det er denne inndelingen som jeg har valgt å ta utgangspunkt i. Ved å inkludere funn avdekket i nyere litteratur, utvides dette noe. Nyere forskning på engleinvestorer har laget en litt annen oppsummering av aktivitetene, men som overlappes og inkluderes ovennevnte. Fili og Grünberg (2016) deler prosessene inn i «Boundary Spanning», «Structuring», «Leadership», «Doing» og «Monitoring». Oppsummert dreier «Boundary spanning» seg om å bistå selskapet i å tilpasse seg det eksterne miljøet og komme i kontakt med mennesker og ideer som kan være verdifullt, men det omhandler ikke det en kan anse som daglige aktiviteter slik som f.eks. salg og markedsføring. «Structuring» omhandler å bidra med å strukturere opp selskapet, mens lederskap omhandler både strategisk rådgivningsaktiviteter og bistand i beslutningstaking, samt mentorering. Videre kan investor være med på å gjøre et arbeid for selskapet («Doing»), samt bidra med aktiv monitorering («Monitoring») (Fili & Grünberg 2016).

Tilsvarende forskning på venturekapitalistenes verditilførsel dekkes i stor grad av Large og Muegge (2008) som har gått gjennom 20 empiriske studier mellom 1986-2005 av venturekapitalisters ikke-finansielle kapital. Det har bidratt til en presentasjon av verditilførende aktiviteter delt inn i eksterne bidrag (rekkevidde, legitimering) og interne bidrag (rekruttering, mandataktiviteter, strategiutarbeidelse, mentorering, konsultering og operasjonelle aktiviteter) (Large og Muegge, 2008). Førstnevnte dreier i mindre grad seg om kompetent kapital gjennom aktivt bidrag, men viser hvilken verdi investor tilfører gjennom å velge å investere.

En sammenslåing av teorien over leder meg over til presentasjonen av rammeverket under. Hva investor gjør for å tilføre verdi dreier seg om hvilke aktiviteter han/hun tar del i, men her gir jeg også for greie hvordan aktiviteten kan føre til verdi for entreprenøren og selskapet.

Oppdelingen baserer seg på om investor i hovedsak benyttes sin humane eller sosiale kapital i relasjonen med gründer, men hos alle investorer kan disse dimensjonene og aktivitetene gjerne overlappes eller være utført samtidig (Politis 2008). Denne oppdelingen bygger på grunnleggende teori, som er både en arena for investors evne til å tilføre verdi, men som også kan danne grunnlag for utfordringer som oppstår både i relasjon og for selskapets suksess i det eksterne miljøet. Investors involvering kan både være en arena grobunn for utfordringer,

⁴ Politis (2008) ser på rollene langs dimensjoner i forhold til bidrag med human eller sosial kapital og om investors fokus er på styring av relasjon eller selskapets ressurser. Dimensjonene jeg er opptatt av i denne oppgaven dreier seg dog kun om human og sosial kapital, da det andre er mer relatert til investors roller i forbindelse med risikohåndtering.

samt viktig for reduksjon av disse. Det er dermed en fin linje mellom investors evne til å tilføre verdi og danne grunnlag for utfordringer. Sistnevnte belyses i dette kapittelets [del 3](#).

Tabell 2 Investors verdiaktiviteter (Politis, 2008; Large & Muegge, 2008; Fili & Grünberg, 2016)

Dimensjon av kompetent kapital (KK = FK + HK + SK)	Hva gjør investor for å tilføre investor verdi?	Hvordan tilfører aktivitetene verdi?	Teoretisk grunnlag
Human kapital	Tilsyn og Monitorering <i>Målstyring</i> <i>Styrerepresentasjon</i> <i>Strukturering</i> <i>Mandataktiviteter</i>	Hjelper selskapet holde fokus og struktur, samt dele informasjon	Agentteori (Overkomme informasjonsasymmetri)
	Strategisk rådgivning <i>Strategiutarbeidelse</i> <i>Produkt-/forretningsutvikling</i> <i>Konsultering</i> <i>Operasjonelle aktiviteter</i>	Bistår med egen/ekstern kompetanse der gründer mangler dette for å kunne utvikle selskapet, gi retning og hjelper med å overkomme operasjonelt og kunnskapsmessig gap	Ressursteori (Ressurser i form av kunnskap og for å dekke gap, bidrar til utvikling av kjernekompetanse og konkurransefordeler som må utvikles og oppdateres)
Sosial kapital	Mentorering <i>Samtalepartner</i> <i>Co-entreprenør</i> <i>Støtte</i>	Gir gründer støtte, tar del i byrden og gir gründer mulighet til å snakke om personlige utfordringer. Relasjonsbyggende	Relasjonsstyring (Bygge en god relasjon for godt samarbeid)
	Ressursinnhenting <i>Innhenting av kapital / finansieringskilder</i> <i>Legitimering</i> <i>Nettverk / Rekkevidde</i> <i>Rekruttering</i>	Gir selskapet tilgang på ressurser og gjør veien til disse potensielt kortere	Ressursavhengighet (Selskapet avhenger av eksterne ressurser for å overleve)

Tilsyn og monitorering

Investor bidrar med «Tilsyn og monitorering» (Fili 2014; Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017; Politis 2008; Söderblom et al. 2016). Investorene sikrer seg gjerne informasjon gjennom styrerepresentasjon (Gompers et al. 2016; Madill et al. 2005; Politis 2008; Wong et al. 2009) og utarbeidelse av rapporteringssystemer (Fili & Grünberg 2016; SæTRE 2003; Wijbenga et al. 2007). Investorene er også med på skape strukturelle rammer for selskapet («structuring processes») (Fili & Grünberg 2016). Herunder kan en også inkludere bidrag til å utarbeide interne rutiner og kontrakter, kontrollmekanismer og målsettinger og tilfører verdi gjennom å sikre fokus og utarbeide mandater (Large & Muegge 2008). Investorene tilfører verdi i hovedsak gjennom å bidra med sin humankapital (Politis 2008).

Strategisk rådgivning

Investor kan ha en rolle som strategisk rådgiver (Politis 2008). Særlig engleinvestorer er gjerne med og bistår med formulering av forretningsstrategi, idérefleksjon, øke ledelsesressurser og gi råd for hvordan og når man skal utnytte verdien som selskapet genererer (Politis 2008). De er med på både produkt- og forretningsutvikling og det er altså gjennom denne rollen at investoren bistår med egen forretningserfaring og ekspertise, som igjen dreier seg om investors humankapital (Politis 2008).

Venturekapitalistene bistår i stor grad med å gi råd rundt strategisk planlegging og langsiktig retning og utvikle forretningskonsepter (Large & Muegge 2008). De er også med på å bistå med å utvikle lederskap (Fili & Grünberg

2016). Shane og Cable (2002) finner at venturekapitalister bistår med strategisk veiledning, gjennom enten å være styremedlem eller styremedlemmer («observers»). Rådgivning i strategiprosesser tilfører verdi fordi det gir de ansatte en retning å jobbe etter og det kan også være at man her inkluderer konsultering i form av formelle bidrag fra ekstern ekspertise som skal hjelpe entreprenørene å tilegne seg den kunnskapen som er nødvendig (Large & Muegge 2008).

Operasjonelle aktiviteter inkluderes under denne aktiviteten fordi investors bidrag kan anses som en strategisk ressurs for selskapet. Engleinvestorer er med på å gjøre en faktisk jobb for selskapene (SæTRE 2003). I slike tilfeller kan skillet mellom entreprenør og investor bli mindre og mindre synlig (SæTRE 2003). Operasjonelle aktiviteter omfatter blant annet direkte involvering i daglige aktiviteter og være en del av organisasjonen (Large & Muegge 2008). Venturekapitalister kan bistå både med kundekontakt og operativ veiledning, noe som krever mer daglig involvering. Dette kan de gjøre fordi de har meget kompetente partnere som kan bistå med egne erfaringer og ekspertise (Bottazzi et al. 2008). Likevel er venturekapitalister ikke nødvendigvis operasjonelt aktive på samme måte som engleinvestorene (De Clercq et al. 2006).

Mentoring

Investorene kan i stor grad tilføre verdi gjennom mentoring og på denne måten skape en relasjon til gründer som gjør at han/hun kan komme seg igjennom både faglige og personlige utfordringer. Engleinvestorer har gjerne i denne rollen mye oftere et entreprenørielt perspektiv (Politis 2008). De anser seg selv gjerne som en co-entreprenør mer enn investorer fordi de gjerne har samme motivasjonsfaktorer som entreprenørene (SæTRE 2003). Videre anses de gjerne som en samtalepartner, som også kan bidra med veiledning på det personlige plan, og være med på å dele byrden med gründeren (Politis 2008). Entreprenørene kan verdsette en mentorrolle nettopp fordi den er basert på tillit og dermed vil ta til seg de rådene de får (Politis 2008). I denne rollen vektlegger man gjerne *psykososial støtte*, som skal være med på å bygge opp daglig leder, og særlig engler kan anse dette som viktigere enn eventuelle finansielle tap på kort sikt (Fili 2014). Det bygges opp en relasjon hvor investor med sin erfaring og ekspertise bistår gründer og bruker innflytelse gjennom rådgivning (Fili 2014).

Venturekapitalister kan også bidra med mer myke faktorer i form av å være en støttespiller (Hellmann & Puri 2002). Denne aktiviteten tilfører verdi gjennom å være en støttespiller i raskt endrede landskap på ad-hoc basis og under mindre formelle former (Large & Muegge 2008). Dersom daglig leder oppfattes som kvalifisert, bruker de mer tid på å jobbe med teamet, som igjen bidrar til å profesjonalisere selskapet (Hellmann & Puri 2002).

Ressursinnhenting

Investor kan bidra med å hente inn ressurser på både passivt og aktivt grunnlag. Det dreier seg om evnen til å skape økt legitimitet (passiv aktivitet men som kommer gjennom venturekapitalistenes attributter, rykte) og mulighet til å nå ut til viktige interessenter (aktivt gjennom at venturekapitalistene har stort kontaktnett og rekkevidde) (Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008). I følge Politis (2008) bidrar investor her med sosial kapital og har et fokus på å skaffe ressurser for selskapet som det er avhengig av for å kunne lykkes, og det er basert på dette grunn til å anta at legitimeringen forenkler denne prosessen. Gjennom disse kompetente

investorene kan entreprenørene gjerne knytte til seg viktige kontakter som kan bidra til å skape legitimitet og være døråpnere for tilgang på nye nøkkelressurser/-personer (Bjørngum & Sørheim 2015; Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008; Politis 2008).

Engleinvestorer er også med på å legitimere virksomheten ved å investere (Fili & Grünberg 2016; Madill et al. 2005; SæTRE 2003). Med investering og bistand av engleinvestorer, viser forskning til at selskapene raskere får venturekapital (Madill et al. 2005; Wong et al. 2009), noe som er et godt bidrag på veien videre. Engleinvestorene spiller en rolle der de bidrar med assistanse i forhold til nettverksbygging og gjennom sitt nettverk kan de bistå med å hente ekstra finansiering (Macht & Robinson 2009). Selskapene får bedre oversikt over sine muligheter og mulighetsrommet de opererer i, gjennom å bli introdusert til engleinvestorenes nettverk (Politis 2008).

Venturekapitalistene bidrar også med økning av entreprenørens sosiale kapital ved introduksjon til deres kontakter og på bakgrunn av sitt omdømme (Kaiser et al. 2007). Også re-investering sender et viktig signal til potensielt nye investorer, og dersom venturekapitalister velger å ikke re-investere, kan dette sende et negativt signal (Kim & Wagman 2016). Re-investering kan også være med på å lette innhenting av ekstra finansiering (Bottazzi et al. 2008; Kaiser et al. 2007).

Bjørngum og Sørheim (2015) som fra et norsk perspektiv undersøkte hva entreprenørene selv tenker, finner at eksterne bidrag slik som investors rekkevidde og bidrag med å skaffe legitimitet, gjør også at selskapene får tilgang til nyttige ressurser. Det viser seg i denne studien at venturekapitalister i større grad ser ut til å bidra med legitimitet (Bjørngum & Sørheim 2015).

Venturekapitalister bistår gjerne med å rekruttere toppledelse og styremedlemmer (Bottazzi et al. 2008), finner de mest talentfulle og profesjonelle, og jobber aktivt med personell for å sikre verdi for selskapet (Hellmann & Puri 2002; Large & Muegge 2008). Hellmann og Puri (2002) finner at venturekapitalister rekrutterer ekstern daglig leder når selskapet ikke enda har vist suksess og at venturekapitalistenes rolle med å bygge opp organisasjonen innenfra. Denne aktiviteten tilfører verdi ved å sikre forpliktelse (Large & Muegge 2008).

2.2. Relasjon og Involvering i tilførsel/mottak av kompetent kapital

Basert på litteraturgjennomgangen, ser relasjon og grad av involvering ut til å spille en rolle når det gjelder hvordan kompetent kapital tilføres selskapene og oppleves. Det er også sagt at fordi det er til tider ukjente faktorer som spiller inn i relasjonen mellom investor og entreprenør, vil investors «input» ikke nødvendigvis skape tilsvarende god «output» (Large & Muegge 2008). Noe av disse ukjente faktorene kan belage seg på match mellom investor og entreprenør (Large & Muegge 2008), men det er også grunn til å anta at grunnleggende motivasjon for å inngå i en relasjon / samarbeid, kan være med på å styre utbyttet av dette:

En relasjon og transaksjon av ressurser ser ut til å henge sammen, og det er klart at investorer og entreprenører går inn i en samarbeidsrelasjon fordi begge har en motivasjon om å få noe tilbake (Huang & Knight 2017). Dette baserer seg gjerne på forventninger og forpliktelser til partene, som har både instrumentell og emosjonell karakter (Huang & Knight 2017). Den instrumentelle dimensjonen i en relasjon er godt dokumentert i litteraturen,

fordi det i denne sammenheng omhandler instrumentelt utbytte på investeringen (Huang & Knight 2017). Den instrumentelle dimensjonen omhandler oppgaverelaterte forpliktelser og forventninger, og partene er «fornøyde» når disse innfris (Huang & Knight 2017). Litteraturen vitner om at innfrielse av forpliktelser og forventninger er med på å styrke relasjonen og skape en arena for deling (Huang & Knight 2017). Det omhandler hvor vidt disse har tilsvarende forventninger til ressursutvekslingen (Huang & Knight 2017). Når det gjelder den emosjonelle dimensjonen, som omhandler personlige og emosjonelle forventninger og felles forpliktelse for hverandres beste, kreves det dog mer kunnskap (Huang & Knight 2017). Et spørsmål er fremdeles hvilke emosjonelle forventninger investor har og hvordan han/hun mottar sosiale ressurser tilbake fra selskapet han/hun investerer i (Huang & Knight 2017). Sosiale ressurser er hva entreprenøren mottar i form av investors kompetente kapital (råd, veiledning m.m.), men for en investor kan det eksempelvis dreie seg om å få ta del i potensiell suksess (Huang & Knight 2017). Sosiale ressurser kan ikke lett verdsettes, men belager seg på partenes subjektive verdi (Huang & Knight 2017). De personlige og emosjonelle forventningene og forpliktelsene partene har til hverandre utvikles gjerne med relasjonen, men kan også påvirke hvordan ressursene flyter og er dermed viktig for å forstå suksessfull utveksling av disse (Huang & Knight 2017). I denne sammenheng dreier det seg om den humane og sosiale kapitalen som tilføres selskapet, men også investors ønske og motivasjon for å motta noe i retur fra selskapet, som tidligere nevnt belager seg på økonomisk og personlig utbytte.

Denne oppgaven bygger i noen grad videre på noe av forskningen til Huang og Knight (2017) som belyser mye av denne tematikken. Det handler om å forstå hvordan kompetent kapital henger sammen med instrumentelle og emosjonelle forpliktelser og forventninger partene har til sin investor/sitt investeringsobjekt, fordi dette antas å motivere og påvirke ressursutvekslingen (Huang & Knight 2017).

Grad av involvering

Engleinvestorer kan være alt fra ganske passive, til veldig involvert i selskapene de investerer i (De Clercq et al. 2006). Engleinvestorer ser også i større grad ut til å bidra emosjonelt inn i forholdet med gründer og bidrar med eksempelvis støtte, tillit, perspektiv og personlige spørsmål (Fili 2014; Huang & Knight 2017; Politis 2008). Relasjonen belager seg i stor grad på normer og rettferdighet (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017; Huang & Knight 2017; Shane & Cable 2002). Engleinvestorer innehar gjerne karakteristikk som innovativitet, proaktivitet og risikotaking (Lindsay 2004), samt ønsker å ta aktiv del i selskapet, selv dersom de har finansielle begrensninger (Fili 2014). De anses gjerne som mentor og hjelpere, og derfor vil ikke alltid deres aktive involvering tolkes som monitorering (Fili 2014; Mason 2006; Mason 2008; Politis 2008; SæTRE 2003).

Engleinvestorene har gjerne en uformell tilnærming til relasjonen og har gjerne et begrenset behov for å delta i styrer (selv om dette forekommer), samt foreta formell monitorering/rapportering (Wong et al. 2009). Venturekapitalister på sin side, involverer seg på både formell og uformell basis, der førstnevnte gjerne dreier seg om styrerepresentasjon og rapporter, mens sistnevnte kan dreie seg om bl.a. uformelle strategisamlinger, telefonsamtaler, sosiale sammenkomster (Gomez-Mejia et al. 1990). Venturekapitalister innehar gjerne styreposisjon, men kan sette representanter i denne (De Clercq et al. 2006).

Venturekapitalister anses gjerne som formelle investorer som har et objektivt forhold til sine investeringsobjekter (De Clercq et al. 2006; Huang & Knight 2017). Når det gjelder emosjonell forpliktelse er det også mindre av dette å forvente hos en venturekapitalist enn hos en engleinvestor, da førstnevnte forvalter andres penger og sistnevnte handler mer om personlig fit/social match (Dybvik et al. 2012; Huang & Knight 2017).

Venturekapitalister går som regel ikke inn i daglig drift og ønsker at større beslutninger forankres (De Clercq et al. 2006) og at venturekapitalinvestorers involvering belager ser på deres tro på egne og selskapets kapabiliteter (Knockaert & Vanacker 2013). For venturekapitalister handler det i stor grad om å ha innflytelse, og investor kan benytte sin mulighet til å tilføre verdi gjennom sitt nettverk og øke markedsverdien av selskapet (Sørensen 2007). Aktiv involvering og utøvelse av innflytelse ser dog ut til å være mindre viktig i selskaper som har en kompetent og erfaren CEO, og i disse tilfellene ser venturekapitalister ut til å nøye seg med monitoreringsaktiviteter (Gomez-Mejia et al. 1990; Hellmann & Puri 2002). Graden av innflytelse trenger ikke nødvendigvis dreie seg om størrelsen på eierskap, men rykte og evner har mye å si for hvilke kontrollrettigheter investor har (Park & Steensma 2014).

Når det gjelder størrelse på eierskap og utøvelse av innflytelse, sees gjerne en positiv sammenheng relatert til dette kun i de tidligere fasene av selskapets utvikling, da investorene i senere faser ser at behovet for dette minker (Gomez-Mejia et al. 1990). Det er også gjerne slik at den ledende investoren gjerne utøver mer innflytelse enn andre investorer, men dette styres også av graden av kjemi mellom entreprenør og investor (Gomez-Mejia et al. 1990).

Grad av aktiv involvering kan særlig for engleinvestorer begrenses av nye markeder / industrier, som gjør at ikke alltid investor innehar kompetansen det er behov for (Macht & Robinson 2009). I slike tilfeller kan involveringen være på et mer strategisk nivå, hvilket krever mindre «spesialistkompetanse» (Macht & Robinson 2009).

Basert på ovennevnte blir det klart av grad av og type involvering ser ut til å avhenge av investortype og relasjon. En engleinvestor og venturekapitalister investerer gjerne kapital av ulik størrelse og involverer seg dermed også i prosjekter av ulik størrelse (Capizzi 2015). Det kan dog se ut til at aktiv involvering og kapitalbehov ikke nødvendigvis samsvarer, da lavere kapitalinnskudd gjerne skjer i startfasen og at det da krever mer involvering av andre ressurser (Gomez-Mejia et al. 1990; Huang & Knight 2017). Etter hvert som selskapene utvikler seg, krever de mer kapital, men mindre av investorens tid fordi de gjerne har et kompetent team på plass (Gomez-Mejia et al. 1990). Venturekapitalister involverer seg i større grad dersom de opplever krisetilstander eller dersom de opplever at ledelsen i selskapet ikke er kompetent (Gomez-Mejia et al. 1990).

Investors grad av involvering kan også i stor grad rettes mot daglig leders/entreprenørens ønske av og respons på denne: Til tross for at det har vært påvist en positiv sammenheng mellom venturekapitalistenes investeringsprestasjoner og økt involvering (Jackson et al. 2012), så behøver ikke dette å være positivt for ledelsen og selskapet selv. Involvering i selskapene har i flere studier blitt brukt i positiv forstand, som tilført verdi, men Macht (2011) poengterer at det er studier som viser det motsatte og at man ikke vet hva involveringen fører til av faktiske resultater. Dette blir noe belyst av Dybvik et al. (2012) i deres masteravhandling. Det fremkommer også av tidligere studier at mens investor kan verdsettes for sin verdi når det gjelder eksterne bidrag, blir de mindre verdsatt for sin involvering i interne forhold (Gomez-Mejia et al. 1990).

Macht (2011) poengterer at forskning gjerne har antatt at entreprenørene aksepterer og verdsetter involveringen, men gjør seg tanker om at entreprenøren selv utspiller en rolle når investoren involverer seg. Til tider kan entreprenørene ønske mer passive investorer, som ikke involverte seg for mye i ledelsen av selskapet, men heller er tilgjengelige dersom de ønsket hjelp (Macht & Robinson 2009). Macht (2011, s.270) siterer verk av (Barney et al. 1996) og (Barney et al. 1994) som går på entreprenøren evne til å være reseptiv ovenfor den involvering investor foretar seg, og finner at de har større tendens til å ønske involvering og lære dersom de har mindre erfaring selv. Daglig leder oppfattes nemlig som en «gatekeeper» og det er han/hennes «attitude» mot læring som er med på å styre hvordan involveringen faktisk tilfører verdi, da denne ikke nødvendigvis alltid oppfattes som like fordelaktig (De Noble 2001; Macht 2011). Nyere studier på dette emnet sett i lys av venturekapital, viser at evnen investor har til å tilføre råd faktisk avhenger av entreprenørens aksept av denne (Faber et al. 2016).

Verdien en investor har mulighet til å tilføre, omhandler dermed ikke bare hva han/hun har å tilføre, men også entreprenørens evne til å motta og verdsette involveringen (Macht 2011; Politis 2008). Grünfeld (2010, s.2) poengterer viktigheten av at eierne (investorene) forstår kompetansematchingen mellom seg selv og selskap, kapitalstørrelsen som bør tilføres selskapet, forening av egne og selskapets mål, samt hva slags "kunnskap, erfaring, nettverk og mulige samarbeidspartnere" som er aktuelt for selskapet.

Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?

3.1. Potensielle utfordringer

Basert på relevant litteratur, har jeg forsøkt å dele noen av de utfordringene som ser ut til å gjelde kompetent kapital inn i dekkende hovedområder. Dette skal danne grunnlag for min forskning og videre diskusjon. Suksessfull utveksling av ressurser belager seg, som forrige del var inne på, på en velfungerende relasjon (Huang & Knight 2017), og denne delen tar dermed for seg de utfordringer som kan oppstå i relasjon eller med den annen part i denne.

En nærmere analyse av litteraturen avdekker at de motivasjonsfaktorene som finnes, utfordringene som oppstår, og den risikoen som investorene forsøker å redusere gjennom aktiv involvering, på mange måter er knyttet til følgende teoretiske hovedområder (Politis 2008), som er disse jeg har valgt å fokusere på i denne oppgaven:

- *Ressursteori*
- *Agentteori (Agent-prinsipalutfordringer)*
- *Ressursavhengighetsteori*
- *Relasjonsstyring*

Utfordringene kan være både interne og eksterne, og begge parter står ovenfor risiko for potensielle utfordringer knyttet til marked/prestasjon, relasjon eller person (Fili & Grünberg 2016; Söderblom et al. 2016) . Denne oppgaven vil ikke ta for seg eventuelle markedsutfordringer, men se mer på utfordringene partene møter på når de tilbyr/mottar kompetent kapital og er i relasjon med hverandre.

Mye av utfordringene tidligere og håndtering av disse, har vært skildret fra en investors perspektiv, og rammeverket til Politis (2008) skaper også en forståelse for hvordan investors ulike roller er med på å håndtere eventuelle utfordringer som kan oppstå. Fordi investoren står ovenfor risiko knyttet til sine investeringer og ikke nødvendigvis er direkte involvert i selskapets daglige forretninger (her er det forskjell på venturekapitalister og engleinvestorer), sees ofte utfordringer i lys av prestasjons- og relasjonsrisiko (Söderblom et al. 2016). Førstnevnte dreier seg om utfordringer knyttet til marked og interne operasjoner, mens sistnevnte dreier seg om agentrisiko. Som denne delen vil vise, så kan oppfattet risiko skape utfordringer som blir belyst under, men også entreprenøren møter på utfordringer i relasjon med investoren. Denne delen forsøker dermed også å inkludere utfordringer som kan oppstå fra en entreprenørs perspektiv, og vil være med å danne grunnlaget for diskusjonen i Kapittel 5.

Tabell 3 Sammenheng mellom aktiviteter, teoretisk grunnlag og potensielle utfordringer avdekket i litteratur

Dimensjon av kompetent kapital (KK = FK + HK + SK)	Hva gjør investor for å tilføre investor verdi?	Hvordan tilfører aktivitetene verdi?	Teoretisk grunnlag	Grunnlag for utfordringer	Potensielle konsekvenser
Human kapital	Tilsyn og Monitorering <i>Målstyring Styrerepresentasjon Strukturering</i>	Hjelper selskapet holde fokus og struktur, samt dele informasjon	Agentteori	Informasjonsasymmetri og målkonflikt	Skjult handling Uheldig seleksjon Overinvolvering/-kontroll
	Strategisk rådgivning <i>Strategisk planlegging Produkt- /forretningsutvikling Konsultering Operasjonelle aktiviteter</i>	Bistår med egen/ekstern kompetanse der gründer mangler dette for å kunne utvikle selskapet, gi retning og hjelper med å overkomme operasjonelt og kunnskapsmessig gap	Ressursteori	Ressursbegrensninger	Redusert tilbud og utbytte av kompetent kapital
Sosial kapital	Mentoring <i>Samtalepartner Co-entreprenør (Sætre, 2003)</i>	Gir gründer støtte, tar del i byrden og gir gründer mulighet til å snakke om personlige utfordringer. Relasjonsbyggende	Relasjonsstyring	Uklare forventninger til kompetent kapital og i relasjonen	Vanskelig å tilføre og motta kompetent kapital Rollekonflikt
	Ressursinnhenting <i>Innhenting av Finansiering Legitimering Nettverk / Rekkevidde Rekruttering</i>	Gir selskapet tilgang på ressurser og gjør veien til disse potensielt kortere	Ressursavhengighet	Ikke-gjensidig avhengighetsforhold	Begrenset fleksibilitet hos entreprenør

Agentteori: Informasjonsasymmetri og målkonflikt

Skjult handling og uheldig seleksjon

Investor og entreprenør befinner seg i agent-prinsipalforhold. Som en grunnleggende antakelse og bakgrunn for agent-prinsipalutfordringer ligger konflikt i målsetting og ulik tilgang på informasjon. Fordi entreprenøren i større grad besitter informasjon om egne kapabiliteter og selskapets helhet (Söderblom et al. 2016) og fordi investoren

har manglende informasjon om entreprenørenes kunnskap og motivasjon (Brettel et al. 2013) skaper dette grobunn for utfordringer i selve relasjonen mellom investor og entreprenør (Fili 2014; Jensen & Meckling 1976).⁵

Investeringer av kompetent kapital, bør i teorien være fordelaktig for både investor og selskap, men i forhold til ønsket resultat og målsetning, kan investorens involvering i ulik grad påvirke det investorene og entreprenørene selv mener er positivt. Ulik målsetting og informasjonsasymmetri kan lede til utfordringer i forhold til at entreprenøren kan skjule sine handlinger (Moral Hazard) eller føre til at investoren foretar en uheldig seleksjon (Adverse Selection) (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017). Tendensen til skjult handling ser ut til å øke med redusert eierskap hos entreprenøren, da de besitter mindre grad av kontroll over retning og strategisk utvikling av selskapet (Hechavarría et al. 2015). Investor kan dermed frykte for at entreprenøren skal bruke de midlene han/hun tilegner seg til egen fordel (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017).

Målkonflikt anses i stor grad å kunne gjelde venturekapitalister og entreprenører fordi noe av ulempene som kan oppstå når disse involverer seg i virksomheten, er at motivet for involvering kan være ene og alene høy avkastning (Cable & Shane 1997; Hsu et al. 2014). Førstnevnte ønsker å maksimere avkastning og tidlig exit, mens sistnevnte ønsker å maksimere egne fordeler og kanskje langsiktig vekst, uten at det nødvendigvis kun er knyttet til raske finansielle prestasjoner (Collewaert 2016). Målkonflikt kan også oppstå mellom engleinvestorer og entreprenører (Collewaert 2016), men engleinvestorene oppfattes gjerne som mer tålmodige investorer med et lengre investeringsperspektiv (Mason 2008).

På bakgrunn av informasjonsasymmetri forstår ikke nødvendigvis investorene kvaliteten på muligheten de står ovenfor (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017). Det sies at engleinvestorer gjerne har mindre kontroll over uheldig seleksjon, fordi de i forkant av investeringen ikke har like formelle prosedyrer som venturekapitalister (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017), også fordi de gjerne ikke benytter seg av like systematiske prosesser (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017; Van Osnabrugge 2000; Wiltbank 2005).

Uheldig seleksjon går også andre veien ved at entreprenøren må finne investor som passer de behov og innehar den ekspertisen de er ute etter (Amit et al. 1993 sitert i Cable & Shane 1997, s.168). Det er avgjørende at tilbud og etterspørsel matcher for at gründer skal få den kompetente kapitalen som han/hun har behov for (Grünfeld 2010; Huang & Knight 2017)

Overinvolvering

Investorer kan i sine monitoreringsaktiviteter ha en tendens til å oppleves som overinvolvert. Overinvolvering av venturekapitalistene kan være destruktivt, særlig dersom involvering er på et slikt mikronivå at det går på bekostning av utvikling av selskapet (Jääskeläinen et al. 2003). Denne samme tendensen finner man i forholdet mellom engleinvestorer og entreprenører (Collewaert 2016). Særlig kan for mye fokus på monitorering være

⁵ Et teoretisk rammeverk for investeringsaktører og entreprenører er agentteori. Dette dreier seg om eierskap og kontroll, og hvordan dette er skilt på de ulike aktørene, som utdypet av Jensen og Meckling i 1976. Agentteori drøftes gjerne med fokus på moral hazard og adverse selection (skjult handling og uheldig seleksjon), som konsekvens av informasjonsasymmetri.

destruktivt (Wijbenga et al. 2007). Det samme kan skje hvis de overstyrer entreprenørens meninger (Bygrave and Timmons 1992, sitert i Kaiser et al. 2007, s.205). Det vises også til at venturekapitalistene ofte blander seg inn for mye når det ikke nødvendigvis går så bra for selskapet fordi de ikke skal inneha dybdekompetanse eller intensjon om å ta over daglig drift (Kaiser et al. 2007).

Til tross for å bli eksponert for økt kompetanse og potensiell strategisk veiledning, kan entreprenøren måtte gi avkall på kontroll på bakgrunn av den risikoen som investoren velger å ta i selskapets tidlige fase (Söderblom et al. 2016; Wasserman 2008). Når eksterne parter går inn i selskapet og bidrar med strategisk retning for selskapet, faller entreprenørens interesser gjerne i bakhånd. Det kan for eksempel være at investor mener gründer ikke lenger er egnet til å drive selskapet videre og dermed erstatter daglig leder, ved at han/hun går frivillig eller blir bedt om å gå (Hellmann & Puri 2002). Når venturekapitalister ser på selskaper vektlegger de i størst grad selve management teamet i selskapet, men forskning viser også at kun 1/3 gründere fortsetter i stillingen som daglig leder etter at venturekapitalistene starter sin involvering (Baker og Gompers, 2003, sitert i Gompers et al. 2016, s.4). Dette viser at det kan ha store konsekvenser for en entreprenør som ønsker å beholde sin posisjon å innhente ekstern kapital fra aktive eiere, selv om denne endringen objektivt sett kan ha positive konsekvenser for selskapets utvikling. Det fører en over til entreprenørens dilemma, der han/hun må velge mellom kontroll (King) eller finansielt utbytte (Rich) (Wasserman 2008). Hvordan denne overgangen takles, har mye å si for hvordan entreprenøren vil oppfatte relasjonen. Dersom han/hun tar dette på en god måte og fortsetter å være en del av selskapet kan dette være positivt, men dersom han/hun ikke ønsker å oppgi kontroll, kan venturekapitalistene måtte utøve en endring der entreprenøren ikke lenger er en del av selskapet (Hellmann & Puri 2002). Tidligere forskning viser at det er ulike venturekapitalister kan ha ulike tilnærminger til hvilke aktiviteter de utfører om de som investerer i teamet eller de som investerer i selskapet (Knockaert & Vanacker 2013). Ovennevnte vitner om at investor kan bli for involvert i selskapet, hvilket kan få negative konsekvenser.

Ressursteori: Ressursbegrensninger

Redusert tilbud og utbytte av kompetent kapital

Både investorer og entreprenører kan møte på utfordringer knyttet til egne og den annen parts ressursbegrensninger. Investorene kan møte på ressursbegrensninger hos gründer og han/hennes gjennomføringsevne (Söderblom et al. 2016), men selv har de heller ikke ubegrenset med ressurser og må dermed foreta en avveining i forhold til hvordan de allokere disse. Særlig venturekapitalister står ovenfor begrensninger i forhold til tid basert på sine mange prosjekter, og det er dermed ikke alltid mulighet for å involvere seg på flere plan i organisasjonen eller i like stor grad (Hellmann & Puri 2002).

Engleinvestorer på sin side står ovenfor ressursbegrensninger i forhold til kapitaloppfølging og egen kompetanse (Fili 2014; Grünfeld et al. 2010; Kim & Wagman 2016) og er avhengig av andre aktører som er med på å støtte selskapene finansielt og med kompetanse. Engleinvestorer har ikke nødvendigvis kompetanse til å involvere seg (Macht & Robinson 2009; Macht 2011), hvilket går imot tidligere studier som mener de investerer i industrier/markeder de kjenner til (Mason 2008). Det at de ikke nødvendigvis har den relevante industrierfaringen (SæTRE 2003; Van Osnabrugge 2000) eller har begrenset erfaring og likevel ønsker å blande seg inn, kan by på

utfordringer (De Noble 2001; Macht 2011; Mason & Harrison 1996). Det kan føre til en mismatch mellom behov og tilbud (De Noble 2001), og involvering kan i tilfeller virke både invaderende og mot sin hensikt (De Noble 2001; Macht 2011). Ovennevnte vitner om at ressursbegrensninger kan føre til redusert tilbud og utbytte av kompetent kapital.

Relasjonsstyring: Uklare forventninger til kompetent kapital og i relasjonen

Vanskelig å tilføre og motta kompetent kapital

Innfrielse av partenes forventninger til hverandre og forståelsen av relasjonen de går inn i kan anses som avgjørende for hvordan utvekslingen av kompetent kapital fungerer (Huang & Knight 2017). Selv om mye av denne oppgaven ser på hvordan investor kan tilføre verdi til selskapene, er det også en samtidig flyt av ressurser, skal vi se tilbake på investorens motivasjon for å investere, nemlig økonomisk og personlig utbytte. Forskere har gjerne tatt for seg forventninger og forpliktelser som omhandler den formelle utvekslingen av kapital og forventninger til denne, men mangler den emosjonelle dimensjonen og sosiale ressurser (Huang & Knight 2017). Sosiale ressurser kan ikke like lett verdsettes, men belager seg på partenes subjektive verdsetting (Huang & Knight 2017) og kan også ha finansiell betydning. Gjennom å dele felles mål og forpliktelser og forutsatt at det er et emosjonelt bånd mellom partene, kan sosiale ressurser gagne finansiell utvikling av selskapet, men tilsvarende vanskeliggjøre denne dersom det mangler (Huang & Knight 2017). Det er derfor grunn til å anta at dersom felles forpliktelser og forventninger ikke innfris eller avklares i forkant, kan det skape utfordringer i relasjonen. At det finnes gap mellom forventninger hos entreprenør og investor er godt kjent i forskningen (Mason & Harrison 1996), med hovedfokus på den instrumentelle dimensjon gjennom prising og selskapsprestasjoner. Det samme fremkommer i uoverensstemmelser mellom ønsket tilbud og etterspørsel av kompetent kapital sett fra et norsk perspektiv (DNB 2016).

Selskaper/entreprenørenes evne til å ta imot bidrag fra engleinvestorene (reseptivitet) også kan ha mye å si for hvor mye investor velger å involvere seg og hvordan dette mottas (Macht 2011). Videre knyttes risiko til entreprenørens gjennomføringsevne (Söderblom et al. 2016). Personlig utveksling av kompetanse og kunnskap, er myke faktorer der personlige evner ser ut til å spille en viktig rolle i forhold til faktisk verdi som utveksles (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017). Erfaringsgrunnlaget til en entreprenør kan også se ut til å ha mye å si for hvordan involvering fra investor tolkes, samt at de ikke alltid vet hva som kreves når en skal motta kompetent kapital (Zacharakis et al. 2010). Mottak av kompetent kapital kan også se ut til å avhenge noe av erfaring med denne type investeringer og uenigheter som kan oppstå:

“We surmise that more experienced entrepreneurs – in terms of the number of times they received venture capital, or the number of rounds they’ve gone through in the current venture, or the number of syndicate partners – might have a more favorable view of task conflict than less experience entrepreneurs.” (Zacharakis et al. 2010, s.121).

En erfaren entreprenør ser ut til å anse involvering som støtte og forstår hvilken verdi det kan ha for selskapet, kontra å tolke dette som involvering i negativt forstand og føle seg truet (Zacharakis et al. 2010).

Venturekapitalister kan anse det å utfordre entreprenørene og tilføre verdi som en del av deres jobb, mens gründer kan oppleve det som konflikt (Zacharakis et al. 2010). Entreprenøren kan også ha lite tiltro til investors planer og kortsiktige tidsperspektiv og anse dette som ødeleggende for deres suksess (Zacharakis et al. 2010).

Rollekonflikt

Når en investor skal bistå med både kompetanse og kapital, viser teorien til at han/hun kan komme ovenfor en rollekonflikt. Skal man hjelpe entreprenøren eller skal en fokusere på avkastning og selskapets resultat? (Fili 2014). Det kommer anledninger hvor de må ta en avveining mellom å mentorere og fokusere på avkastning (selv om en viss grad av mentorering kan øke avkastningen), og særlig gjelder dette engleinvestorer, som har en mindre formell relasjon til selskapet (Fili 2014). Engleinvestorer er forventet å ha to roller, en investor og en mentor (Fili 2014). Dette forholdet er spesielt, fordi mentoren har økonomisk interesse i menteens selskap. Også entreprenøren må ta en avveining mellom å fokusere på selskapets vekst eller kontroll over dette (Rich vs. King) (Kim & Wagman 2016; Wasserman 2008).

Venturekapitalistene kan også inneha flere ulike roller (Large & Muegge 2008). Venturekapitalistene har også forpliktelse ovenfor egne eiere om maksimert avkastning, og beslutninger må foretas basert på hva som gagnar porteføljen (Denis 2004). De er avhengige av å gjøre en jobb for investorene som har pengene plassert i fondet, samt at egen kompensasjon også ligger i fondets prestasjoner (De Clercq et al. 2006). Venturekapitalister i fond investerer ikke bare egne midler, men på vegne av flere investorer, og er av den grunn avhengige av ryddige prosesser og oppfølging av selskapene, men som kan kreve balanse skal det fungere ideelt (Van Osnabrugge & Robinson 2000). De møter dermed agent-utfordringene begge veier, leveranse mot egne investorer (eiere) og entreprenørene (De Noble 2001), hvilket igjen kan påvirke relasjonen.

På den annen side vil en for tett relasjon også kunne skape utfordringer: Dersom investor og entreprenør ikke klarer å være objektive i relasjonen, men i stedet blir tett knyttet og har veldig troen på hverandre, kan det hende at de ender med dårlige beslutninger (De Clercq & Sapienza 2005; De Clercq et al. 2006). Dette kan også føre til at harde beslutninger går på bekostning av en god relasjon og dermed utover selskapets beste (Sapienza et al. 2000).

Ressursavhengighet: Ikke-gjensidig avhengighetsforhold

Begrenset fleksibilitet hos entreprenør

Tilførsel av kompetent kapital handler i hovedsak om at investorer knytter seg til selskapet og i den anledning bistår med ressurser, men det oppstår raskt en relasjon der maktforholdet er uheldig distribuert sett fra entreprenørens side (Gomez-Mejia et al. 1990). *Ressursavhengighetsteori* har dermed blitt brukt for å se på forholdet mellom entreprenører, der de som besitter viktige ressurser gjerne i stor grad kan utøve kontroll (Politis 2008; Söderblom et al. 2016; Wijbenga et al. 2007), men også for å belyse at et selskaps suksess belager seg på evnen til å knytte seg til det eksterne miljøet (Politis 2008). Dette avhengighetsforholdet er ikke gjensidig, særlig når det gjelder venturekapitalister, fordi disse gjerne har en portefølje med selskaper de har interesser i og dermed har fordelt risikoen (Gomez-Mejia et al. 1990). Fordi entreprenørene er avhengig av investorenes

økonomiske bidrag, skapes det her en urettferdig maktfordeling sett fra entreprenørens perspektiv, og kan føre til økt utøvelse av kontroll fra investoren (Gomez-Mejia et al. 1990). De kan også ende opp med å akseptere investorer og lavere evaluering av selskapet med interesser som ikke stemmer overens med egne, og dermed ender opp med å oppleve negativitet ovenfor investoren sin (Collewaert & Manigart 2016). I tillegg har de begrensede muligheter til å kunne vurdere verditilførsel før i etterkant av prosessen, hvilket gjør at de kan være låst i situasjonen (Brettel et al. 2013). Selv om investorer gjerne bidrar til å redusere ressursavhengigheten gjennom å gi tilgang til andre ressurser (Politis 2008), ser man her at entreprenøren kan komme i en subjektiv uheldig situasjon fordi de blir avhengige av investoren, og dermed har manglende fleksibilitet dersom investor velger å bruke dette.

3.2. Potensiell reduksjon av utfordringer

Tabell 4 Sammenheng mellom verditilførsel, teoretisk grunnlag, potensielle utfordringer, konsekvenser og håndtering

Dimensjon av kompetent kapital (KK = FK + HK + SK)	Hva gjør investor for å tilføre investor verdi?	Hvordan tilfører aktivitetene verdi?	Teoretisk grunnlag	Potensielle utfordringer	Potensielle konsekvenser	Hvordan redusere risikoen og potensielle utfordringer?
Human kapital	Tilsyn og Monitorering Målstyring Styrerepresentasjon Strukturering	Hjelper selskapet holde fokus og struktur, samt dele informasjon	Agentteori	Informasjonsasymmetri og målkonflikt	Skjult handling Uheldig seleksjon Overinvolvering/-kontroll	Skape forpliktelse Informasjonsdeling og åpenhet for involvering
	Strategisk rådgivning Strategisk planlegging Produkt- /forretningsutvikling Konsultering Operasjonelle aktiviteter	Bistår med egen/ekstern kompetanse der gründer mangler dette for å kunne utvikle selskapet, gi retning og hjelper med å overkomme operasjonelt og kunnskapsmessig gap	Ressurs-teori	Ressursbegrensninger	Redusert tilbud og utbytte av kompetent kapital	Forventningsavklaring Øke ressursbasen
Sosial kapital	Mentoring Samtalepartner Co-entreprenør (Sætre, 2003)	Gir gründer støtte, tar del i byrden og gir gründer mulighet til å snakke om personlige utfordringer. Relasjonsbyggende	Relasjonsstyring	Uklare forventninger til kompetent kapital og i relasjonen	Vanskelig å tilføre og motta kompetent kapital Rollekonflikt	Forventningsavklaring Informasjonsdeling og åpenhet for involvering
	Ressursinnhenting Innhenting av Finansiering Legitimering Nettverk / Rekkevidde Rekruttering	Gir selskapet tilgang på ressurser og gjør veien til disse potensielt kortere	Ressurs-avhengighet	Ikke-gjensidig avhengighetsforhold	Begrenset fleksibilitet hos entreprenør	Forventningsavklaring Øke ressursbasen Informasjonsdeling og åpenhet for involvering

Forventningsavklaring

Jeg var tidligere inne på at utveksling av ressurser skjer i relasjon og i stor grad påvirkes i forhold til hvilke forventninger og forpliktelser som ligger i denne (Huang & Knight 2017). Huang og Knight (2017) påpeker at den instrumentelle og den emosjonelle dimensjonen gjerne går i hverandre, og at sistnevnte også er viktig å se på når sosiale ressurser utveksles. Innfrielse av forventninger og forpliktelser i en relasjon ser ut til å ha en positiv påvirkning på relasjonen og utveksling av ressursene. Å ha en forståelse av den annen parts motivasjonsfaktorer

i relasjonen, kan muligens være med å påvirke hvordan kompetent kapital tilbys og mottas, samt hvordan investor mottar sosiale ressurser som står til forventningene (Huang & Knight 2017).

Mye kan avdekkes i pre-investeringsfasen (fasen før investering besluttes), og mens investorer foretar nøye vurderinger av sine investeringsobjekter med ulik grad av formaliserte prosedyrer (Van Osnabrugge 2000), kan entreprenøren på sin side også skaffe seg en forståelse av investoren. Entreprenører blir rådgitt til å skaffe seg god oversikt over og om engleinvestorer og deres forventninger før de søker investering for en suksessfull matching mellom investor og selskap (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Entreprenører rådgis til å nøye vurdere om de ønsker venturekapitalinvesteringer, da nettopp dette er kjent for å føre til at investoren jobber mot egne mål som ikke samsvarer med entreprenørens (Kaiser et al. 2007). Ragazzino og Blevins (2015, s.35) påpeker dette ved å presisere at involvering av en venturekapitalist kan måtte skje på bekostning av egne målsettinger og bør veies opp mot antall investorer, timing, tidsperspektiv og økonomisk bidrag og involvering. Det kan være viktig at entreprenøren innehar en forståelse av og evner å hensynta de ulike fasene investoren er i, og dette kan ha mye å si for hvilke beslutninger entreprenøren bør ta (De Clercq et al. 2006).

Det er nødvendig med ulik grad av involvering basert på selskapets fase og det vil også ha mye å si for entreprenørens reseptivitet (Macht 2011). Entreprenørens og venturekapitalisters evne til å strømlinjeforme målsetning for å bygge et sterkere bånd og redusere potensielle sammenstøt (Turcan 2008). Dersom de felles forventningene ikke blir møtt, kan dette være med på å svekke relasjonen mellom aktørene (Huang & Knight 2017).

Skape forpliktelse

Det er fordelaktig å ha felles forpliktelser og mål fordi det har mye å si for hvor mye hver part ønsker å dele med hverandre (Huang & Knight 2017). Relasjonsstyring er noe av grunnlaget for investorens mentorrolle (Politis 2008), fordi det omhandler å bygge tillit og danne en arena for åpenhet, hvilket også antas å øke entreprenørens reseptivitet for rådene investor kommer med (Macht 2011; Politis 2008).

Engleinvestorene lar entreprenøren i større grad bevare majoriteten av eierskapet i virksomheten, fordi de antar at entreprenøren vil oppføre seg mindre opportunistisk og i tråd med selskapets beste dersom de besitter kontroll og når deres målsetting er tett knyttet opp mot selskapets suksess (Wong et al. 2009). Siden engleinvestorer investerer egne penger, er deres forhold til entreprenørene enklere å administrere i forhold til et agent-prinsippal perspektiv, enn f.eks. for venturekapitalister, som selv har investorer de forvalter pengene til (De Noble 2001). For økt kontroll kan også engleinvestorer ønske styrerepresentasjon, men Van Osnabrugge (2000) finner også at agent-prinsippal problematikken løses av engleinvestorer gjennom en forståelse av at kontrakter ikke er tilstrekkelig og at involvering spiller en større rolle og vektlegger å involvere seg i etterkant av investeringen (Huang & Pearce 2015; Van Osnabrugge 2000). De bruker i mye større grad huskereglene og egen intuisjon når det gjelder å håndtere ukjent usikkerhet (Huang & Pearce 2015).

I motsetning til engleinvestorer, som gjerne involverer seg operasjonelt, ser venturekapitalister i mye større grad å ha en "føre var" holdning til risiko, og reduserer agent-prinsippal problematikken med en forståelse om av kontroll

kan skje gjennom kontrakter, screening og due diligence (Van Osnabrugge 2000; Wong et al. 2009). Informasjonsasymmetri takles gjerne av venturekapitalister gjennom strenge kontrollmekanismer som er kontraktsfestet (Denis 2004). Venturekapitalister benytter seg i hovedsak av 3 ulike mekanismer for å utøve kontroll over sine investeringer (Wong et al. 2009): 1) styrerepresentasjon 2) Gradvis investering (staging) 3) Utarbeidelse av kontrakter. På bakgrunn av det høye eierskapet venturekapitalister gjerne får når de investerer, har de mulighet til å ta en stor rolle i strategiarbeid gjennom å ta en aktiv rolle og de har mye påvirkningskraft (Wijbenga et al. 2007), da de sitter med risiko som styres av selskapets suksess er styrerepresentasjon en måte å kontrollere dette (Park & Steensma 2014). Å være en del av styret i en organisasjon gjør en i stand til å være med å påvirke strategisk retning og få tilgang til informasjon og redusere opportuniste (Madill et al. 2005; Politis 2008; Söderblom et al. 2016). Involvering i selskapet gjennom Tilsyn og monitorering kan bidra til at informasjonsasymmetrien reduseres (Fili 2014; Politis 2008). Monitoreringen dreier seg i hovedsak om å redusere risikoen som oppstår, men også fordi investeringen ikke er likvid og kan selges umiddelbart, er det mye risiko tilknyttet selskapets fremtid. De deltar i styret og ønsker klare rapporteringer og utarbeidede rapporter som benyttes i styremøtene (De Clercq et al. 2006). I post-investeringsfasen gjennomfører dermed venturekapitalister monitorering og verditilførsel (De Clercq et al. 2006). De er også opptatt av at entreprenøren er incentivert slik at man har felles utbytte av eventuelle gode presentasjoner og for å sikre at man jobber mot samme mål og mindre grunnlag for skjulte handlinger (Denis 2004).

Informasjonsdeling og åpenhet for involvering

Overinvolvering er belyst som en utfordring som et resultat av investorens særlige ønske om å bidra eller monitorere, fordi det belager seg på tanken om informasjonsasymmetri. Både investorer og entreprenører ser i stor grad ut til å kunne gjøre noe med dette, og omhandler i så måte informasjonsdeling og åpenhet i relasjonen. Investorer kan for eksempel benytte mentorrollen som en slags uformell kontrollmekanisme for å redusere transaksjonskostnadene, men for entreprenøren kan dette tillitsbaserte forholdet føre til mer åpenhet med investor fordi en kanskje føler felles emosjonelle forpliktelser (Huang & Knight 2017; Politis 2008).

Tidligere forskning på området viser at investor i stor grad gjennomfører kontroll og monitoreringsaktiviteter for tilgang på informasjon, og for å redusere risikoen for at entreprenører ikke opptre i tråd med investorens interesser (Söderblom et al. 2016). Entreprenørene på sin side, kan dog gjøre en innsats for å unngå investors behov for overinvolvering. Kaiser et al. (2007) mener entreprenørene kan ha et godt forhold til investoren (venturekapitalistene) gjennom å gjøre en innsats for å ivareta et godt samarbeid og forstå investorens perspektiv. Når det gjelder selve relasjonen underveis i samarbeidet, bør entreprenøren evne å respektere de ulike investorene og forstå hvilke formelle forpliktelser bl.a. venturekapitalisten har og den økonomiske makten han/hun har og fordi de også gjerne har begrenset med tid, bør entreprenøren gjøre det fordelaktig for venturekapitalisten å tilføre verdi (De Clercq et al. 2006). De Clercq et al. (2006) poengterer at en entreprenør må være nøye med å forstå de ulike investorene, og mener blant annet at det er viktig med effektiv kommunikasjon, gjensidig tillit og objektivitet og hensyn ovenfor investoren. Det er også viktig at entreprenøren også forstår hva slags makt han / hun sitter med når det gjelder informasjon og operasjonell kontroll, men denne bør ikke misbrukes dersom man ønsker en god relasjon (De Clercq et al. 2006).

I tillegg til å finne investorer som har den ekspertisen de er på jakt etter, bør de også selv være forpliktet ovenfor de leveranser som kreves og sammen danne en åpen tillitsbasert relasjon som gjør at man sammen kan løse uforutsette utfordringer som kan dukke opp (De Clercq et al. 2006). Slike emosjonelle bånd kan anses som viktig for åpenhet om målsetting og behov og danne et grunnlag for utveksling av sosiale ressurser (Huang & Knight 2017).

Litteratur på emnet som har blitt vidt (relativt i denne type forskning) sitert i nyere år, dreier seg om entreprenørens reseptivitet (Macht 2011). Entreprenøren har en evne til å påvirke hvordan han/hun faktisk mottar den kompetente kapitalen, gjennom 4 komponenter (Macht 2011): responsivitet (godkjennelse eller avvisning av involvering), tilbakemelding (på involvering), reaksjon på investors henvendelser (hvordan man svarer på investors ønsker) og involveringsinitiativ (egen evne til å oppmuntre investors involvering). Håndtering og forståelse av dette, kan dermed være med på å guide hvordan man best kan balansere kompetansebidraget.

Entreprenøren kan jobbe mot å redusere informasjonsasymmetri ved å rapportere og informere (Kaiser et al. 2007). Sapienza et al. (2000) mener entreprenøren må være proaktiv og åpen for beslutninger i styremøter rundt både kapital og fremtidsplaner, tilfredsstillende monitorering og være åpen og rettferdig. Det handler i bunn og grunn om å skape en arena for åpen kommunikasjon og samarbeid for gjensidig innsats (Sapienza et al. 2000).

Øke ressursbasen

Ressursbegrensning når det gjelder gründers evne til å prestere er også en risiko, som gjerne håndteres gjennom økt involvering fra investors side ved å by på og hente inne ressurser de mangler (Politis 2008; Söderblom et al. 2016). Ressursbegrensninger og ressursavhengighet håndteres gjennom at investor bidrar aktivt i ressursinnhenting, som igjen er en verdi for selskapet (Politis 2008).

Når det gjelder begrensning fra investor side, kan økt antall typer investorer bidra til økt kompetansebidrag og komplimentere hverandre, men både entreprenør og investorer bør være bevisst på at økt antall forbi et visst nivå kan øke koordinasjonskostnader og interessekonflikter (Harel 2013).

Entreprenøren kan også øke sin egen ressursbase, og ta til seg den kunnskap som finnes der ute. Ved å øke egen kompetanse og nettverk, kan entreprenøren bli mindre avhengig av investoren og i så måte bruke dette i forhandlinger (Kaiser et al. 2007).

KAPITTEL 3: METODE

Jeg har gjennomført en kvalitativ, eksplorativ studie med et realistisk forskningsperspektiv. Det dreier seg om en case studie, der forskningsenhetene er individer som er med på å belyse perspektivet til entreprenører, engelinvestorer og/eller venturekapitalister, og som gir en forståelse av kompetent kapital i Norge. Valg av metode danner et naturlig grunnlag for dataanalysen, og både troverdighet, overførbarhet, bekreftbarhet og pålitelighet (validitet og reliabilitet) av studiet (Miles et al. 2014). Dette kapitlet skal derfor gjøre greie for hvordan jeg metodisk har gått frem i forhold til å hente inn informanter, men gir også en detaljert forklaring av datainnsamling og analyse av denne.

3.1. Valg av forskningsfilosofi og -design: Kvalitativ casestudie fra et realistisk perspektiv

Bakgrunn for case studie

Selv om case studier gjennom tidene har blitt kritisert for å ikke være egnet i forskningsprosjekter på masternivå (Adams and White, 1994 sitert i Perry 1998, s.785), har andre poengtert at case studier kan være vel så bra (Perry 1998; Yin 2014). Fordi jeg som forsker kan inneha en teoretisk posisjon basert på mine grunnleggende teoretiske antakelser og litteratur, så muliggjør dette at både datainnsamling og -analyse er rettet mot den overordnede problemstillingen (Gray 2014). Det gjør videre at mitt forskningsspørsmål: «*Hvordan forstås «kompetent kapital» av entreprenøren, engleinvestoren og venturekapitalisten og hva kreves av denne type investering?»*» egner seg godt for case studie, ved at entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv på kompetent kapital belyses gjennom å se på individer fra disse gruppene som caser. Det er fordi et case studie muliggjør og godtar det faktum at forsker gjerne ikke kan ha kontroll over atferdshendelser (Gray 2014; Perry 1998) og muliggjør bruk av systematisk intervjuing (Gray 2014).

Individuelle caser

Studiet jeg foretar meg er et «bounded» case studie (Ellinger et al. 2005), der individet er studieobjektet, men hvor fellestrekk gjør at engleinvestorer, venturekapitalister og entreprenører representerer hver sine overordnede perspektiver. Da det under og etter datainnsamlingen ble klart at flere av studieobjektene innehadde eller har hatt flere roller, ble det naturlig å bruke deres erfaring under flere av gruppene, og jeg kunne ikke lenger forholde meg til informanten som representant for én av gruppene.

Jeg har benyttet meg av «*diverse case selection*» og valgt individer for å skape en forståelse av kompetent kapital. Ulike caser passer også godt for studier som både søker å bekrefte teoretiske sammenhenger, men også har en eksplorativ side ved seg (Seawright & Gerring 2008). Ulikhetsgraden belager seg på forskjellen mellom gruppene, men det er også et snev av ulikhet internt i gruppene på bakgrunn av erfaringsnivå med gründerskap, entreprenørskap og investeringer. Med hensyn til replikasjon er det viktig å se på relativt like, men også relativt ulike caser (Miles et al. 2014; Yin 2014). At gruppene kan sammenlignes har mye å si for analysen (Miles et al. 2014) og når man foretar utvalg i denne sammenheng handler det om å kunne sammenligne casene med hverandre og teori (Miles et al. 2014) .

På bakgrunn av det vil casene jeg har valgt ut på en måte være representative for sine grupper – engleinvestorer, venturekapitalister og gründere/entreprenører, men kan likevel ikke sies å representere en fullstendig variasjon internt i populasjonen (Seawright & Gerring 2008). Hensikten er å skape en forståelse av forholdet mellom gruppene og trekke ut fellestrekk for de ulike perspektivene.

Abduktiv tilnærming og kontinuerlig tilpasning

Jeg har forsøkt å inneha et realistisk perspektiv under studiet. Det blir anbefalt, fordi det ivaretar det moderne og før-paradigmatiske, men muliggjør også at jeg som forsker kan ivareta en objektivitet (Perry 1998). Det er viktig å

ha med seg at det er en ekstern virkelighet jeg forsøker å danne meg et bilde av, gjennom casenes perspektiver og forståelse (Perry 1998). Et realistisk perspektiv muliggjør også å ha både en induktiv og en deduktiv tilnærming, der jeg kombinerer eksplorasjon med tidligere teoretiske perspektiver (Perry 1998; Yin 2014). Men selv om mye av studiet bygger på tidligere teori og forskning, så er dette en studie av menneskers oppfatninger som påvirkes av en ekstern virkelighet jeg som forsker ikke har kontroll eller innsikt i. Samtidig har alle informanter, caser, et ulikt erfaringsgrunnlag, hvilket gjør at alle forskningskomponenter vil være avhengighetsvariabler. Det skal også sies at norske makro- og samfunnsøkonomiske rammer vil kunne ha påvirkning på informantenes data.

I denne sammenheng er det hensiktsmessig å benytte seg av en abduktiv tilnærming, der en gjennom systematisk kombinerer teori og praksis kontinuerlig gjennom studien, og utvikler nye teorier underveis eller rettere sagt finjustering av allerede etablerte teorier (Dubois & Gadde 2002). Det har jeg gjort, ved at jeg underveis i datainnsamlingen ble klar over hvilke teoretiske komponenter som ble gjeldende og som jeg ønsket å grave videre i, og hvilke teoretiske baktepper som ikke ble av særlig relevans for studiet.

Forskningsaspektet i oppgaven baserer seg på kvalitativ metode som skal muliggjøre en eksplorativ studie, med fokus på dybdeintervjuer. Valget av metode faller på at mye tidligere forskning på emnet. Særlig for engleinvestorer har forskningen vært deskriptiv og det er behov for forskning som har teoretisk grunnlag (White & Dumaj 2017). Forskning har også gjerne basert seg på survey-data (Croce et al. 2016), mens annen forskning gjerne har vært viet til én av to perspektiver (Huang & Knight 2017). Dette mener jeg gjør kvalitativ forskning viktig og dybdeintervjuer er egnet til å grave enda dypere ned i de ulike aktørenes forståelse av kompetent kapital og dermed få frem ulike perspektiver. Fordelen med kvalitative data er at de dukker opp naturlig og er vanlige hendelser i naturlige settinger, og muliggjør en tilnærming til data som er naturlig (Miles et al. 2014). Likevel kan dette også by på utfordringer, da intervjuet raskt kan ta en vending som intervjuer ikke var forberedt på.

3.2. Valg av informanter

For å skape kontekst og fokus i studiet (Miles et al. 2014; Yin 2014) har jeg valgt å forholde meg til respondenter som holder til i Oslo og hatt relativt enkle kriterier:

- Investorer som aktivt involverer seg / gründere/entreprenører som mottar investering fra investor som aktivt involverer seg og operer hovedsakelig i/med utvikling/utnyttelse av teknologi.

Dette åpnet også for en inklusjon av informanter som opererte med teknologi, men i andre bransjer, noe kunne skape en forståelse av potensielle bransjespesifikke utfordringer og sette utvikling av teknologi vs. utnyttelse av teknologi opp mot hverandre, uten å gå i veldig detalj på dette. Dette gjør også at informanter som per i dag ikke var gründere men investorer, men som hadde erfaring med gründerskap fra tidligere, kunne vært med på å berike datagrunnlaget for gründere og visa versa. Det er dermed viktig å ha med variabelen om retrospektivitet, når analysen gjøres, for det er klart at man har et større grunnlag for å reflektere tilbake enn når man gjerne sitter midt i situasjonen.

Fordi dette er et tidspresset prosjekt, har jeg når det gjelder rekruttering av informanter, i stor grad benyttet meg av bekvemmelighet, geografisk nærhet, og kriteriebasert utvalg (Johannessen et al. 2011), rettet mot forskningsspørsmålet og grunnet i litteratur som i hovedsak ser på venturekapitalister og forretningsengler som tilbydere av kompetent kapital. Bruk av eget nettverk har muliggjort god tilgang på informanter i målgruppen, og jeg har også forsøkt å ha tilstedeværelse i miljøer hvor potensielle kandidater er å treffe. Da jeg har vært så heldig å arbeide i et miljø der jeg omgås både personer i målgruppen, men også etter hvert har dannet meg et nettverk av innflytelsesrike personer med et enormt nettverk, har jeg fått både hjelp og hatt mulighet til å kontakte respondenter som direkte er i målgruppen. Utvalget har vært både teoristyrkt, men personer har også kommet opp underveis i studiet i samtaler med personer. Samtaler og tilstedeværelse i miljøene, har også gjort at flere deltakere har gjort seg gjeldende. At utvalget utvikler seg gjennom studiet, er ofte normen med denne type rekrutteringsstrategi (Miles et al. 2014) .

Valg av flere caser (her: individer) muliggjør en dypere forståelse av fenomenet (Miles et al. 2014), og derfor har det vært viktig for meg å få tak i flere engleinvestorer, venturekapitalister og entreprenører/gründere for å belyse fenomenet (kompetent kapital) fra flere vinkler og personligheter. Til tross for at tilfeldig utvalg er vanskelig i kvalitative studier, er selektivt utvalg kjennetegnet ved at det må være en viss grad av representativitet og vise de ulike dimensjonene som har teoretisk interesse (Seawright & Gerring 2008). Caseselektering handler om hvordan caset passer inn i den overordnede populasjonen av interesse (Seawright & Gerring 2008).

Informantprofiler

Tabell 5 Informantprofiler

Faktaopplysninger	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Alder:	40-49	50-59	40-49	40-49	40-49	30-39	20-29	40-49	50-59	50-59	50-59	40-49
Erfaring som	G, BA	G	G	G, BA	G	G, BA	BA	G, BA	G, BA	G, BA, VC	G, BA, VC	VC
Intervjuet på bakgrunn av:	G(BA)	G	G	G, BA	G	G, BA	BA	BA, G	BA, G	VC	G, BA, VC	VC
Antall startede selskaper	1-5	1-5	11-15	1-5	6-10	6-10	1-5	1-5	6-10	Mange	6-10	1-5
Høyere utdanning	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	G, BA	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Antall år som investor	N/A	N/A	N/A	1-5	N/A	N/A	1-5	10-15	Over 20	Over 20	11-16	11-16
Antall år som gründer	6-10	N/A	16-20	N/A	6-10	21-25	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Erfaring med å motta englekaptial (BA) / venturekapital (VC)	BA, VC	BA, VC	BA, VC	BA	BA	BA, VC	N/A	BA, VC	BA, VC	BA, VC	BA, VC	N/A
Antall aktive prosjekter	?	1-5	1-5	1-5	1-5	1-5	1-5	6-10	6-10	36-40	6-10	6-10
Utnyttelse / Utvikling av teknologi	Utvikling	Utvikling	Utvikling	Begge	N/A	Utvikling	Begge	Begge	Begge	Begge	Begge	Begge

* alternativt vært med å gründet. VC = venturekapitalist, BA = forretningsengel, G= Gründer/Entreprenør, N/A = Ikke svar / Ikke relevant

Alle informanter er menn.

Flere av de jeg intervjuet var enten eller hadde erfaring som gründer/entreprenør. Det vil si at de ikke nødvendigvis var personene bak ideen, men stod for daglig ledelse allerede fra første fase. Deres representasjon kan ha noe å si for resultat og analyse. Alle gründerne/entreprenørene som har blitt intervjuet representerer ett eller flere selskap i oppstartsfasen og eller/ er eller har tidligere vært gründer i selskap mottar/har mottatt engleinvestering og/eller venturekapital. Flere av respondentene er eller har også vært aktiv investor eller har et ønske om å være dette, hvilket gjør at resultatene som presenteres er basert på informantenes evne til å svare

som både gründer og investor i flere tilfeller. De har operert i teknologibransjen, men også innenfor bransjer som er drevet av teknologi. Av hensyn til informantene går jeg ikke nærmere inn på hva slags bransjer dette er snakk om, da informantene da muligens kan identifiseres ved svarene. Leseren vil oppleve at begrepene gründer og entreprenør vil bli brukt om hverandre.

«Engelinvestor» er et vidt begrep, og det lærte jeg underveis i min datainnsamling. Det ble et holdningsspørsmål om de private investorene som investerte gjennom person / selskap, anså seg selv som engelinvestor. Felles for alle under betegnelsen engelinvestor var at de aktivt involverte seg i virksomheten de investerte i eller hadde et ønske om å være dette på et senere tidspunkt, som ble viktig for å avdekke motivasjonsfaktorer.

Venturekapitalistene jeg har intervjuet, investerer på vegne av fond. Når det gjelder venturekapitalfond i Norge, så må partnere selv investere i fondet for å ta del i risikobildet. Samtidig ble det avdekket at det også nå er innført skatteordning som kan hemme venturekapitalfondets aktive bidrag inn i selskapene de investerer i. Dette har jeg ikke valgt å gå dypere inn på, men kan være nyttig å ha i bakhodet hva gjelder deres fremtidige mulighetsrom som kompetente investorer. De aktuelle selskapene jeg har snakket med er såkalte aktive eierfond.

3.3. Metode for datainnsamling: individuelle semi-strukturerte dybdeintervjuer

Utvikling av intervjuguide

For å kunne forstå kompetent kapital som et fenomen, men også gjennom deltakernes meninger og opplevelser med dette, har jeg ansett det som riktig å foreta semi-strukturerte dybdeintervjuer, der jeg forsøker å belyse temaer fra et teoretisk perspektiv, men hvor deltakerne snakker åpent for den eksplorative delen av studiet. Dette kalles en generell intervjuguide metode (Miles et al. 2014), der man passer på at man er innom viktige temaer, men likevel har frihet til å snakke rundt temaet. Respondentens svar er med på å forme noe av tematikken. Det er viktig å bite seg merke i at intervjuguiden ofte endres underveis, og man lærer mens man går.

For min del var intervjuguiden relativt statisk, og spørsmålene veldig generelle. Da jeg varmet opp med spørsmål tilknyttet informantens bakgrunn hvor de kunne snakke fritt, kom vi allerede godt i gang med tematikken. Til tross for at informantene gjerne svarte på deler av spørsmålene allerede i innledningsspørsmålene, så stilte jeg disse igjen for å sørge for at informanten kunne tenke mer rundt temaet. I noen intervjuer ble det ikke relevant å stille spørsmålene på lik linje, av hensyn til informantens erfaringsgrunnlag, men tematikken var den samme. I noen tilfeller snakket informanten av erfaring, andre ganger av tanker om emnet under analyse.

Utviklingen av intervjuguiden var basert på tematisk oppstilling knyttet til teori og forskningsspørsmål, med hovedfokus på definisjon, motivasjon, involvering, relasjon, forventninger, utfordringer og håndtering av disse, samt forhold til andre investorer. Da sistnevnte åpnet opp for respondentenes åpne tolkning av spørsmålet, ble svarene her gjerne relevant for de andre temaene, og ble ikke nødvendigvis tilknyttet håndtering av utfordringer. En sammenheng mellom intervjuguide, teori og forskningsspørsmål er gitt i [Vedlegg 1](#). Som dataanalysen vil komme nærmere inn på, har det underveis i prosessen vært foretatt noen endringer i forskningsspørsmål og

problemstilling, som en naturlig prosess av dataene som blir avdekket i slike åpne og generelle dybdeintervjuer. Derfor vil det være noen avvik mellom endelig tematikk og denne tabellen.

Gjennomføring av intervjuer

Fordi jeg har stått ovenfor tidsbegrensninger har jeg måttet nøye meg med et begrenset antall intervjuer. Først foretok jeg 2 pilotintervjuer, 1 på investor og 1 på gründer for å teste planen. Disse fungerte likevel så godt at det har blitt relevant å ta med disse inn i datagrunnlaget. Jeg har intervjuet totalt 13 personer, men endte med å ta med 12 videre i prosessen basert på naturlig utvikling i prosjektet og da 1 intervju da ikke passet inn i denne profilen, til tross for mye interessant data. Målet var å intervju et antall av hver av aktørene inntil jeg startet å se mønstre i svarene, såkalt synergier. Som profiloversikten viser, var det overlapp mellom erfaringsgrunnlaget til informantene. Dessverre var også noen intervjuer avtalt, men ble av ulike årsaker avlyst. Av hensyn til å kunne fokusere på analysen av de allerede foretatte intervjuene, valgte jeg å ikke følge opp potensielle andre kandidater. Det gjorde dermed at jeg mistet potensielt viktige informanter som kunne beriket datagrunnlaget ytterligere. Likevel anser jeg synergiene i svarene til de ulike aktørene som retningsgivende for at det ikke nødvendigvis ville kommet særlig avvik i svarene til de uteblitte informantene annet enn personavhengige faktorer.

Alle intervjuer ble avtalt på mail/telefon, og jeg var opptatt av at informanten ikke måtte gjøre særlig endringer i sin timeplan for å få dette til, men flere tok seg tid i kalenderen til meg etter litt frem og tilbake. Jeg har derfor vært meget fleksibel og reist til de stedene hvor informanten har sett det hensiktsmessig å møtes, i egne lokaler. Alle intervjuene har vært gjennomført 1-1 og har vart mellom 45 min til ca. 1 t og 20 min. Det var viktig for meg at informanten fikk prate så lenge han følte for, og ikke følte seg presset på tid. Noen hadde et strengt tidsskjema, mens andre så ut til å synes at tematikken var såpass spennende at det avtalte intervjuet på 45 min – 1 time kunne gå litt på overtid. Som intervjuer var jeg strålende fornøyd, da dette ga rikelig med data til analysen.

Intervjuene har vært drevet av tematikken og ikke nødvendigvis representative svar, hvilket muliggjør en åpen tilnærming (Miles et al. 2014). Kontinuerlig refokusering og utarbeidelse av studieparametre er viktig i kvalitative studier, hvilket gjør at også forskningsspørsmål kan endres underveis (Miles et al. 2014). Igjen henger dette sammen med adbuksjon, og jeg ser at teori jeg vektla før feltarbeidet begynte ikke nødvendigvis var med på å belyse det som kom frem i intervjuene. For å få til en god match mellom teori og praksis (Dubois & Gadde 2002), ble det naturlig å kna litteraturen underveis og i etterkant av datainnsamlingen. Det skapte også en ny forståelse av denne.

Intervjuene har i hovedsak blitt tatt opp på lydbånd / telefon, med mindre informanten har sagt at han ikke ønsker dette. Det ble kommunisert både i forkant av møtet og under selve intervjuet. Jeg tok også notater underveis for å notere eventuelle koblinger til teori og forholdt meg til en tematisk intervjuguide med relativt ferdige og åpne spørsmål. Dette var viktig for å ikke lede informanten (Johannessen et al. 2011), men det ble i flere tilfeller nødvendig å stille oppfølgingsspørsmål som «vil du utdype», «kan du komme med et eksempel» for å kunne grave noe dypere i svarene som kom frem.

Transkribering ble foretatt av intervjuene jeg hadde på opptak intervjuene. Av hensyn til tid og formål med analysen/og eller informantens ønske om hemmelighold/konfidensialitet, har noen deler ble utelatt da det ikke var viktig for analysen eller nærmere besvarelse av forskningsspørsmål, f.eks. hvis temaet dro ut på andre områder. Fordelen med å ta opp intervjuet er at eventuelle missede punkter vil kunne plukkes opp (Perry 1998).

Meg selv som datainnsamlingsinstrument

Det å bruke seg selv som intervjuer og forsker, kan dra med seg noen utfordringer både i forhold til gjennomføring av intervju og analyse i etterkant (Johannessen et al. 2011). Jeg operer selv i miljøet, har en business bakgrunn og studerer selv entreprenørskap og innovasjon. Man er omgitt av mennesker med tanker om emnet og har kanskje en personlig relasjon til flere av informantene eller bekjente av informantene. Det kan påvirke intervjuet og dets dynamikk, samt at det drar med seg en analytisk tilnærming som til tross for et forsøk på å være objektiv, kan være preget av forhåndstanker og en personlig innfallsvinkel til dataene som dukker opp. Det kan også bidra til at vektleggelse av noe tematikk fremfor annet, selv om man sterkt forsøker å ivareta den realistiske tilnærmingen. Sistnevnte dreier seg dog i stor grad om etikk som forsker, noe som en bør gjøre hva en kan for å ivareta.

3.4. Datatranskribering

Dataanalysen er i stor grad gjennomført med veiledning og tilpasning av Miles et al. (2014), samt Gioia et al. (2013). Mens førstnevnte egner seg godt til å forstå kryssanalyse, er sistnevnte en hensiktsmessig måte å gi mening til induktiv forskningsdata. Jeg valgte å koble teoretisk tematikk opp mot de induktive temaene som dukket opp, noe jeg tror har bidratt til en forståelse av de ulike perspektivene.

Jeg har valgt å se på de ulike informantene som caser, og dermed blir analysen tilsvarende en triangulering, men heller ved fokus på perspektiver skissert av entreprenører, engleinvestorer og venturekapitalister med «within-case analyse» innenfor de ulike gruppene. Det blir ikke hensiktsmessig å benytte seg av datatriangulering på den måten vi kjenner den, fordi de ulike aktørene ikke har noe forhold til hverandre, men heller til det fenomenet jeg ser på: «kompetent kapital». Derfor belyses resultatene fra tre ulike vinkler, uavhengig av hverandre, men som grunnlag for diskusjon og teoretiske implikasjoner som det gjøres greie for i [Kapittel 5](#).

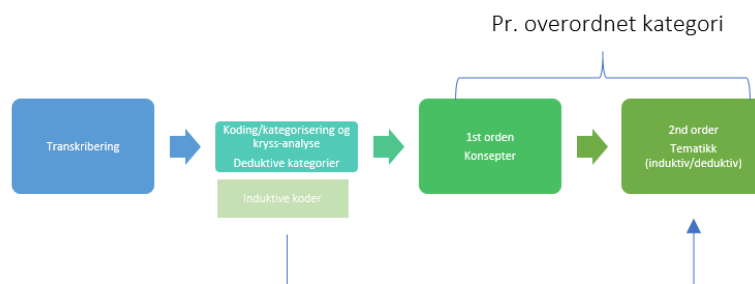
Analysen – steg for steg- forsøkt oppsummert

Stegene i analysen skisseres oppsummert etter beste evne under. Da dette ikke er en lineær prosess, og det underveis har blitt foretatt både modifikasjoner av rammeverk og fremgangsmåte, ville ikke denne illustrasjonen være helt nøyaktig, men forhåpentligvis tilstrekkelig.

1. Transkribering av intervjuene og rask overordnet koding i de fleste av disse (nøkkelord, kategorisering, notater, tolkninger)
2. Koding av intervjuene (nøkkelord, kategorisering, in vivo koding, notater, tolkning)
3. Flytting av datautdrag over i nytt word-ark hvor respondentene ble fargekodet og utdrag sortert etter overordnet kategorisering (se bilde)
4. Flytting av data inn i rammeverk for analyse (individuelle svar)

5. Sortere sitater, skrive oppsummering av funn og nye avdekkede nøkkelord, evt. flytte utdrag til andre kategorier der de bedre hører hjemme
6. Gå tilbake til transkriptene for å klargjøre eventuelle kontekster
7. Flytte oppsummering av funn over i rammeverk for kryss-analyse internt i perspektivgruppe
8. Skrive oppsummering av funn og foreta analyse av disse, samt skrive ned evt. momenter viktig å huske for diskusjonen. Analysen handlet om å gruppere og diskutere funn
9. Gå tilbake til opprinnelige koder og notater i intervjuene ved behov
10. Flytte gruppeperspektivene inn i et overordnet rammeverk for kryss-perspektiv-analyse for å danne meg en oversikt på de ulike emnene
11. Legge data inn i tabeller med deduktive og induktive koder for presentasjon av data iht. 1. orden konsepter og 2. order tematikk (Gioia et al. 2013)
12. Skrive opp funn i et hensiktsmessig format og notere evt. viktige momenter for diskusjon der de ulike perspektivene blir diskutert og kommentert på opp mot litteratur.

Analyse har vært foretatt parallelt, og en gjennomgang av teori ble foretatt da resultatene var relativt klare, for å kunne se om det var noen komponenter som manglet.



Figur 2 Overordnet koding når en ser bort fra alle mellomsteg

Nærmere beskrivelse av dataanalyse

Miles et al. (2014) skildrer at kodingen gjerne gjøres i flere ulike steg, der en foretar analyse av tekst gjennom å tilegne ord, utsagn og tematikk til ord, eller mindre eller større deler av tekst (i mitt tilfelle). For min del ble det veldig relevant å kombinere ulike tilnærminger til koding, gjennom å bruke deduktiv og induktiv tematikk, samt foreta koding frem og tilbake for å skape mening. Dette var også et resultat av at jeg i utgangspunktet hadde en overordnet tematikk jeg benyttet meg av og at nøkkelordene som dukket opp under disse kategoriene kunne være med å belyse viktige aspekter ved andre områder jeg så på. I den forstand var første del av analysen i stor grad teoristyr, men det dukket også opp induktive nøkkelord og perspektiver underveis i denne.

Andre del av kodingen var mye mindre teoristyr, fordi jeg fikk en ny nærhet til dataene ved å skrive oppsummeringer, og dermed kunne benytte meg av nøkkelord som jeg kunne bruke i videre kryss-analyse og for å forstå den overordnede kategorien, for eksempel *Verditilførsel*. Da jeg påbegynte oppskrivning av resultater i

rapporten, ble data samlet slik at det kunne styre en delvis teoretisk analyse gjennom å se på mønstre («pattern coding») (Miles et al. 2014).

Når denne delen var foretatt, benyttet jeg meg av Gioia et al. (2013) for å komme frem til en hensiktsmessig presentasjon av analysedataene, gjennom den akademiske og induktive tematikken. Dette gjorde egentlig at noe data ble analysert i flere omganger, som et resultat av min uerfarenhet kombinert med en økt nærhet til dataene.

Koding, analytisk rammeverk og flytting av data

Da jeg transkriberte intervjuene, begynte jeg i noen grad også koding, i forhold til overordnet tematikk/operasjonalisering av forskningsspørsmålene (deduktiv koding), som var både tema- og teoristyrte. Noe tematikk dukket også naturlig opp i intervjuene og representerte induktive koder som ble viktig for analysen. Noen av de overordnede kodene ble også delt opp i flere undergrupper i sammenheng med intervjuespørsmålene. Kodene ble forsøkt å overholdes systematisk, men det er kognitive begrensninger som kan ha medført at jeg ikke har evnet å belyse all tematikken like grundig. I tillegg ble materiale der informanten hadde flere roller, fargekodet og for muliggjøre sammenligning med tilhørende overordnet gruppe (G, BA, VC).

De overordnede kodene jeg forsøkte å overholde var:

- DEFINISJON - Definisjon av KK (forståelse, hvem, hva)
- MOTIVASJON - Motivasjon (hvorfor)
- VERDITILFØRSEL (aktivitet, hvordan)
- INVOLVERING – (hvordan)
- FORVENTNING/ROLLE - Forventning (til relasjon- den annen part)
- RELASJON - Relasjon (omgang med den andre part, rapportering, formell/uformell, opplevelse av involvering)
- RISIKO- Risiko med å investere i tidligfase / motta kompetent kapital, potensielle utfordringer
- UTF-A - Utfordringer (med den annen part, i relasjon)
- UTF-P- Personlig utfordring
- HÅNTERING - Håndtering av utfordringer
- ANDRE - Andre investorer (forhold til, forskjell VC og BA)
- FORSKJELL - Forskjell (forskjell VC og BA) og evt. hvordan de forholdt seg annerledes

Illustrasjon av ulike perspektiver i teksten

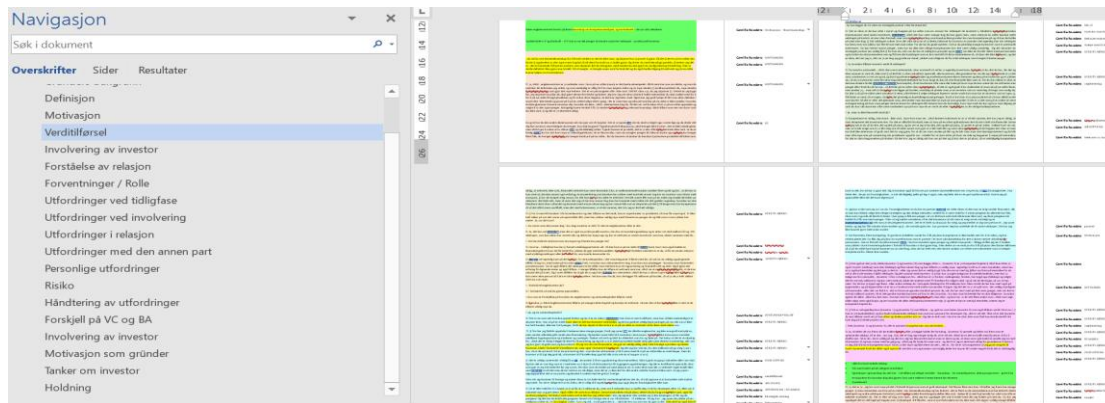
- BA-PERSPEKTIV (Engleinvestorens perspektiv)
- VC-PERSPEKTIV (Venturekapitalistens perspektiv)
- G-PERSPEKTIV (Gründers/entreprenørs perspektiv)

Underkoder:

- Forståelse av relasjon
- Forventninger / Rolle
- Utfordringer ved involvering
- Utfordringer i relasjon
- Utfordringer med den annen part

Da alle intervjuer var transkribert og analysen for alvor kunne begynne, kodet jeg først veldig overordnet – first cycle coding (Miles et al. 2014). Jeg dro ut alle seksjoner knyttet til de ulike temaene inn i et word-ark, hvor disse i noen grad ble gjennomgått i dypere detalj for evt. underkoding. Figur 1 viser et utdrag av denne prosessen. Det var for det meste klipp og lim og overordnede koder. I senere faser når det ble limt inn i rammeverket, ble det relevant å flytte på noe av materialet og foreta en enda mer nærhet til dataene med markering av spesielle ord osv. Da dette var resultatet av rask koding og en sortering og en del av dataprosesseringen, var den på ingen måte

mangelfull. Ved slike utdrag, så kan det være man mister litt konteksten når man skal gjøre selve oppsummeringen. Derfor gikk jeg også av og til tilbake til de respektive intervjuene for å få tak i denne.



Figur 3 Illustrasjon av fargekoding og sortering av tekstutdrag med tilhørende initelle koder og tanker.

Da jeg begynte analysen for fullt, dannet jeg meg etter hvert et ferdig rammeverk for resultatpresentasjon i en matrisestruktur (Miles et al. 2014). Denne tok noe tid å få tilpasset slik jeg ønsket, da det gjerne er en prosess hvor man går litt frem og tilbake, akkurat som Dubois og Gadde (2002) poengterer. Det er ikke satt i stein før rapporten er levert, og det fikk jeg virkelig erfare. Når jeg la all data over i rammeverket, ble det relevant å se etter nøkkelord koblet opp mot teori. Jeg hadde jo kodet noe av dette tidligere, men da jeg fikk ny nærhet til dataene og kunne jeg hente ut en del nøkkelord som ble brukt i videre analyse også på tvers av perspektivene. Jeg forstod også at jeg måtte gjøre en endring i rammeverket underveis.

En mer detaljert koding skjedde både før og etter resultatene var plassert i det overordnede rammeverket, da jeg etter å ha plassert datamaterialet, skrev oppsummeringer av disse. Da så jeg at noen hadde en naturlig plassering andre steder, siden informanten hadde berørt annen tematikk under spørsmålet som kanskje var rettet mot denne kategorien. Samtidig gikk jeg tilbake til transkriberingene for å forsikre meg om sammenhengen med øvrig datamateriell, og at det var dette objektivt sett informanten forsøkte å kommunisere. Noe av hensikten med denne grundigheten var for å sikre at tematikken var belyst fra respondentens perspektiv, og ikke min tolkning av hans utsagn. Det kunne til tider være utfordrende, og jeg hadde perioder hvor jeg flyttet data for å korrigere.

Jeg gikk igjennom de fleste intervjuene i detalj (se figur 4), men etter hvert så jeg at det verken var hensiktsmessig for analysen eller egen tidsbruk å gjøre det på dette detaljnivået. Det var ikke alle intervjuene jeg gjorde steg 2 på, da det egentlig var en forenkling av oppsummeringen av funn der hovedkomponentene der jeg ofte brukte **fet skrift** for å hente ut essensene. Markerte området i rødt gikk videre til kryss-analysen. I oppsummeringen var jeg var på å bruke informantens egne ord, for å forsøke å ivareta nærhet til data og ikke miste eventuelle viktige perspektiver. Noen av informantene hadde erfaring som både gründer, engleinvestor og/eller venturekapitalist. Materialet her ble også fargekodet slik at perspektivene kunne gå til inn til videre analyse.

Overordnet forsknings-spørsmål	Tema	Utvalgte tekstdrag / sitater	Forskers oppsummering og kategorisering av funn relatert til forskningsspørsmårene	Steg 2 i dataminimering	Oppsummering (tolkning/koding)
Hvorfor investeres i kapital, og hva er motivasjonen for å sette opp dette?	Investering/teknologisk utvikling	«Kapital som kommer sammen med...» med en strategisk eller operativ kompetanse i en eller annen form, basert på noen erfaringer. Sånn at det kapitalen som kommer ikke bare er en dum kapital som blir skutt inn, men at det faktisk kommer med noen gode guidelinser til hvordan kapitalen skal anvendes eller hvordan selskapet skal styres strategisk videre.»	<ul style="list-style-type: none"> • Kompetent kapital er kapital som kommer sammen med strategisk eller operativ kompetanse i en eller annen form basert på noen erfaringer. Kommer med gode guidelinser for hvordan kapitalen skal anvendes eller hvordan selskapet skal styres strategisk videre. • Et man kan bidra med mer penger og i så måte med kompetanse innenfor investeringskompetansene, som kan være en tilbakemelding til strategisk til noe som ikke er en viktig del som er viktig for selskapet i dag. • Ikke dum kapital som blir skutt inn. • Mange er veldig hands off de selskaper de investerer i. • Ofte oppfølging og støtte fra investorer i disse selskaper og setter i styret som som en oppfølging og passer på. De bidrar med lang erfaring, men på ikke å styre eller styre selskapet. • New oppfølging nye tettere på investeringsene sine 	kapital som kommer sammen med strategisk eller operativ kompetanse i en eller annen form basert på noen erfaringer. Kommer med gode guidelinser for hvordan kapitalen skal anvendes eller hvordan selskapet skal styres strategisk videre.	Strategisk kompetanse Operativ kompetanse Basert på erfaringer Kompetanse – Føringstiltak Kontroll – stasjon Kapitalinvestering Strategisk retning / støtte Mer nye penger Kompetanse innenfor investeringskompetansene Teknisk kompetanse Strategisk kompetanse
		«Jeg har vært veldig opptatt i selskaper, og har å være operativ i selskaper. Jeg er egentlig veldig glad å være en investor, og i så måte med kompetanse og erfaring og i så måte med kompetanse og erfaring og i så måte med kompetanse og erfaring...»			
Hvorfor investeres i kapital, og hva er motivasjonen for å sette opp dette?	Mottakelse	«Det jeg mottar av (...), det har endret seg de siste 20 årene. Jeg ser veldig motsetning av (...) utvikling på (...) de pengene, selv om jeg gikk inn i selskaper og på en måte var med å bygge vekstkompetansene tidligere. Men nå ser det mye mer ut av å være med å bidra til utvikling og mottakelse av kompetansen.»	<ul style="list-style-type: none"> • Det har mottakelse av har endret seg de siste 20 årene. Men var veldig motsetning av utvikling på (...) de pengene, selv om jeg gikk inn i selskaper for å bygge utviklingskompetansene. Tid er en mer motsetning av å være med å bidra med vekt og utvikling av kompetansen. • Man liker å bygge ting og nye selskaper. Ser sammenhengene det, man først og fremst er det gjelder å bygge noe fra veldig tidlig fase til å bli noe vesentlig, hvor man ser at det blir på samme måte som mennesker som får jobber der og blir kompetansene som bygges inn. • Det er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene. Det er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene. Det er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene. 	Dette er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene. Det er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene. Det er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene. Det er det gjelder å bygge og sammenheng det med å bygge kompetansene.	Nytt kompetanse Bidra med vekt og utvikling av kompetansen (Føringstiltak) Bygge ting og nye selskaper Bygge noe fra tidlig fase som kan bli noe vesentlig – positiv effekt for mennesker som får jobber der og kompetansene
		«Jeg synes veldig med å bygge... Det er som å bygge kompetansene, ikke sant. (...) de har en glede av å sette å bygge og av å prøve å bli til og med mest mulig ut av... av det det handler om.»			

Figur 4: Forenkling av data - kategorisering - ny koding – tolkninger

(NB! figuren er noe tilpasset for å illustrere prosessen, ikke alle arbeidsdokumentene kan sies å ha vært like strukturert. Forsknings spørsmålet ble også omformulert underveis i prosessen). Materialet er godkjent av informanten for publisering.

Det skulle i første omgang dreie seg om at resultatene kunne presenteres (utvalgte sitater og tilhørende tolkning). Disse ble dog ikke sendt til informantene før resultatene var helt klare, for at informantene skulle slippe å måtte ta stilling til saker som likevel ikke kom til å være med i rapporten. Det var også fordi jeg var usikker på hvordan endelig presentasjon av data og vektlegging ville bli.

Resultatene fra de respektive intervjuene og tilhørende hvert overordnet perspektiv ble presentert i kategorier og satt opp mot hverandre (Kryssanalyse), for å se om samme type tematikk var belyst i de samme kategoriene. Denne kryssanalysen illustreres i figur 5, og er en illustrasjon av hvordan jeg kom frem til de endelige oppsummeringene med de initielle kodene. Sitater tilhørende oppsummeringene eller perspektivene jeg ønsket å belyse ble også lagt inn her.

Definisjon	G1	G2	G3	G4	G5	G6	G7	G8	G9	Resultat oppsummering
Resultat	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»
Perspektiver	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»
Sitater	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»	«... det er veldig vanskelig...»

Figur 5: Kryss-analyse og felleskoding for endelig oppsummering av funn og perspektiver (figuren presenteres i sladdet form)

Et annet eksempel på en kryss-analyse internt i perspektivene illustreres nedenfor (figur 4) og er «sladdet». Her var det sortering av de ulike belyste utfordringene som var av relevans, før de kunne sorteres og presenteres i endelig resultat.

Utfordring	G1	G2	G3	G4	G5	G6	G7	G8	G9
I tidlig fase/mottak		Uklare mål og forventninger	Uklare mål og forventninger						
Involvering	VC for kontrollen og mulige konsekvenser av investeringer i ulike selskaper og investeringer i ulike selskaper og investeringer i ulike selskaper	VC ved å etablere et samarbeid mellom VC og investeringer i ulike selskaper og investeringer i ulike selskaper	VC ved å etablere et samarbeid mellom VC og investeringer i ulike selskaper og investeringer i ulike selskaper						
Relasjon	Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger	Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger							
Med investor	Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger	Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger							
Personlig	Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger	Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger Uklare mål og forventninger							
Risiko									

Figur 6 - Kryssanalyse eksempel - sladdet

Da jeg foretok kryssanalysen tok jeg alt jeg hadde hentet ut av punkter per intervju som gjeldende for tematikken jeg så på, og sammenlignet disse. Basert på det jeg så der, laget jeg i noen tilfeller oppsummeringer ved å kode teksten inn i nye grupper. Eksempelvis da jeg så på motivasjonsfaktorer, var det noen som sa de ønsket noen som kunne forstå det de holdt på med og hvor de skulle, det ble da oppsummert til å gjelde: Erfaring, og teknologi- og domeneforståelse. Det ble viktig i videre prosess, men ikke nødvendigvis foretatt i alle tilfeller.

Underveis i analysen ble prosessen relativt automatisert. Jeg skjønnte etter hvert hvordan endelig fremstilling skulle se ut, og noen forenklinger av steg ble foretatt på veien dit. Da dette var materiell det kun var jeg som hadde tilgang på, hadde ikke dette særlig innvirkning på analysen, men bare antall steg dataen gikk gjennom. Jeg så at dette var hensiktsmessig for å kunne fokusere på en ordentlig kryssanalyse og allokere den begrenset tid til dette.

Når alle resultatene var klare, gikk jeg tilbake til alle transkriptene og resultatene for å sikre at de ikke var preget av akademisk tolkning, men kun tolkning av respondentens svar. I samme runde så jeg etter spesifikke mønstre som jeg kunne ha oversett (induktiv koding) og som kunne benyttes i analysen av hva resultatene faktisk forteller oss. Ord og tolkninger ble så koblet opp mot samlebetegnelser og begreper, såkalt «Pattern-coding» (Miles et al. 2014), som skulle bli viktig for kryss-analysene (figur 5).

Videre analyse var akademisk preget og dreide seg om tolkning av svar sett fra forskers perspektiv basert på bekreftede funn av informantene. Dermed kunne jeg videre kategorisere relatert til teori og se etter mønstre på

sistnevnte. Slik er det i semi-strukturerte intervjuer og man spisser fokus rundt emnet etter hvert som samtalen går.

Kryssanalysen og de individuelle rammeverkene ble benyttet da resultatene skulle skrives opp, modereres og gjøres presenterbart, noe som ble forsøkt i flere omganger. En ny gjennomgang av teorikapittelet etter en lang periode med fokus på resultatoppskriving og analyse, ga også ny input til hva jeg skulle se etter og minne meg på å fokusere på forskningsspørsmålene (som etter hvert også måtte tilpasses). Det eksplorative forskningskomponentet ga også muligheter for endringer underveis. Eksempelvis: da jeg undersøkte forventninger til partene, samt forståelsen av relasjonen, ble det i analysen avdekket at dette også dreide seg om involvering og tiltak for å unngå utfordringer. Derfor ble det relevant å presentere en del av funnene rundt forståelse av relasjon som deler av håndtering av utfordringer og opplevelse av involvering.

Endelig presentasjon av data

Den overordnede gjennomgangen av dataanalysen, forsøker å forklare en prosess omfattet av mye prøving og feiling, ulike innfallsvinkler og ulike tanker om endelig presentasjon. Det viser likevel prosessen jeg har arbeidet meg gjennom.

Det var under oppskrivning av resultatene at det dukket opp et mer hensiktsmessig rammeverk å benytte seg av og som ville kunne gi mening til all dataen jeg tidligere hadde analysert og forsøkt presentert. Fokus på forskningsspørsmål, teori og eksplorativ forskning, fant sin støtte i tabeller som viste 1. orden konsepter og 2. orden tematikk. Det var nå jeg fikk bruk for rammeverket i Gioia et al. (2013), som er det leseren vil se presentert i ulike deler av denne rapportens [Kapittel 4](#). Det betyr at mye av den tidligere analysen som var foretatt ble forenklet, og gjerne gjentatt. Det var fordi dette kom opp som en veldig god måte å presentere resultatene på for leseren, og fordi tidligere analyse ble vanskelig å presentere på en måte som ikke var for knyttet mot rådata, samt at endelig presentasjon ikke endte med en kryss-perspektivanalyse som tenkt innledningsvis.

Den oppmerksomme leser vil se at resultater er oppdelt i resultat og analyse i presentasjonen i tabellene i Kapittel 4. Da oppsummeringen (1st orden konsepter) naturlig bærer preg av en analyse og mitt ordbruk, så er det eksempelsitater som er med på å belyse de ulike temaene for å her komme nærmere informantenes faktiske svar.

3.5. Pålitelighet, troverdighet, bekreftbarhet og overførbarhet

I kvalitative studier snakker man gjerne om pålitelighet, troverdighet, bekreftbarhet og overførbarhet, i stedet for reliabilitet, validitet og generaliserbarhet i kvantitativ forskning (Johannessen et al. 2011). Det er ikke mulig å replikere kvalitativ forskning, da konteksten og verdi spiller stor rolle for observasjonen, datainnsamlingen styres av hvordan samtalen går og mye er i stor grad knyttet til forskeren som benytter seg selv som forskningsinstrument (kommenteres senere i dette delkapittelet) (Johannessen et al. 2011). Det er dette som er knyttet til **påliteligheten** av studiet. Dette har jeg forsøkt å øke gjennom å beskrive hvordan jeg har gått frem, konteksten og evalueringskriterier, slik det er anbefalt i forskningsmetodelitteratur (Johannessen et al. 2011), noe som også henger sammen med studiets *validitet*.

Når det gjelder studiets **troverdighet** linkes dette i noen til *begrepsvaliditet* i kvantitative studier (Johannessen et al. 2011). I hovedsak dreier dette seg i stor grad om man måler det man har til hensikt å måle, men da man ikke benytter seg av kvantitative data, så er man nødt for å se på om metodikken og funn reflekterer overordnet målsetning og representerer virkeligheten. Derfor har jeg beskrevet metodikken og dataanalyse for at leseren skal forstå hvordan jeg har fått frem i oppgaven. Studiet vil nok i stor grad være preget av metodefeil, som både belager seg på meg som forsker og rolle, min påvirkning på informantene i settingen gjennom bekjentskap eller kroppspråk/respons under intervjuet og dermed dynamikken mellom meg og informantene. Dette kan ha vært med på å påvirke. Studiet inneholder heller ingen kvinnelige informanter, hvilket kan representere en form for utvalgsfeil, men påvirkes vel så mye av strategien bak rekruttering av informantene. Jeg innså også at én av informantene ikke var egnet til å belyse problemstillingen fra et erfaringsperspektiv, og ble av hensyn til undersøkelsen utelatt fra datagrunnlaget. Dette ble ikke avdekket i forkant av utvelgelsesprosessen, men kunne vært unngått ved en dypere kartleggingsamtale med informanten. Forskningsprosjektet vil nok også være preget av kognitiv og hukommelsesskjevhet hos informantene, da det i større eller mindre grad ofte dreide som om erfaringer tilbake i tid. For å øke troverdigheten i studiet valgte jeg å sende informantene resultatene fra deres respektive intervju slik de skulle foreligge i rapporten. Selve tolkningen og analysen vil bære preg av mine subjektive svakheter og potensiell evne til å ivareta en realistisk og objektiv analysetilnærming.

Selv om planlegging av forskningsprosjekt har mye å si for validiteten og reliabiliteten av studiet, så henger også veldig mye på forskeren (Miles et al. 2014). Som forsker er jeg fersk, og selv om jeg har vært borte i noe tilsvarende i tidligere studier, så er det på ingen måte et enkelt valg av oppgave for en «fersking». Dette påvirker både pålitelighet og troverdighet, kanskje mest det sistnevnte, da jeg har plukket informanter i miljøene jeg har vært aktiv i og gjennom eget nettverk. Det kan også føre til feil som forskeren ikke er bevisst på, eller har vært bevisst på i en så sen fase at det ikke har vært mulig å gjøre endringer i gjeldende forskningsopplegg.

Det var en utfordring å skille på personlig tolkning av informantens svar og objektiv kategorisering, men for å sørge å øke **bekreftbarheten** i studiet, sendte jeg alle utvalgte sitater til informantene, slik at de kunne bekrefte / evt. komme med korrigeringer. Oppgaven ble noe endret i etterkant av dette, men disse endringene skal ikke ha hatt noe å si for dette. Det er dog fare for at mitt forskningsperspektiv har tolket annerledes enn hva informantene har tenkt i noen tilfeller, nettopp fordi det er data som trekkes ut av et lengre intervju. Opprinnelig hadde jeg planer om å sende det materiellet fra figur 3, men anså ikke dette som hensiktsmessig hverken for meg eller informantene, da flere endringer ble foretatt når sammenligningen startet og data ble sortert på ny.

Når det gjelder **overførbarhet** vil nok studiet belyse utfordringen med å undersøke mennesker, og hvilken rolle relasjon spiller i tolkningen av den annen part. Resultatene vil nok kunne overføres til typiske relasjoner mellom aktører, slik som agent-prinsipal-teorien har vært for min studie, men menneskers holdninger og tanker vil i stor grad være subjektive og formet av det eksterne miljøet. Spørsmål om tillit og forventninger til en relasjon vil kunne være viktig for andre typer studier hvor det er et gjensidighetsforhold.

Så må en også huske på at dette er individer, og alle er vi formet av både miljø, kultur og personlige holdninger, hvilket jeg også tydelig ser tendensene av i mine funn i kapittel 4. Det har i dette tilfellet vært vrient å unngå

ekstern påvirkning (Perry 1998), både fordi selskapene har befundet seg i ulike faser og fordi eksternaliteter i virkeligheten ikke kan kontrolleres for. I tillegg handler det i stor grad om å ha en kvalitet på informantene og kvalitet fremfor kvantitet (Perry 1998). **Bekreftbarheten** i resultatene ble i stor grad forsøkt ivaretatt gjennom å intervju flere informanter som kunne belyse hvert overordnet perspektiv.

Tabell 6 Tiltak for å øke pålitelighet, troverdighet, overførbarhet og bekreftbarhet i studien

	Pålitelighet	Troverdighet	Overførbarhet	Bekreftbarhet
Tiltak	Beskrivelse av gjennomføring av studiet	Sende sitater og evt. teksttolkninger til informantene	Lite overførbart, men bruk av tidligere teori og gir innspill på denne for videre forskning	Flere individer per perspektiv - synergier Sende resultater og evt. teksttolkninger til informantene

3.6. Etikk

Alle informantene har i forkant blitt informert om studiet og frivillig deltakelse. De har blitt forespurt om lydopptak har vært ok og om de ønsket å bli navngitt eller være anonym i rapporten. Av hensyn til informantene som ikke ønsker å kunne identifiseres, har jeg anonymisert alle direkte sitater i teksten, og kun oppgitt en liste over informanter som har samtykket til å bli navngitt i slutten av rapporten i [Vedlegg 2](#). Informantene ble også igjen informert i etterkant av intervjuet om hvordan dataene skulle benyttes, samt at jeg foretok sitsatsjekk hvor respondentene fikk mulighet til å renskrive eller at jeg renskrev og de godkjente. I noen tilfeller presenteres sitatene slik de fremkom direkte fra transkriptene. Dersom jeg ikke fikk tilbakemelding innen rimelig tid (satte frister), gikk jeg ut fra at det var ok, og informantene ble informert om dette. Forskningsprosjektet har også vært meldt til Norsk Senter for Forskningsdata (NSD).

KAPITTEL 4: RESULTAT OG ANALYSE

I dette kapitlet presenteres resultat og analyse for hvert perspektiv isolert. Internt i alle perspektivene forekommer det både samsvar og uenigheter. Når resultatene her rapporteres, er hensikten å belyse variasjonen internt, samt at de kobles opp mot teori der dette er hensiktsmessig. Poenget er ikke å sammenslå disse perspektivene da de kommer fra individer med ulike erfaringer, bakgrunn og holdninger, men å belyse perspektiver som sammen er med på å besvare de overordnede forskningsspørsmålene. Utvalgte sitater er valgt for å belyse tematikken, men ettersom resultatene er analyse av større sammenhenger vil det være noen tilfeller hvor det ikke kan knyttes direkte sitater til funnene. Leseren vil kanskje også merke seg at noen sitater kunne vært brukt til å belyse flere tematikker, men i dette tilfellet er det kun benyttet i valgte tilfelle.

Hensikten med disse resultatene er å presentere og skape en forståelse av hvordan kompetent kapital belyses fra ulike perspektiver. Derfor rapporteres også alle resultater anonymt og uten tilknytning annet enn til det overordnede perspektivet representert ved entreprenør, engleinvestor og venturekapitalist. Profilen til de ulike intervjuobjektene ble presentert i [Kapittel 3](#).

Leseren tas nå gjennom en presentasjon av de ulike perspektivene isolert, knyttet opp mot hver av forskningsspørsmålene. Dette danner grunnlag for en diskusjon på tvers av perspektivene og opp mot tidligere litteratur i [Kapittel 5](#).

Entreprenørens perspektiv

Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?

Definisjon av kompetent kapital

Tabell 7 Entreprenørens forståelse av kompetent kapital - resultat og analyse

Eksempelsiter: Forståelsen av kompetent kapital (Definisjon)	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«som gründer så har jeg vært veldig opptatt av at investorene faktisk forstår den risikoen de løper, fordi (...) det er ofte der utfordringene kommer. Når investorene har ulik.. begynner å bli utålmodig.. eller på en måte ikke forstår hvilken risiko de selv har satt seg (i)»</p> <p>«Min definisjon av det (kompetent kapital) vil nok være noen som 1) forstår hva du driver med, og du vil antageligvis bli overrasket over hvor ekstremt mye dumme penger det er der ute. Definisjonen av smarte penger blir jo bare det motsatte av dumme penger. Så hvis du kan noe om det du skal investere i, så er det en fordel. Så definisjonen min er at du har domenekunnskap innenfor det området som bedriften som ber deg om penger jobber i og 2) fortrinnsvis også har konkret erfaring som du kan ansette. Det trenger ikke å være domeneerfaring. Det kan være bare erfaring som gründer selv, for eksempel, som også er veldig verdifullt»</p> <p>«finder strategiske partner som kan for eksempel, som er villig til å akseptere den risikoen. Det er vel en viktig kriterie, at de innser at dette her er risikokapital»</p> <p>«At du har med deg folk som kanskje har vært med på reisen før»</p> <p>«Den dårlige nyheten med smarte penger er jo at den har jo en ganske kort levetid, i hvert fall innenfor et gitt domene da. Jeg tenker generelle ting som gründerfaring og det å bygge selskaper, tenke struktur og tenke personer, det tankesettet, det er antakelig ganske evigvarende, men domenekunnskap som gir den den ekstra dimensjonen som smarte penger eller smart investor, den er forholdsvis kortvarig»</p> <p>«Deres kompetanse går på finansielle forhold og de har bakgrunn fra de store investeringsbankene i Sverige, så vil jeg ikke kalle de kompetent kapital i forhold til hvordan du definerer det ut fra det du nå spør meg om. For da mener du egentlig kompetent kapital i forhold til det vi driver med i den daglige driften, det er det du egentlig mener med kompetent kapital»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Investor som forstår risiko og tidligfaseselskaper, samt kapitalbehov og målsetting Kompetent kapital er noen som har domenekunnskap Investor som har erfaring, knowhow Kompetent kapital er gjerne kapital som kommer sammen med erfaring og kompetanse gründerne mangler «Smarte penger» Villighet til å tape pengene Gründererfaring Samtalepartner Mer enn penger Trenger ikke være nettverk i samme bransje Investor som vet hva man skal gjøre og har vært der før og kan guide ift. det Domeneerfaring er kortvarig Kompetent kapital er nødvendigvis ikke finansiell ekspertise 	<p>Hva man tilbyr (hva man kan, behersker og forstår) Erfaring, kompetanse og nettverk Domeneforståelse Risikoforståelse</p>
<p>«Kapital som kommer sammen med strategisk eller operativ kompetanse i en eller annen form, basert på noen erfaringer. Slik at den kapitalen som kommer ikke bare er en «dum kapital» som blir skutt inn, men at den faktisk kommer med noen gode guidelines til hvordan den skal anvendes eller hvordan selskapet skal styres strategisk videre»</p> <p>«hvis jeg skulle ønske meg best mulig kompetent kapital, så var det noen som gikk inn kanskje selv eller med egne mennesker som kunne jobbe i selskapet eller jobbe for selskapet i spesielle settinger da»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Investor som er aktiv bidragsyter Kompetent kapital er noen som kan bidra med å hente inn andre investorer, kunder, har et nettverk Tilpasses gründer Ikke passiv investering 	<p>Hvordan man tilbyr Tilpasset aktivt bidrag</p>

Analyse viste at resultatene kan deles opp i **hva man tilbyr (hva man kan, behersker og forstår)** og **hvordan man tilbyr KK**. Entreprenørens perspektiv illustrerer ulike meninger i hva som ligger i kompetent kapital og hvem som bidrar med dette.

Hva man tilbyr (hva man kan, behersker og forstår)

Respondentene benytter både begreper som «smarte penger» eller «smart kapital», og snakker i stor grad om hva investor kan bidra med, alt fra bransjeeffaring, gründererfaring, til et nettverk eller språklig erfaring, eller kan utfylle kompetanse de selv mangler. Noen vektlegger viktigheten av en strategisk partner, som forstår at kapitalbehovet kan endre seg, og det fremkommer også at kompetent kapital kan være en investor som kommer med god energi og er noen å diskutere med, altså en samtalepartner.

Det fremkommer også at det er viktig at investoren forstår seg på tidligfaseselskaper og forstår hvilken risiko de løper, og at de er villig til å tape pengene. Dette blir særlig poengtert ved at noen sier utfordringer gjerne dukker opp på grunn av investors manglende forståelse for risikoen de har tatt. Investor skal gjerne ha vært der før og kunne utfylle gründer, samt vite hvilke utfordringer som kommer nedover veien fordi de har lært av tidligere feil. Denne type definisjon henger tett sammen med den som ble brukt innledningsvis av Sætre (2003). Likevel vitner resultatene om at informantene ikke anser kompetansen og nettverk som nødvendigvis knyttet til samme bransje, men også kan gjelde verdifulle kontakter i generelle forretningsforhold. Dermed utfordres SæTRE (2003) noe, ved at *relevant* kapital kan se ut til å være en subjektiv verdi av den kompetente kapitalen.

Resultatene vitner også om noe uenighet relatert til om finansiell ekspertise kan kalles kompetent kapital. Likevel ble det sagt at dersom finansiell kompetanse var noe entreprenørene trengte, kunne det dog falle innunder definisjonen.

Kompetent kapital i form av domeneerfaring defineres også av noen som noe kortvarig, noe som går ut på dato og har begrenset levetid, fordi denne kunnskapen blir brukt av selskapene og bygges videre på, hvilket gjør at de blir nye innehavere av ekspertisen.

Sett i lys av teori på emnet, og kompetent kapital som kapital, kontakter, kompetanse og forpliktelse (f.eks. Mason 2008; Schmidt 2014; SæTRE 2003), ser vi at entreprenørenes skildring av kompetent kapital i stor grad samsvarer med dette. Samtidig skildrer entreprenørene et behov for risikoforståelse hos investor, som kan tolkes som en *forpliktelse* fra investors side. At kompetent kapital består av finansiell, human og sosial kapital ser her til å gjelde, men vi må likevel basert på resultatene inkludere dimensjonen som omhandler hvordan den kompetente kapitalen faktisk tilbys:

Hvordan man tilbyr KK

Det fremkommer av resultatene at noen mener kompetent kapital er når personen kan gå inn å gjøre en aktiv jobb for selskapet. Noen anser kompetent kapital som noen som går inn i daglig drift, mens andre anser det som mer strategisk veiledning. Disse funnene henger i stor grad sammen med hvordan investor tilfører verdi, som diskuteres videre i del 2. Kompetent kapital kommer gjerne med strategisk eller operativ kompetanse som kan veilede hvordan selskapet bør styres videre.

Funnene avdekker i så måte også hva kompetent kapital *ikke* er, ved å se på hvordan det tilbys. Kompetent kapital er ikke «dumme penger», som gjerne er begrepet som brukes om passive investeringer og penger fra familie og venner (Mason 2008), men at investor bruker sin erfaring og forståelse for hva som bør gjøres og bidrar med dette. Gitt resultatene skisserer altså entreprenørene at kompetent kapital dreier seg om entreprenørens/selskapets behov og må tilpasses deretter. Det er dermed et tilpasset aktivt bidrag fra investor side, og kan i så måte sees i lys av hvordan investor anvender sitt nettverk og erfaringsgrunnlag, altså sin sosiale og humane kapital (Politis 2008)

Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital

Tabell 8 Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital - resultat og analyse

Eksempelsiter: Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til KK	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«Jeg synes hele den der «jeg definerer meg selv som en engleinvestor» greia er absurd. Altså, de største haiene i hele bransjen er jo de som definerer seg som engleinvestorer. De skal komme inn tidlig og få en stor «chunk» og liksom hjelpe de, men det finnes ingen engler i denne investorbransjen»</p> <p>«Det (En venturekapitalist) er en som vet hvordan «gamet» fungerer og tør å ta en risiko i tidligfase, men han er mer kvalifisert. Han vil ikke nødvendigvis ta aksjene dine. Han vil på en måte bare sikre at det han kommer med lykkes og de har god tatt veldig høye prisinger på oss selv om vi ikke har hatt kunder, ikke har hatt penger, fordi de har skjont at det er bra at vi er motivert og vil ha dem med videre»</p> <p>«Og de som er investorer selv, vil gjerne avvise de fleste prosjekter på grunn av at de blir for risikable, for de har egentlig ikke noen god strategi for hvordan de skal håndtere den risikoen som finnes i venture i dag. (...) de skal finne strategier for å drive lønnsomme investeringer i denne sektoren som er veldig vanskelig da»</p> <p>«Men jeg var også negativ mot ventureselskaper da, skikkelig negativ. Fordi jeg hadde snakket med de norske venturemiljøene hvor liksom alle bare «ja, du er for tidligfase, du er for tidligfase» og bare møtte veggen overalt. Selv med avtaler med de største selskapene i verden i forhold til fremtidig distribusjon. Så møter vi liksom sånn... fordi vi passet ikke da helt profilen. Venture i Norge er sånn at da skal det være trygt. Så om det da er venture eller om det er en helt vanlig investering, det kan jo diskuteres.»</p> <p>«Nå kaller jo alle VC-fondene i Norge seg VC-fond. De er jo ikke VC-fond, for definisjonen av Venture er jo å gjøre noe nytt og gå inn tidlig, men det er det ikke så mange av de som gjør. Jeg husker når vi hentet penger fra (VC-fond), helt i slutten av (ÅR), så var vel vi den eneste investeringen som ble gjort av norske venturefond som er med i venturekapitalforeningen og som ble rapportert og definert som venture, i løpet av det halvåret eller året. Det er jo litt trist da. Nå er det mer. De har blitt flinkere, men det er fremdeles veldig tynt»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Noen engler er kun ute etter eierskap • VCer kjenner «gamet» og tør å ta en risiko – vil sikre suksess • Norske VCer ønsker ikke ta risiko eller har ikke en strategi for dette • VC-kapital kan være litt dum • VCene har en <i>egen profil</i> 	<p>Ulike holdninger til investorene og definisjon av disse</p>
<p>«Og så har du jo «Old school»- venturefondstrukturer hvor man investerer i mange selskaper og sitter i styret som en «watch dog» og passer på. Det er også kompetent kapital på en måte, fordi de bidrar med lang erfaring, men de går ikke nødvendigvis så mye inn i dybden av selskapene»</p> <p>«Dette her er pengemennesker, så det er klart at de bidrar i forhold til hvordan selskapet på en måte skal øke i verdi, hva vi trenger av penger, er med på valg i forhold til hvilken strategi vi skal velge, men den er basert på i forhold til hvor mye penger vi trenger og et budsjett vi har gitt de. Så hvis du da sier at de har kompetanse på penger, og det er en del av noe av selskapet trenger, og det kan jeg til en viss grad være enig i, så er jo det kompetent kapital»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Engler og venturekapitalister har ulik grad av kompetent kapital • Engler kan representere en type kompetent kapital, mens ventureselskaper kan utnytte synergier • Old school vs. new school ventures • Kompetent kapital er ikke nødvendigvis finansiell ekspertise som blir tilbudt av VCer 	<p>Ulike typer investorer tilbyr ulik type KK</p>

Ulike holdninger til investorene og definisjon av disse

Entreprenørens perspektiv belyser at en engleinvestor ikke er klart definert og heller ikke nødvendigvis er eksisterende per definisjon vi finner i litteraturen (Mason 2006). Selv om det ikke er hovedfokus i denne oppgaven, er det verdt å sette dette opp mot definisjonen jeg benyttet meg av innledningsvis og at engleinvestorer kan karakteriseres som individer som gjerne er velstående og som tar egne beslutninger, investerer egne penger og ekspertise inn i ikke-noterte selskaper som de ikke har noe familiært forhold til (Mason 2006). Denne definisjonen blir noe satt på prøve av resultatene, da definisjonen av engler ser ut til å strekke seg fra familie og venner til veldig velstående mennesker. Det er derfor delte meninger om hvem engleinvestorene er. Noen mener de kun er ute etter å «komme rimelig inn hos noe om potensielt kan bli stort» uten å egentlig ha noe særlig å bidra med, mens andre setter veldig pris på engleinvestorer på bakgrunn av deres erfaringer og nettverk.

Når det gjelder venturekapital, mener noen denne er litt «dum» fordi den fokuserer på avkastningskrav og ikke andre resultater som kan oppnås når selskapene innoverer. Dette bekrefter tidligere teori på emnet, som tilsier

at entreprenøren gjerne ikke alltid er like enig i investors planer og kortsiktige tidshorisont (Zacharakis et al. 2010). Det er også flere av entreprenørene som hevder de har møtt veggen flere ganger hos norske ventureselskaper. Entreprenørens perspektiv tegner et bilde av venturekapitalister som mindre risikovillige, men dette kan ha sammenheng med fasene deres selskap har befunnet seg i, deres relevans for venturekapital og behov for denne typen finansiering. Det kan også være både på bakgrunn av teknologien eller bransjen de er innenfor, men noen av entreprenørene hevder at de ikke passer inn i venturekapitalistens «profil». Mason (2008) som poengterte at kun eliten hadde tilgang på venturekapital, men entreprenørene mener altså at lav risikovilje og profil er med på å bestemme relevans for denne typen kapital. Her er det dog ulike synsvinkler, da noen påpeker at venturekapitalister er opptatt av å styre sine investeringer og vet hvordan «gamet fungerer». Holdningen kan se ut til å være ulik for norske og utenlandske venturekapitalister.

Ulike bidrag av kompetent kapital

Resultatene viser at kompetent kapital kan ha ulik betydning når man ser på engleinvestorer og venturekapitalister, og vi ser en overlapp mellom investeringene, som bekreftes i tidligere litteratur på emnet (Hellmann & Thiele 2015; Mason 2008). Kompetent kapital kan tilbys av for eksempel både old school vs. new school ventures, der førstnevnte er mer opptatt av styring og kontroll, og sistnevnte er mer aktive i selskapene.

Når det gjelder syn på engleinvestorene er også svarene noe delt og ser i stor grad ut til å avhenge av hva slags fase selskapet er i og hva de er satt ut til å gjøre. Noen mener engler kan representere en form for kompetent kapital.

Det kommer også frem at venturekapitalister som bidrar med finansiell kompetanse, ikke kan sies å være kompetent kapital slik definisjonen foreligger, da de ikke er aktive inn i operativ drift. Fordi disse bidrar med finansiell veiledning og strategisk planlegging i henhold til selskapets eget budsjett, anses altså ikke dette som kompetent kapital. Samtidig poengteres det at dersom et selskap kan ha behov for kompetanse innenfor dette området, så kan det anses som en type kompetent kapital. Noen påpeker at venturefond kan være kompetent kapital fordi det kan bidra til at selskapet kan dra nytte av synergier på tvers av en portefølje.

Basert på dette virker det som om det er både erfarings- og holdningsbaserte svar på hva kompetent kapital egentlig betyr og dermed hvem og hva som tilbys. Dette kan igjen knyttes tilbake til analysen av definisjonen. Noen av resultatene her belager seg på svar fra entreprenører som ikke er i kontakt med venturekapitalister på dette stadiet, men som har gjort seg opp en mening basert på tidligere erfaringer eller holdninger. Hvordan bidraget utarter seg belyses i [del 2](#).

Motivasjon for å søke kompetent kapital

Tabell 9 Entreprenørens motivasjon for å søke kompetent kapital – resultat og analyse

Eksempelsiter: Motivasjon for å søke kompetent kapital	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«Vi gjorde en bitteliten runde for å få på plass kompetanse vi ikke hadde selv for 4 år siden, jeg har nesten glemt det. Da fikk jeg på plass en styreformann som er partner i et stort advokatselskap for det vi driver med er veldig viktig i forhold til personvern. Han er fortsatt styreformannen vår. Han har investert egne penger og jobbet mye gratis. I tillegg så fikk jeg inn 2 stykker som jobbet i store investeringsbanker i forhold til hvordan vi skal gjøre ting. Men dette var en emisjon for å få på plass den første (beløp) så vi på en måte bare kunne komme oss ut med ting. Den første runden var rettet mot mennesker som vi trengte kompetanse fra»</p> <p>«Det er litt dumt hvis jeg bare går inn i en tunnel og tror så mye på min gründeride uten å få noen signaler utenfra»</p> <p>«Det er på en måte min første opplevelse av den type smart kapital, fordi de forstod hva vi skulle gjøre. Og driver du med teknologi spesielt, så tenker jeg det er krevende å finne en investor som skjønner det du skal gjøre, med mindre du skal gjøre en veldig enkel og triviell ting. Men vi skulle definitivt ikke gjøre noe trivielt. Så vi trengte noen som forstod det og da også hadde tilgang til nettverk og kunne hjelpe oss ved å introdusere oss»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Få på plass manglende kompetanse og erfaring Trenger noen som forstår hva som skal gjøres Oppnå synergier, åpne dører og gi tilgang på nettverk Validering og eksterne signaler 	<p>Tilgang på nettverk, kompetanse og erfaringer gjennom aktivt bidrag</p>
<p>«når vi snakker med venture nå så er ikke det for å hente penger nå. Det er bare for å fortelle dem at vi er til og hva vi har tenkt til å gjøre. Så vårt budskap da er at vi har den og den forretningsideen, og det konseptet og vi har penger, vi skal gå til marked og om 12-18 måneder så er det aktuelt for oss med en serie A investering eller noe sånn»</p> <p>«Jeg ville ikke approachet en venture en gang med mindre jeg hadde nådd et visst nivå, men idet jeg gjør det, så vil jo.. () man vil jo på en måte ikke være relevant på samme tidspunkt»</p> <p>«Når vi hentet de pengene, så var det selvfølgelig fordi vi trengte de pengene til å fortsette å bygge businessen. Vi så jo at «burn raten» vår ville øke hvis vi skulle gjøre de tingene vi ville gjøre. Vi skulle gå i marked. Vi skulle bruke flere millioner på markedsføring som et eksempel. Så trengte vi de pengene. Samtidig så gjør det noe med deg som selskap, fordi hvis du får et fond på eiersiden. Med mindre du ikke vet hvordan et fond virker, så vet du det at et fond har en «closed end» og slutter etter 5 eller 7 år, og da vet du at da ønsker de å få tilbake pengene sine med en gevinst»</p> <p>«Nå har vi kommet dit at det er vi som på en måte er «holder of the key», i forhold til veldig mye av innsikten og kunnskapen rundt det vi driver med. Så det er kanskje litt naivt, eller veldig forventningsfullt da å tenke at investorene skal kunne bidra masse der»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Viser at de er til i tidligfase Investorene relevant i ulike faser VC-investering for å dekke kapitalbehov og profesjonalisere selskapet Behovet endrer seg med utvikling av selskapet 	<p>Ønske om utvikling / profesjonalisering av selskapet</p>
<p>«Dette er den første fasen av en startup føler jeg da, det er på en måte litt sånn spisskompetanse, det er jobbet mye med. Jeg føler ikke at det er kompetanse jeg er ute etter, men jeg vil jo ha en god energi da. Det er sånn der å møte en investor som på en måte, som utfyller hverandre og kanskje er bedre på ting som ikke jeg er god på og så videre»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Heiagjeng og backing God energi Ønsker at investor skal backe, heie, motivere, skryte og tørre å stille de harde spørsmålene, men vise forståelse (velment guiding) Forventninger til investor avhenger også av matchen med denne 	<p>Ønske om noen som forstår situasjonen, støtter gründer og kan veilede</p>
<p>«man må faktisk akseptere den risikoen, ta tak i det og jobbe med det, og ikke stikke huet i sanda og si at jeg bare trekker et lodd, jeg blåser i om jeg taper, men samtidig faktisk – hva kan vi gjøre for å optimalisere forholdene litt. Det tror jeg er den store utfordringen som ligger i det å ta i mot penger i dag og ligger i den investeringen. Man ønsker egentlig, selv om det kan (..) til syvende og sist kan virke mot sin hensikt, man ønsker en investor som faktisk har en plan på hvordan han eller hun skal tjene penger. Ikke bare trekker et lodd, for da får man de kritiske spørsmålene. For det er klart at det .. en investor som vet hvordan han eller hun skal tjene penger kan kanskje ha en helt annen agenda enn deg, men de tingene han eller hun påpeker som svakhet hos deg vil jo være med i alle fall på sånn objektivt sett på å øke din statistikk på å lykkes»</p> <p>«Gi oss adgang til nettverk, kunnskap og mennesker i en tidlig fase. Hjelpe oss med kapital og senere hjelpe oss med introduksjoner til relevante, potensielle oppkjøpskandidater og partnerkandidater, når man kommer opp i den fasen. Mindre og mindre «medling» inn i «day-to-day operations» og mye mindre aktivt styre. Det henger jo sikkert sammen med tillit og resultater. Når selskaper begynner å stå på egne ben, så er det ett eller annet med at man kommer over i en annen fase, og da trenger man mer disse strategiske tingene»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Forventer at investor har en investeringsstrategi og vet hvilken risiko de løper når de foretar denne typen investeringer Forventer at investor følger opp investeringene og bidrar aktivt til utvikling av selskapet Sikre bestemt strategi på mellom og lang sikt med tilstrekkelig finansiering, (f.eks. ved måloppnåelse) og bidra med forutsigbarhet ift. investeringsvilje Spille på sitt nettverk og være en døråpner Gir økt sjanse til suksess, gjerne stille krav som kan øke dette slik de gjør i Sverige Ikke nødvendigvis inn i daglig business eller videre utvikling av domenet – faseavhengig 	<p>Forventning om økt suksess ved aktivt bidrag fra investor</p>

Resultatene vitner om at motivasjonen styres noe av hva slags teknologi de holder på med (om det er utnyttelse eller utvikling), bakenforliggende holdning til kompetent kapital og hva engleinvestorer og venturekapitalister representerer, men jeg går her inn på hva analysen avdekket uten å gå for dypt inn i disse eventuelle bakenforliggende faktorene:

Tilgang på nettverk, kompetanse og erfaringer gjennom aktivt bidrag

Motivasjon for å søke kompetent kapital ser ut til å dreie seg om tilgang på ressurser og kompetanse de selv ikke har tilgang på. Entreprenørene søker investeringer fra engleinvestorer og venturekapitalister fordi de ønsker tilgang på deres kompetanse, kunnskap, erfaring og deres nettverk og mulighet til å åpne dører, men forholder seg ulikt til investorene som er relevante i ulike faser, og har behov for ulik type kompetanse og krefter. Sosiale ressurser som investorene innehar av nettverk ser ut til å bli viktig for å tette ressursgap (Huang & Knight, 2017) og nevnes spesifikt som viktig for respondentene. For noen handler det også om validering av idé og forretningsmodell gjennom å hente inn signaler utenfra eller kompetanse på dette.

Det kan se ut til at investorens bidrag med sosiale ressurser som både human kapital i form av eget erfaringsgrunnlag eller ved å hente inn eksterne ressurser, samt sosial kapital gjennom nettverket og relasjonene de har, er hovedmotivasjonen for entreprenørene. Dette, i tillegg til finansielle og andre håndfaste ressurser selskapet har behov for, henger godt sammen med tidligere forskning (Gullander & Napier 2003; Huang & Knight 2017; OECD 2011; Politis 2008; SæTRE 2003; Vinje 2014).

Ovennevnte vitner i stor grad om at tilgang på ressurser av ulik type er en viktig motivasjon bak kompetent kapital. Man kan i så måte knytte en parallell til det jeg i litteraturgjennomgangen oppsummerte til *Ressurstilgang*, og at dette investor øker dette gjennom sitt aktive bidrag.

Ønske om utvikling/profesjonalisering av selskapet

Resultatene viser i stor grad at gründere søker engleinvesteringer og venturekapital i ulike faser, og at de velger ulike investorer basert på deres ønske om å komme seg over i neste fase. I tidligste fase er de ute etter kapital eller manglende kompetanse, og spiller på eksterne aktørers erfaringsnett, mens senere er det snakk om et større maskineri som setter i gang en prosess med selskapet. Huang og Knight (2017) påpekte at konseptualisering og forretningsutvikling var veldig viktig i tidligfase, noe som for øvrig ble bekreftet av mine funn. Entreprenørene sier at de i tidligste fase er på jakt etter domenekunnskap og nettverk. Det var likevel også noen som påpekte at de ikke anså kompetansen som like nødvendig i tidligste fase, da de i utviklingsfasen er avhengig av egen spisskompetanse og da er mer opptatt av investors energi.

Resultatene viser at motivasjonen for å hente venturekapital kan være på grunn av at selskapet kan gagnes av synergier på tvers av porteføljen, men også for å profesjonisere selskapet. Dette henger godt sammen med det som er skissert av De Clercq et al. (2006), og viser at det personlige, aktive bidraget av kompetanse spiller en viktigere rolle i tidligfase, mens kapitalen og evnen til innflytelse og subjektiv verdiøkning av selskapet spiller større rolle i neste fase. Noen snakker derfor med venturekapitalister i tidlig fase for å vise at de eksisterer, og fordi det kan bli relevant i noe senere fase. Selv om de ikke nødvendigvis søker venturekapital p.t. ligger det en motivasjon lenger fremme for å kunne benytte seg av deres globale potensiale og størrelse. Videre er det noen som søker venturefond-finansiering fordi det fører til en profesjonalisering av selskapet som investeringsobjekt og man får en kapitalbase som gjør at man kan gjøre mer for å utvikle selskapet videre. Man blir med på en reise, som anses som både sunn og lærerik å være med på, samtidig som det gjør at entreprenøren får et press på seg og må takle

at det er noen andre som begynner å ta over styringen. Det kommer frem at ikke alle nødvendigvis takler den typen press. Andre mener de ikke er relevant for venturekapital. Det gir implikasjoner på at man bør vite hva man setter seg utfor når man søker venturekapital (Kaiser et al. 2007).

Denne motivasjonsfaktoren ser dermed også ut til å kunne knyttes mot *Ressurstilgang*, men vektlegger et større fokus på investors evne til å tilføre verdi og i så måte hjelpe selskapet over i en ny fase.

Ønske om noen som forstår situasjonen, støtter gründer og kan veilede

Motivasjonen vil hos noen belage seg på å hente god energi fra investoren. Dette ser det ut som man særlig kan hente fra engleinvestorer som oppleves som de tror på personen og idéen. Det henger igjen sammen med De Clercq et al. (2006) som sier det fra disse er et mer personlig bidrag. Det fremkommer også at entreprenøren ønsker «backing» fra investorene sine, også venturekapitalister. De har en forventning om at investorene backer og tør stille de harde spørsmålene. Det vitner om at entreprenørene i tillegg til instrumentelle forventninger som omhandler den konkrete jobben og finansielt bidrag, har emosjonelle forventninger til investor (Huang & Knight 2017). Det er fremkommer at de har en forventning om at investor er motivert, tror på caset, motiverer og heier på gründer. Det er også en forventning om at investor viser at de forstår situasjonen. Det blir dog sagt at noen av forventningene styres av matchen med investor, og at veldig mye kommer an på denne.

Disse funnene ser ut til å samsvare med litteraturen som tidligere ble avdekket og ønsket om *Støtte*, men forventningene om at investor er en støttespiller kommer kanskje klarere frem. At de har behov for noen å dele byrden med, ser ut til å finne støtte i disse resultatene (Politis 2008).

Forventning om økt suksess gjennom aktivt bidrag fra investor

Resultatene viser et ønske / forventning om at investor aksepterer risikobildet og har en strategi for hvordan de skal tjene penger, og at dette bidrar til selskapets suksess. Sammen med investor skal man sikre en bestemt strategi med tilstrekkelig investering basert på måloppnåelse, som skal bidra med forutsigbarhet og gi et bilde av investeringsviljen til investoren.

Motivasjonen knyttes opp mot forventningene til investor, som igjen avhenger av fase, type investor og selskapet, men de ønsker selvfølgelig at investor er med å dra selskapet i riktig retning. Det refereres bl.a. til Sverige der investorene stiller visse krav til selskapene basert på nøkkelfakta som bidrar til suksess og der investorene har konkrete strategier for hva de ser etter i selskapene og at dette øker suksessen. Det gjør at markedet kan hjelpe gründer og investor å få frem kvaliteter i hverandre. Investorene i Norge oppleves ikke som å ikke pushe på samme måte. Noen nevner at de forventer at investorene følger opp investeringene, og at englene ikke følger opp like mye som de burde og burde sette seg mer inn i det de holder på med. Samtidig forventes det at investorene sørger for at de riktige menneskene er involvert.

Det er også en forventning om at investor stiller krav til pengene, da dette øker sannsynligheten for å lykkes. I tillegg nevnes det at investor bør kartlegge gründerens behov. Entreprenøren ønsker å kunne fokusere på salg, men ønsker også at investor skaper en forpliktelse og pusher, samt bidrar med å åpne dører og spille på eget nettverk.

Forventningen til investor kan også se ut til å endres etter hvert som selskapet utvikler seg, og investors rolle ser også ut til å endre seg med selskapets utvikling. Mens det i starten er forventning om mer konkret bistand, blir det etter hvert mer behov for bistand til god beslutningstaking. Det kommer dog frem at selskapets retning bør bestemmes av de ansatte, da det er de som sitter på kunnskapen etter hvert og dermed har bedre grunnlag for dette. Etter hvert som gründer sitter med mye av innsikten og kunnskapen, belyser et perspektiv at det kan være naivt og litt forventningsfullt å tenke at investorene kan bidra på det området. Denne tanken kan se ut til at entreprenøren øker sin sosiale og humane kapital, som igjen kan føre til endrede motivasjonsfaktorer med selskapets utvikling.

Disse resultatene ser i større grad ut til å omhandle hvordan kompetent kapital kan være fordelaktig for selskapet, men mer hvordan det tilbys for å gagne selskapet.

Demotiverende faktorer for å søke kompetent kapital

Resultatene skildrer også situasjoner som poengterer at kompetent kapital ikke alltid er hensiktsmessig. Som ikke fremkommer av tabellen, men som er et meget viktig funn i sammenheng med motivasjon for kompetent kapital, omhandler demotiverende faktorer. Det fremkommer at ulik type teknologiselskap, være seg om man jobber med utvikling eller utnyttelse av teknologi kan ha noe å si for investorens nytteverdi og relevans. Perspektivet belyser at ventureselskapenes profiler, gjør at flere tenker de ikke er relevant for den typen investering eller har noe å hente på det. Det kan også se ut til at entreprenørens holdning og tanker rundt aktørene er med på å bidra til om de søker denne typen kapital eller ikke og at det er en grad av mistillit til noen investorer i tidligfase. Entreprenørene søker investeringer fra engleinvestorer og venturekapitalister fordi de vil ha noe mer enn finansiell kapital, men det fremkommer at man skal være var på hvem sine penger man tar imot. Det poengteres at det er flere aktører der ute som lover kompetanse, men som viser seg å være interessert i et eierskap. Dog kommer det også frem at man ikke har så mange sjanser. Noen mener de må ta til takke med den investoren som legger pengene på bordet, men bør stille noen krav til investoren. Svarene avhenger av motivasjonen til entreprenøren, og særlig kommer aspektet ved å ta til takke med den investoren som følger pengene til syne der entreprenør i hovedsak er på jakt etter kapital. Utsagnene under reflekterer noe av bakgrunnen for hvorfor noen unngår denne type kompetent kapital.

«Det finnes en gruppe spillere i alle tidligfase økosystemer som jeg har sett som benytter seg av det faktum at tidligfaseselskaper ikke har all kompetansen i verden og derfor så er det litt blottstilt for aktører som utnytter det på en urimelig måte»

«Vi har vel egentlig aldri vært ute etter kompetent kapital da. Fordi vi har egentlig vært ute etter rett og slett rein finansiering. Fordi det vi driver med er rett og slett så spesialisert at når vi først får tak i en bra person, så tar det minimum 3-6 måneder før personen er produktiv fordi det vi driver med er noe helt nytt og du må liksom begynne å tenke helt nytt. Og det å faktisk da for oss å søke etter kompetent kapital ville bare forstyrre»

Det kan virke som om graden av kompleksitet/innovasjon gjør at noen velger å ikke søke kompetent kapital der investor ønsker å være operativ i aktiv drift. Hvis man jobber med noe som krever utvikling av nye tankemønstre, kan det være forstyrrende for selskapet hvis noen med manglende kunnskap blander seg inn. I slike tilfeller vil en kanskje være mer interessert i finansiell veiledning og kompetanse på områder som går på generell

forretningsforståelse. Det støtter også delkonklusjonen til Choi og Stack (2005) som konkluderer med at kompetanse og finansiering ikke nødvendigvis trenger å komme fra samme kilde, samt De Noble (2001) som poengterer at investors som ønsker å blande seg inn til tross for manglende kompetanse kan virke negativt på entreprenør og selskap. Vi ser dermed her tendenser til at det at investor ønsker å bli hørt og mangler kompetanse, kan føre til at gründere unngår dem. Så, i tillegg til Schmidt (2014) sin poengtering om at ulike typer entreprenører vil søke ulike type investorer, ser vi også at entreprenørens holdning og subjektivt behov kan ha noe å si her.

Disse resultatene vitner om at kompetent kapital kan skape potensielle utfordringer for selskapet, og at det også er grunner til at entreprenører unngår kompetent kapital.

Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?

Tabell 10 Investors verditilførsel sett fra entreprenørens perspektiv – resultat og analyse

Eksempelsiter: Verditilførsel	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«Vår hovedinvestor og eier tilfører en del verdi, han er superbruker av produktet, så man får mye input»</p> <p>«De er så kompetente at jeg gruer meg litt til hvert styremøte fordi de stiller også spørsmål ved det som jeg kanskje som daglig leder her «skyver litt under teppet» fordi det er ubehagelig»</p> <p>«Det kan være erfaring som gründer selv, for eksempel, som også er veldig verdifullt. Igjen tilbake til det å ha system, det å være fokusert. De grunnprinsippene som veldig mange feiler på, som du leser i alle bøkene og som er litt sånn åpenbart, men som alle feiler på, fordi man drukner i sin egen idé. Så domenekunnskap og gjerne erfaring, ikke nødvendigvis fra samme bransje selv, men det å på en måte bygge opp bedrift og drive det selv, det mener jeg er smart kapital»</p> <p>«(INVESTOR) er jo kompetent kapital. Hun sitter også i styret i (selskap) som eier (selskap). Hun tilfører veldig mye egentlig i kraft av å være styreleder, men hun er jo også på eiersiden. Jeg synes det er veldig trygt å ha de som er med og løfter oss frem på eiersiden, for da vet vi det at de ønsker å løfte selskapet. Og det samme med (INVESTOR). Han har jo ingen bakgrunn fra (bransje). Han har jo sett flere andre som har både solgt, men også kjøpt, og ser hvordan de ulike selskapene presenterer seg, og (kan tilføre erfaring i forhold til det)»</p> <p>«Forutsigbarheten at du har en partner som på en måte sikrer at det man er enig om blir finansiert, slik at man kan faktisk velge den riktige strategien og den riktige metoden i stedet for å være redd for å miste pengene du allerede har fått, sånn som vi gjorde de første 6 årene. Hver gang vi fikk inn penger, så var det bare «ned med alle kraner ikke sant», og disse pengene må holde til vi får noe mere penger. Etter at jeg møtte svenskene, så er det konsensus at når man er enig om en strategi og et investeringsbehov, så veit man at de pengene kommer. Det er en helt ny situasjon for meg, og jeg merker at jeg som person er.. jeg sover bedre, og jeg har fått mindre stive muskler</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Stiller krav til kapitalen basert på måloppnåelse • Oppdragende effekt (prosedyrer, dokumentasjon, rapportering) • Stiller vanskelige spørsmål daglig leder gjerne må tenke gjennom eller skyver under teppet • Føljes trygt at styremedlemmer er med på eiersiden • Bistår med rådgivning både taktisk, strategisk og ift. interessenter • Løfter selskapet gjennom eierskap, rådgivning og/eller styrerepresentasjon • Engler proffer opp selskapet • Verdi gjennom å gi forutsigbarhet 	<p>Eierskap bidrar med retning og struktur</p>
<p>«De fleste gründere de mangler ofte disiplinen, de mangler fokusert. Det er alltid ett eller annet ikke sant, og da er jo poenget at man som investor tør å stille de harde spørsmålene, men samtidig viser at man har forståelse for hvordan det er å stå i det»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kvalifiserte spørsmål • Backer gründer/entreprenør • En samtalepartner, diskusjonspartner • God energi og like interesser • Engler anses som deltaker / advisor • Forventer at investor kan stille de harde spørsmålene 	<p>Investor opptrer som en mentor og samtalepartner</p>
<p>«Altså engleinvestorene tilfører på mange måter kapital og kanskje et nettverk. Utover det så har hvertfall ikke vi sett at de tilfører veldig mye da»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Øker nominell verdi på selskapet • Bistår med nettverk både nasjonalt og internasjonalt • Tar del i rekrutteringsprosesser • VC gir selskapet kredibilitet og økonomisk frihet • Bistår i finansieringsprosesser • Investor kan tilføre verdi selv om han er i en helt annen bransje gjennom sitt nettverk 	<p>Investor øker tilgang til ressurser</p>
<p>Eksempelsitat ikke angitt</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Bidrar med å sette selskapet på kartet og håndtere kommunikasjon med eksterne • Verditilførsel gjennom sin erfaring som gründer eller med lignende prosesser • Investor oppleves som en strategisk partner • Er en ressurs for selskapet og representerer selskaper i eksterne aktiviteter • Gir innsikt i lukkede markeder og åpner muligheter 	<p>Investor er aktiv og bistår med sin erfaring</p>

Verditilførsel

Eierskap bidrar med retning og/eller struktur

Resultatene viser at investor spiller en viktig rolle i å hjelpe selskapet med både retning og/eller struktur. Investor har for gründer en «oppdragende effekt», stille krav og betingelser til kapitalen de kommer med, men samtidig bruke sin kompetanse og erfaring til å løfte dem frem. Engler kan også være med i tidlig fase å bidra med å «proffe opp» selskapet. Investor kan tilføre verdi gjennom å tilby rådgivning. For flere av gründerne ser det ut til at investor spiller en viktig rolle i å bidra med struktur og profesjonalisering av virksomheten og kan være med på «plassere selskapet på kartet» og på lik linje som Fili og Grünberg (2016) poengterer, ser dermed investor ut til å bidra med «structuring processes». Det kommer også frem at investorene gir kapital basert på måloppnåelse, og driver i den grad målstyring, og dette kommer i hovedsak fra venturekapitalister, hvilket bekrefter tidligere teori (Large & Muegge 2008). Dette ser ut til å oppleves som positivt fordi det er med på å gi en forutsigbarhet når det gjelder investeringen og ser ut til å bidra med en personlig verdi for gründer. Venturekapitalistene så ut til å ha en større verdi i form av finansiering og målsetting relatert til denne. Det er dog helt klart at venturekapitalistene bidrar med strategisk retning gjennom styremedlemskap, akkurat som teorien tidligere har avdekket (Large & Muegge 2008).

Et interessant funn var styreleder som også er eier av selskapet er med på å skape trygghet hos gründer. Kanskje er det fordi det her er en følelse av investors *forpliktelse* (Schmidt 2014; SæTRE 2003). Investor er med på å validere og noen man kan teste hypotesene sine på, da gründer sier det kan være lettere å teste dette internt enn eksternt, men bidrar også gjennom sin erfaring for å bygge systemer og ha fokus, noe en gründer kan ha litt utfordringer med.

Disse funnene ser i stor grad ut til å kunne knyttes til verdien av *tilsyn og monitorering* (Politis 2008). Som vi ser vil investors behov for systemer og måloppnåelse kunne oppleves som å hjelpe selskapene med struktur og forutsigbarhet.

Investor opptrer som en mentor og samtalepartner

Resultatene viser at investor har mer enn en finansieringsrolle. At engleinvestorer oppleves som både investor og mentor er ikke noe nytt (Fili 2014). Investor tilfører verdi når han tør å stille de vanskelige spørsmålene og bidra med god energi. For noen tilfører investor verdi gjennom å backe gründer, noe som også gjelder venturekapitalistene. Det nevnes også at engleinvestorer har en rolle med å kvalifisere og backe de gode ideene.

Perspektivet skildrer også at investor kan tilføre verdi gjennom å ha vært der før og vet hva de skal gjennom og kan guide deretter. Engler sies å være investorer som proffer opp selskapet og gjør det klart til VC og foregår som er *kvalifiserende mentor*. Det kommenteres også på at venturekapitalister nå er inne i en tidligere fase, og gjerne setter inn engler som styreformann eller rådgiver. Englene kan anses mer som én deltaker og advisor, mer enn en investor. Man kan her trekke en parallell til tidligere teori som tilsier at skillet mellom det å være investor og entreprenør vaskes noe ut og de blir en slags co-entreprenør (SæTRE 2003), samtidig som at de er med å bidrar mer personlig. Dette illustreres blant annet når nye investorer kommer inn i virksomheten, og det kan tyde på at

englene som da har vært inne anses som lojale mot gründerne og de blir en gruppe mot den nye investoren som kommer inn.

Entreprenørene oppfatter også investor som en samtalepartner og diskusjonspartner og sier de gjerne verdsetter kompetansen og denne rollen mer enn de verdsetter det finansielle bidraget. Det henger godt sammen med funnene til Mason (2008), samt at resultatene vitner om at investor bidrar med *mentoring* som hjelper entreprenøren, og i så måte selskapet, fremover.

Investor øker tilgang til ressurser

Resultatene viser at investor bidrar med økt tilgang til ressurser både gjennom sin investering og gjennom sitt aktive bidrag. Særlig venturekapitalister oppfattes som verditilførende i den forstand at det gjerne krever en del å få denne type kapital, man tiltrekker seg lettere dyktige mennesker, samt er med på å gi selskapet «kredibilitet» og «økonomisk frihet». Det kan trekkes en parallell til legitimering av selskapet (Large & Muegge 2008; Madill et al. 2005). Denne typen legitimering fører også selskapet til lettere tilgang på potensielle nye medarbeidere, hvilket understreker hva Bjørgum og Sørheim (2015) finner i sine resultater, nemlig at entreprenører verdsetter rekkevidde og legitimitet, der sistnevnte særlig kommer av venturekapital-investering. Selv om det ofte er tendenser til at venturekapital bidrar med legitimering også i form av påvirkning på videre finansiering (Bottazzi et al. 2008; Kaiser et al. 2007) ser det ut til at gründerne selv mener engler også innehar denne typen innflytelse. Det oppleves også at investor øker den nominelle verdien av selskapet. Både engleinvestorer og venturekapitalister er dermed med på å tilføre verdi gjennom å gi selskapet kredibilitet basert på disse resultatene

Investorene har også vært med på å innhente eksterne ressurser og delta i rekrutteringsprosesser. Det oppleves bl.a. at venturekapitalistene er med på å ansette ledere eller andre personer i viktige stillinger. Samtidig kommer det frem at investor har en finansieringsrolle entreprenøren ikke hadde klart seg uten i utviklingsfasen. Engler oppleves som noen som tilfører verdi som fronter gründer og gir gründer tillit, og som med store navn kan gjøre selskapet mer verdt, selv om det ikke er så ofte. Det kommer frem at i tidligste faser er det gjerne gründeren som representerer selskapet og som fronter dette. Venturekapitalister sies å i mye større grad tilfører verdi som skal bygge et selskap, og denne verdien gagnar ikke nødvendigvis gründer personlig. Legitimeringen av selskapet er gjerne den passive rollen venturekapitalistene har (Large & Muegge 2008). Dette funnet vitner kanskje om at entreprenører kan føle at engleinvestorer legitimerer person, mens venturekapitalister i større grad legitimerer selskapet og teamet som driver dette.

Entreprenørens evne til å benytte seg av nettverk til investorer som også opererer i samme bransje, understreker at de gjerne avdekker nye mulighetsrom gjennom disse nettverkene (Politis 2008). I tillegg oppleves nettverk verdifullt dersom selskapet skal internasjonaleses eller trenger noen som kan åpne dører. Investoren kan dog bidra med nettverk, til tross for at han ikke opererer i samme bransje. Dermed omhandler ikke kompetent kapital for respondentene nødvendigvis *relevant kapital* (SæTRE 2003).

Det er ingen tvil om at både englenes og venturekapitalistenes sosiale kapital blir mye anvendt og verdsatt av gründerne, og ser ut til å være mye brukt på ulike måter etter hvert som selskapene beveger seg i nye faser. Det er dog ulike erfaringer med engleinvestorer som gjør at noen kan oppleves som de ikke tilfører så mye verdi.

Entreprenører skildrer helt klart at investorene bidrar med *ressursinnhenting* gjennom sitt aktive og passive bidrag.

Investor er aktiv og bistår med sin erfaring

Resultatene viser at investors erfaringsgrunnlag og evne til å gjøre en jobb for selskapet enten inn i operativ drift, på strategisk rådgivningsnivå eller som representant for selskapet, anses som verdifullt for gründerne.

Perspektivet viser at verdien investor kan tilføre endrer seg og med fasene. Mens en engel kan være veldig verdifull i selskapets første fase, blir denne kunnskapen etter hvert mindre verdifull, og det blir viktigere med generiske bidrag som hjelper administrasjonen å ta gode beslutninger. Igjen fremkommer viktigheten av de sosiale ressursene i tidlig fase (Huang & Knight 2017). Det dreier seg dog ikke om strategisk retning, da respondenten i dette tilfellet sier det er selskapets ansatte som er best på det når de har blitt eksperter på domenet. Selv om Politis (2008) påpeker at engler i tidligste faser bidrar med formulering av forretningsstrategi og idérefleksjon, så ser det ut til at domenekunnskapen kommer til god anvendelse også her. Den generelle gründererfaringen og erfaring med å bygge bedrifter kommer til anvendelse også i tidligfase.

Entreprenørene skildrer flere operasjonelle aktiviteter som investor gjør, som i deres øyne skaper verdi. Investor kan være med på å håndtere kommunikasjon med eksterne parter og være en ressurs for selskapet. Samtidig bidrar investor med egen kompetanse og fronter selskapet i andre settinger, fordi de selv er eier. Her ser vi at investor er med på å tilføre sin humane kapital.

Engleinvestorene innehar en stor grad av den operative rollen og bidrar med verdi gjennom å gjøre en aktiv jobb allerede fra tidligste fase. Her igjen kan vi trekke paralleller til synet på investor som en del av virksomheten og en co-entreprenør som kan bistå i interne aktiviteter (SæTRE 2003). Entreprenørene ser ut til å verdsette det direkte arbeidet, men av og til mener de selv har kompetansen og heller har behov for de ressursinnhentende aktivitetene.

Det kan se ut til at entreprenøren verdsetter å ha noen å dele interesser og risikobildet med og anser investor som en strategisk partner. Å ha noen å dele byrden med er også tidligere nevnt i denne oppgaven og tidligere litteratur (Politis 2008). Engleinvestorene har bidratt med verdi ved både å gi innsikt til lukkede markeder og som en «senior» som kan lære opp entreprenøren.

Disse resultatene viser at investor også i stor grad gjennomfører *strategisk rådgivning* som er av verdi for entreprenørene.

Verdien investor kan tilføre er kortvarig

Noe som kommer frem som et interessant perspektiv i denne studien, er tanken om at verdien en investor kan tilføre er kortvarig. Dette gjelder i hovedsak domeneerfaringen, fordi ekspertisen etter hvert sitter hos selskapet selv. Derfor blir den generelle gründererfaringen etter hvert mer verdifull, enn domenekunnskap og nettverk. Det illustreres ved følgende utsagn:

«Det er i veldig stor grad menneskene som jobber i dette selskapet som er «the holder of the key». Og da har også dynamikken med hva investor kan bidra med endret seg en del, og per definisjon, sunket i forhold til kunnskap om markedet, innsikt, tilgang til nettverk og så videre. Det er på en måte «exhausted». Det er brukt opp, og så har vi bygget noe nytt på toppen, og det er det jo vi som kan»

Disse funnene vitner om at når entreprenørene øker sin sosiale og humane kapital kan verdien investor tilfører bli mindre, samt at han/hun blir mindre avhengig av investor. Å øke kompetanse kan være med på å gjøre entreprenøren mindre avhengig av investor (Kaiser et al. 2007), og kanskje er det dette man ser tendenser til her.

(Fortsetter på neste side)

Relasjon og Involvering i utveksling av kompetent kapital

Tabell 11 Opplevelse av involvering - sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter: Opplevelse av involvering	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«der var det en investor som gikk inn med veldig mye penger og de sendte folk inn og gravde i hva vi holdt på med på et helt ekstremt detaljnivå. De lurte på hvorfor vi måtte ha 2 meter lange kabler inne i basestasjonen og ikke kunne klare oss med 1,5 meter. Ikke sant, så det er veldig forskjellige nivåer. Men igjen, de hadde kasta mange 100 millioner inn og ville at det ble håndtert riktig»</p> <p>«de (venturekapitalistene) setter jo i gang og kjører på med 20 mennesker som prøver å pushe dette til masse investorer også skal man prøve å få opp så så mye i verdi, så de får ut sin gevinst så fort som mulig»</p> <p>«det jo sånn at de putter jo sine mennesker inn, de ønsker å pynte på brura for de ønsker å på en måte å få en viss appeal til en viss type mennesker»</p> <p>«Noen ønsker ikke å være involvert og synes det er greit å bare ha kontroll og vil bare ha informasjon den veien på en måte. Det kan være veldig slitsomt (...).»</p> <p>«Altså følte vel ikke alltid at investor var på samme.. eller hadde samme typer visjoner, men allikevel så kjente jeg at investoren noen ganger kunne dra meg og oss i positive retninger som ikke vi hadde tenkt på, og det må jo være litt av greia. Så har man faktisk.. selv om vi hadde satt opp en plan og hadde en visjon, så () dro de oss avgårde fordi at de så noe som ikke vi så, fordi de hadde mer erfaring»</p> <p>«jeg tror det er ganske godt eksempel på at jo mer penger investor legger på bordet, jo mere kontroll ønsker de å ha. Kontroll og oppfølging, og selvfølgelig bidra til å utvikle det»</p> <p>«Det er egentlig nå moroa begynner da. Det har vært sånn developers game fram til nå, nå blir det marketing game. Så hvis du hadde vært her om 6 måneder så hadde jeg nok kunne sagt litt mer om det. Det jeg regner med skjer er en veldig tydelig utålmodighet om at resultatene skal komme fort»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kontrollerer gründer ned i størrelse, blir utvannet • VC kjører eget maskineri uavhengig av gründer med sin målsetting og sine mennesker. Skal gjerne «pynte på brura» og kan oppleves som detaljstyrende • Englene kan oppleves som både masete, tett på, men av andre lite oppfølgende • Investor stiller krav til måloppnåelse • Sitter gjerne i styret og ønsker å ha en mulighet til å påvirke • Ulik grad av involvering, noen ønsker kun érveisinformatjon, noen en oppdatering i ny og ne • Investor er gjerne med på beslutningsmøter • Investors erfaring kan veie opp for følelse av ulike visjoner • Grad av styring belager seg på grad av eierskap • Størrelse på investering bestemmer grad av involvering • Avhenger av selskaps fase, og om det er noe spesielt som skjer • Grad av involvering reduseres og endres utover i selskaps utvikling • Forskjell på dokumentasjon og informasjon • Formell kommunikasjon rundt formelle prosesser 	<p style="text-align: center;">Aktiv involvering og kontroll</p>
<p>«Når (navn) som er fra (VC) sitter i styret hos oss så er han faglig interessert som investor. Han er opptatt av å ivareta fondets gode navn og rykte, men jeg er én av investeringene i poolen deres på (beløp). Mens for en mindre engleinvestor, og gjerne en kompetent investor, så er jeg jo kanskje 1 av 5 eller kanskje 1 av 2. Så jeg tenker at det er helt naturlig at de menneskene er mer personlig engasjert da»</p> <p>«Det er tiden som brukes som er begrensningen. Alle, selv VC og angels har tid som den samme ressursen. Du må bruke like mye minimumstid på et stort selskap som et lite selskap. Den tiden du bruker på selskapet må stå i forhold til investeringen. Paradoksalt nok så trenger man å bruke mindre tid på et større selskap»</p> <p>«Noen var virkelig inne i dybden. Selv om de var eiendomsinvestorer og holdt på med helt andre ting til vanlig, så var de virkelig inne i dybden og engasjerte seg, tok tak, var med i styret, dro med sitt nettverk, var superinteressert og dro lasset. Andre har sittet helt passive på sidelinjen og kalt seg selv «kompetent kapital», men har egentlig ikke hatt noe annet å bidra med enn litt sånn «watch dogging» i styremøter. Så det er veldig stor forskjell på involveringsvilje og -evnen blant investorene»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Involveringen er personavhengig og de opplever at det avhenger med investors interesse • Hos noen er investor inne i operativ drift (englene) og/eller arbeidende styremedlemmer, hos andre mer distansert • Tidsbruken på selskapet varierer også blant investorene, særlig engleinvestor vs. VC • Opplever ulik involveringsvilje og -evne • Kommer an på kjemi mellom gründer og investor 	<p style="text-align: center;">Involvering baseres på tilgjengelige ressurser og interesse hos investor</p>
<p>«En engleinvestor er veldig på deg, ditt og du skal nå målene dine da. Hans interesser vil ofte være mye nærmere deg. En venturekapitalist skal nå sine mål, han har sitt apparat, han skal tjene pengene sine i det omfanget han kan bidra med verdi»</p> <p>«Engleinvestorer kan og vet mye mer hvordan det der føles, fordi de har vært der selv, mest sannsynlig. Og derfor så har de også mye større forståelse for den situasjonen.</p> <p>«For venture vil på en måte, de sier ofte bare ja eller nei ikke sant. Nei du er ikke riktig for oss, eller du passer ikke inn i vår strategi og den type ting. Men engler vil jo alltid se, du vil jo alltid få en dialog med en engleinvestor nesten uansett. Han vil på en måte sette seg litt inn i prosjektet ditt () og på en måte snakke litt med deg, det vil føles litt nære. Det er ofte litt hyggeligere å snakke med engleinvestorer enn en venture. For det de bryr seg ikke så mye om ting kanskje du er engasjert i, ikke sant. er jeg opptatt av den og den featuren og at den skal bli bra og det er det jeg skal bli best på, «ok kult, hvilke kunder har du?», ikke sant. () mer sånn type ting, så det.. man får.. det blir jo litt avstand på grunn av de tingene der.»</p> <p>«Det har litt med maktforholdet å gjøre. Når du har investert i noen, så trenger du ikke å være så formell. Men når det er noen som har investert i deg, så må du være mer formell. For eksempel så har jeg valgt i (nåværende selskap) å bruke Ernst and Young som revisor, selv om vi ikke har trengt å ha revisor, for å være sikker på at alt av regnskap er helt korrekt. Og det er viktig at vi har kontroll på regnskapene og at det ikke er noen «lik i skapet», når noen har investert i oss»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Engler oppfattes som venner, VCer noen som kjører på sitt uavhengig av gründer • Engler oppfattes som tålmodige, venturekapitalister som utålmodige • Omgås gjerne uformelt, og kommuniserer i noen grad mer mer formelt med VC, men her er det individuelle forskjeller. • Særlig i startfasen er det en tendens til at kommunikasjonen med VC er mer bevisst • Føles verre å tape penger til en personlig investor enn en venturekapitalist • Englene oppleves som hjelpende • Englene oppleves som mer personlig involvert, mens VC er faglig involvert • Engler oppleves som involvert med gründer og hans målsetting, mens VCer oppleves som involvert på bakgrunn av egen målsetting • Englene er opptatt av «huset å bo i», mens VCene er opptatt av «kvadratmeterprisen» • Formalitet følger maktforholdet 	<p style="text-align: center;">Ulik relasjon og opplevelse av involvering med engler og venturekapitalister</p>
<p>«Så det er det eneste jeg tenker på når det gjelder investorer, som er min oppgave i starten, eller så er det bare å, selvfølgelig, gjøre jobben sin da, men.. og egentlig.. jeg synes det er gøy jeg å få den personlige relasjonen fordi senker man skuldra så skaper du deg litt slingringsmonn skulle ting gå gæernt eller skulle du få en utfordring som ikke du er forberedt på. Så er det litt lettere å formidle det om du har fått etablert den kompisrelasjonen. Jeg jobber litt bevisst med å få det tidlig»</p> <p>«Så jeg tror vi på en måte begynner å få gjensidig respekt som gjør at vi kan samarbeide bare bedre og bedre. Jeg har gått fra veldig formelt og beregnende, til mer jovialt og impulsivt. Jeg er veldig fornøyd med det»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Vil kunne stole på investor • Viktig for gründer å ha kjemi og like investor, god relasjon gjør det enklere å stille spørsmål • Personlig relasjon senker skuldrene • Anser relasjonen som et partnerskap og man skal lykkes i fellesskap • Relasjonen utvikler seg fra personlig til mer profesjonelt med selskaps utvikling, men utvikler seg også fra formelt til mer uformelt i noen tilfeller. • Ønsker å synliggjøre at de er fornøyd med investorene 	<p style="text-align: center;">Personlig relasjon viktig for tillit og åpenhet</p>

Aktiv involvering og kontroll

Resultatene viser at entreprenørene opplever ulik grad av aktiv involvering og kontroll. Noen engler oppleves som litt tett på, mens andre mener venturekapitalistene vil være mye mer detaljstyrende. Styrerepresentasjon og innflytelse og informasjonskrav avhenger også av type investor. Venturekapitalistene oppleves også som noen som kommer inn i selskapet og så kjører sin prosess, med sine mennesker og sitt mål, samt å «pynte på brura» for å nå en «viss type mennesker». Investorene tilfører i stor grad verdi gjennom å være operative eller strategisk aktive, og det kommer an på selskapets fase og om det omhandler utnyttelse eller utvikling av teknologi.

Investor er gjerne med på beslutningsmøter og påvirker gjennom styrerepresentasjon og/eller eierskap. For å sikre kontroll, opplever også noen at de kontrollerer gründer i størrelse, og gründer blir ofte «utvannet». Det skildres at grad av styring og kontroll ser ut til å henge sammen med størrelsen på eierskap. Entreprenører opplever gjerne at informasjonskrav går én vei. Det fremkommer også at noen opplever at det er forskjell på å dokumentere og informere, men at det gjerne blir kommunisert formelt rundt formelle prosesser. Perspektivet viser også at man utover i relasjon med venturekapitalister lærer seg at de må ha formell dokumentasjon å forholde seg til og noe å beslutte på, og at styremøter må være formelle. Det er altså en formell kommunikasjon rundt formelle prosesser, men ellers er tendensen at det meste er uformelt. Det kan dermed se ut til at sosiale ressurser utveksles uformelt, mens de instrumentelle utveksles i formelle prosesser. Dette anser jeg som et interessant funn.

Andre opplever venturekapitalistene som noen som ikke blander seg opp i daglig drift det hele tatt, men har vært med på å sikre at det blir ansatt mennesker etter deres ønske og flytting av kontorer. Dette ser ut til å ha noe med hvilken type venturekapitalist det er snakk om, om det er personer eller fond. Denne typen involvering er det også ulike holdninger til, da det blant annet nevnes at dette ikke ville forenes med et familieliv eller personlige standpunkt dersom en investor ønsker å flytte på kontorene eller for eksempel involvere seg i land som driver uetisk. At venturekapitalister ikke blander seg inn i daglig drift, støttes av tidligere litteratur på emnet (De Clercq et al. 2006).

Det kan se ut til at gründerens person spiller en rolle for hvordan involveringen tolkes og selv om respondenten også sier at venturekapitalinvestering gjør at man som gründer egentlig har lyktes, påpeker han at det må være forent med personlig målsetting for selskapet. At det å ha felles målsetting og tro på at den andre vil en vel, bekreftes som viktig for god utveksling av ressurser (Huang & Knight 2017). Men, selv om gründer kan oppleve at venturekapitalistens visjoner ikke alltid er forenlig med ens egen, så skildres det som positivt at de drar med seg et erfaringsgrunnlag og drar dem avgårde i riktig retning. Om entreprenøren faktisk har en rolle å spille i investors involvering og tilført verdi, har vært spekulert i tidligere teori (Macht 2011), men her ser man indikasjoner på dette.

Involvering baseres på tilgjengelige ressurser og interesse hos investor

Resultatene viser at gründerne opplever ulik grad av involvering basert på hvilken fase de er og hvem de har med å gjøre. Opplevelsen av involvering er avhengig av person og kjemi mellom gründer og investor. Noen hevder

involvering handler om hvor mye tid personen setter av til selskapet, men kan også ha noe å si med hvordan venturekapitalister og engler jobber. Det handler om interessen og muligheten til å bruke tid, som ser ut til å være en begrensning på hvor mye en investor involverer seg i selskapet. Noen opplevde en veldig involvering fra arbeidende styremedlemmer eller investor inne i operativ drift, mens andre var mer passive og kun opplevdes som overvåkende («watch dogs»). Det oppleves altså en ulik involveringsvilje og -evne hos investorene.

Ulik relasjon og opplevelse av involvering med engler og venturekapitalister

Resultatene viser at entreprenørene i hovedsak opplever ulik involvering og relasjon med engleinvestorer og venturekapitalister. Det ser også ut til at entreprenørenes holdninger og tanker om investorene ser i stor grad ut til å påvirke deres opplevelse av investors involvering. Engler oppfattes som mer positivt involvert og har en annen grad av tålmodighet enn hva venturekapitalistene har. Venturekapitalistene kan av noen oppleves som masete, mens engleinvestorene ønsker å bidra. Mens en venturekapitalist kan oppleves som faglig interessert, oppleves en engel som mye mer personlig engasjert, da førstnevnte må ivareta fondets navn og rykte. Dette har nok noe med hvordan selskapene er satt opp, og dermed også hvordan de praktisk kan involvere seg. En metafor som ble brukt var at mens engler er opptatt av «huset man skal bo i», er venturekapitalisten er opptatt av «kvadratmeterprisen». Dette kan kobles opp mot investors målsetting om exit og tålmodighet i investering, og hva man er villig til å gjøre for å komme dit. Mens engleinvestorene oppfattes som noen som involverer seg på en måte som er på linje med gründers interesser, er oppfattelsen at venturekapitalistene involverer seg basert på selskapets resultater og setter strengere krav til dette. Måten resultater måles på, avkastning, anses også av noen å være litt enkelt, da innovasjonsprosesser gjerne resulterer i mye som ikke kan måles på direkte avkastning. Engler er også gjerne involvert i prosjektets tidligere faser, og vurderer personen og konseptet, men forholder seg gjerne til personen der han er. De oppleves som noen som backer og er mer villig til å ta risiko, noe som kan tolkes i lys av Lindsay (2004) som poengterer engleinvestorenes entreprenørielle karakteristikk.

Omgangsform med både engler og venturekapitalister ser ut til å være uformell. Særlig med englene ser det ut som beslutninger og diskusjoner kan tas over én pils eller 2. Englene oppleves som om de har større grad av emosjonell tilknytning og er deres venner (Politis, 2008; Fili, 2014; Huang & Knight, 2017). Gründerne sier relasjonen til engler er mer personlig og at det kjennes verre å tape pengene til en engel enn til en mer profesjonell investor. Det vitner om en mulig emosjonell forpliktelse ovenfor investoren (Huang & Knight 2017). Det understrekes også at det for noen er viktig at hvis noen har investert i gründer så må de kunne tjene penger på det. Det virker dog som om dette henger sammen med type engler, da de opplever noen av de rike englene som investorer som har råd til å tape pengene sine og at situasjonen hadde vært annerledes om dette var mennesker som vurderte mellom eiendoms- eller startup-investering. Gründerne sier at de ikke nødvendigvis alltid føler at investor deler deres visjoner, eller at de er helt på samme side.

Engler oppfattes som venner og er gjerne familie eller folk man kjenner. Er man ikke venner fra før av, så utvikler relasjonen seg gjerne i den retningen. Investeringer fra engler oppfattes som «varme penger» og de investerer på vegne av seg selv og egen interesse. Gründerne opplever at englene er mer på dem for at de skal lykkes og har ingen skjult agenda. En relasjon til engleinvestorer oppfattes gjerne som mye per personlig og lojal, samt at

engleinvestoren takler dårlige nyheter mye bedre enn venturekapitalistene gjør. Denne bemerkelsen kan dermed muligens være med på å styre entreprenørens evne til å være åpen med investor. Englene skildres også som noen som blir en del av selskapet, f.eks. om de kommer inn i tidligfase og det kommer nye investorer inn i senere perioder. Igjen påpekes det at englene ikke nødvendigvis alltid oppfattes som investorer (SæTRE 2003).

Graden av formalitet i relasjon avhenger av menneskene involvert, men tendensen er at gründerne er mye mer bevisste i kommunikasjonen med venturekapitalister enn engler, selv om det også er noen som er veldig var på at kommunikasjon med investor skal være formell av hensyn til hvis noe noen gang skulle skje. Kommunikasjonshyppigheten avhenger også litt av hva slags type investor det er og hvor involvert han/hun er. En venturekapitalist snakker ikke nødvendigvis med daglig leder hver dag, men det foregår gjerne kommunikasjon mellom mer formelle styremøter. Her kommer det også frem at dette er opp til daglig leder hvor ofte de kommuniserer.

Personlig relasjon viktig for tillit og åpenhet

Som resultatene også viser, så kan lave skuldre og en utvikling i relasjonen bidra til at kommunikasjon flyter lettere. Det er grunn til å anta at grad av åpenhet og tillit vil øke med en positiv utvikling i relasjonen. Resultatene viser også ulik grad av tillit til investorer og opplevd ærlighet. Resultatene viser dog at graden av ærlighet styres av hvordan de føler at investors målsetting passer med egen. Samarbeidsrelasjon handler ikke bare om investor og gründer og utveksling av kapital, men personene bak, og det kan se ut til at dette også påvirker hvordan denne relasjonen forstås, basert på kjemien i denne. Gründerne ser ut til å verdsette en kompisrelasjon fordi det senker skuldrene og gir litt slingringsmonn dersom noe skulle gå galt.

Gründerne kan også være opptatt av å informere investorene jevnlig og hele tiden vise til hvor de er i prosessen, for å skape en trygghet hos investor. Det gjelder også informasjon av dårlige nyheter. Hvordan gründer oppfører seg ovenfor investor sies å ha konsekvenser for om relasjonen er preget av hjelp eller styring, og henger sammen med tillit.

Relasjonen blir mer og mer profesjonalisert. Respondentene skildrer at relasjonen gjerne går fra å være veldig personlig til å bli mer profesjonell når man snakker om selskapets stadier. For noen går det også fra veldig beregnende til mer impulsivt, fordi man har etablert en partnerskapsrelasjon som ser ut til å gi trygghet hos gründer. Det nevnes at formaliaprosessene gjerne øker med summen på investeringer, relasjonen blir mer sofistikert og det er gjerne flere formkrav med økt størrelse på penger investert.

Gründerne opplever at relasjonen utvikler seg, og at man bygger gjensidig respekt, og man kan være opptatt av å trygge investorene gjennom måloppnåelse, hvilket kan vitne om et ønske om å bygge tillit. Gründerne er opptatt av ærlighet og at man kan lykkes i fellesskap og ha et partnerskap, da de i stor grad overlater «babyen sin til investor» og at man må stole på disse. En god relasjon og ærlighet med investor ser også ut til å kunne hjelpe gründerne gjennom tøffe tider. I tillegg anses noen av investorene som partnere i et forhold preget av respekt og jovialitet. God relasjon og god kjemi virker å gjøre at gründer tør å stille gode spørsmål og få gode svar tilbake.

Det kan vitne om at entreprenører i en tillitsbasert relasjon vil være mer mottakelige for investors råd (Politis 2008), når de her skildrer at de i slike tilfeller tør å stille spørsmål.

Noen ønsker også spesifikt å synliggjøre at de er fornøyd med investorene sine, mens andre rapporterer at de faktisk henviser caser til sine investorer dersom de synes det er aktuelt. Denne synliggjøringen kan være med på å belyse hvordan noen gründere gir tilbake sosiale ressurser til sine investorer (Huang & Knight 2017).

Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?

Potensielle utfordringer

I diskusjon om utfordringer ble det avdekket en rekke utfordringer både i relasjon, involvering, risiko, egne utfordringer og utfordringer med investor. Utfordringene som rapporteres er både utfordringer de ser for seg og utfordringer man selv har vært borti, men også anlegg for utfordringer sett fra et forskningsperspektiv. Opplevelsen av relasjon presenteres innledningsvis for å få frem nyanser innenfor dette området, som videre belyser utfordringer som kan oppstå i relasjon med investor.

I denne seksjonen belager resultatene seg i stor grad på hvor konkrete de har vært i intervjuet, samt faktisk erfaring. Ikke alle har møtt på særlige utfordringer.

En gjenganger i flere av intervjuene, være seg om det er med en venturekapitalist, engleinvestor eller entreprenør, så er tid en utfordring, så er det evnen til å allokere denne som gjør at gründer i noen tilfeller vil føle seg underprioritert eller overprioritert. Det oppleves forskjellige utfordringer knyttet til både engle- og venturekapital, men for venturekapital avhenger graden av autonomi og styring av typen venturekapitalist. Analysen medførte følgende hovedtematikk:

(Se tabell neste side)

Tabell 12 Utfordringer sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter: Utfordringer	Resultater – 1 ^a orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>Utfordring i mottak/involvering og relasjon</p> <p>«Risikoen er jo at man på ett eller annet tidspunkt mister kontroll over eget selskap da. Det er faktisk det som gjør at du er villig til å jobbe så hardt, men det tror jeg også investoren her veit. Jeg hadde mistet motivasjonen hvis jeg ikke hadde på en måte hatt en viss grad av kontroll på det jeg jobber med»</p> <p>«setter jo i gang og kjører på med 20 mennesker som prøver å pushe dette til masse investorer også skal man prøve å få opp så så mye i verdi, så de får ut sin gevinst så fort som mulig. Det kan jo bety masse beslutninger som ikke du er interessert i. Et styre fullt av mennesker som kanskje taktisk for dem, som ikke du vet hvem er, og så plutselig har du masse folk som bestemmer i selskapet ikke du kjenner, som kanskje ikke du vet har verdien i det»</p> <p>«Frustrasjon, fordi man blir dyttet i en retning man ikke ønsker, ikke blir forstått eller så føles det som inngripen. For mye struktur eller for mye rapportering. Det er jo klassisk for de fleste gründere og man evner ikke å slippe taket»</p> <p>«en del investorer sitter jo på porteføljer av selskaper, så de kan ha andre målsetninger med selskapene, at man er en del av en portefølje. Kall det en brikke i et spill da. Og for å konkretisere det, de enkle eksemplene, kan være at hvis du sitter som investor så kan det være bra butikk å kjøpe opp selskaper med masse gjeld for eksempel, og så får de () underskudd og man kan gjøre en del trekk der som kanskje gavner porteføljen, men som ikke er det ideelle for det enkelte selskapet da»</p> <p>«Og det er veldig vanskelig akkurat det, for det er mye følelser () det er ditt prosjekt ikke sant. så det er ikke alle investorer som tar hensyn til det, sånn at det er sånn psykisk utfordring som man blir prøvd litt på. Veldig vanlig at man møter investorer () som kjører på, ikke tar nok hensyn til person, ikke sant, og kan være litt insensitive kanskje () men fremstår som det, og ja. Og da kan du () blir du irritert da og fyrer opp og blir sur, skaper en diskusjon, så skaper du også et rom for investoren til å på en måte begynne å «åja nå ern vanskelig» () med mindre du har masse kapital selv og du på en måte ikke trenger en investor, så er du avhengig av en investor. Og er du avhengig av en investor så .. () det vil si at da er på en måte.. maktfordelingen er ujevn».</p> <p>«Men når det er på sånn VC-nivå etter hvert så kan det jo bli kanskje litt hyppige krav om framdrift. Og det er ikke alltid det er det lureste man gjør da. Hvis det blir sånn kvartalsfokus. Det er veldig.. det var et av de første spørsmålene jeg stilte til hovedeieren her da... er dette her et exit game eller skal man bygge et selskap? For at du kan pynte bruden ganske godt hvis du kjører sånn exit game i 2-3 år og bare bygger en stor kundebase, men hvis det er hovedmålsetninga... så noen ville gjort det litt annerledes hvis man primært skal bygge et sunt selskap da. Da ville man vært mer opptatt av å få løpende inntektsstrømmer og kanskje ikke en så () stor kundebase»</p> <p>«Venturekapitalister har en tendens til å involvere seg litt mer og kanskje litt for mye. De ønsker jo å guide i riktig retning, men de er jo primært finansielt motivert, slik at det er ikke alltid deres kortsiktige finansielle motivasjon står i forhold til gründerens visjon. Og der kan det jo bli «mismatch»</p> <p>Utfordringer med investor</p> <p>«Det kommer an hvordan VCene er skrudd sammen ikke sant og den det er som sitter der. Hvis den personen hovedsakelig har finansbakgrunn, så er jo det litt klønete da, for de bør jo ha noen som møter gründeren litt der de er»</p> <p>«Venture vil tenke sine interesser og hvis noe går galt vil de tenke at det er en dårlig ide, være hyggelig mot deg, men jobbe i bakgrunnen med omkrokning av strategi»</p> <p>Egne utfordringer</p> <p>«Man kjente veldig på presset fra kapitalen og eierne på å skape resultater innenfor en urealistisk tidshorisont og i forhold til hva som var mulig på kort tid»</p> <p>«Det er fort gjort å miste kontroll over ditt eget selskap. Det er det nok mange som har opplevd. Og da mister man motivasjonen»</p> <p>«Det er jo alltid utfordringer hvis det er noen som mener at vi burde gjort noe annet og som «spiser vår tid». Tid er vår største utfordring og hvis noen ønsker dokumentasjon, så har jeg jo ikke noe sekretær som kan fikse det for meg. Det er jeg som må gjøre det»</p> <p>«En av de kanskje tøffeste utfordringene, og da får jeg spille min egen rolle som kompetent kapital inn mot andre, det er det at du blir skutt på. Du blir utfordret. Og det er for veldig mange gründere, inkludert meg selv, veldig krevende. For det stilles spørsmålsteget ved deg og ditt tankesett og hva du har på en måte klekt ut og alt mulig»</p> <p>Risiko / strukturelle utfordringer</p> <p>«Så hvis det er en dårlig investor som er interessert i å investere, så er det ofte det du har. Det er det du har å spille med, så må du bare forholde deg til det. En dårlig investor..så blir dette her for å skape trygghet veldig viktig. () Jo mer fersk investor er, jo mer usikker, vil han bli, eller hun bli, jo mer for det er jo en psykisk påkjenning det å investere, det å tape penger. () Det blir man aldri helt klar.. man ikke forberedt på det før man har tatt en beslutning. Så det er ofte en psykisk påkjenning som kan på en måte kan føre til humørsvingninger og merkelig oppførsel, og du kan oppleve mye rart da»</p> <p>«Største risiko er det låser muligheter. Det er største risikoen. Altså den investoren ikke med på det og det, vil ikke selge før du har nådd sånn og sånn. Eller vikke ditt eller vikke datt. Jeg har en investor nå, som ikke vil hente mer penger, så nå jobber jeg faktisk skikkelig på tomgang, for jeg skulle egentlig ha hentet penger for lenge siden også vil han ikke hente mer penger, før vi har kommet i gang, før vi har kommet ut i markedet»</p> <p>«vårt tilfelle – han eier 10% og jeg eier 90, så han sier nei vi skal ikke hente mer penger, så kan ikke jeg gjøre det, fordi den nye investoren automatisk snakker med eksisterende investor. Og hvis han sier nei (). også det er jo greit å vite, at man må ikke se seg blind på presentene. En investor har veldig mye å si i et selskap uansett hvor lite han er. Så fremt du har mange investorer da, da vil jo den lille investoren ift. den andre.. men sånn kollektivt, samlet, en eller mange, de har veldig mye å si helt uavhengig av presentene»</p>	<p>Utfordringer i mottak/involvering og relasjon</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til overinvolvering/micromanagement og økt informasjonsbehov skaper utfordringer når det gjelder kontroll og detaljstyring og struktur. • Utfordringer knyttet til å bli byttet ut og mangel på kontroll. Opplever en ujevn maktfordeling. Gründer kan ikke vinne. • Utfordringer knyttet til finansiering av selskapet og grad av kapitalbehov. • Utfordringer knyttet til målkonflikt. Kan bidra til at det går utover kulturen i selskapet. Konflikt mellom gründerens visjoner og investors mål – hyppige krav til fremdrift • Utfordringer knyttet til å være låst til en beslutning/blind for andre alternativer og at man blir for gode venner • Utfordringer knyttet til kommunikasjon og forståelse, henger sammen med graden av åpenhet og informasjonsdeling belager seg på om de tenker investor er på deres side. • Ulik emosjonell tilknytning til prosjektet mellom gründer/investor • Utfordringer knyttet til kjemi med investor • Investor forstår ikke nødvendigvis hva de holder på meg, eller er interessert i dette. Kan fatte beslutninger på feil grunnlag eller konkludere for raskt. • Investors grad av erfaring. • Grad av ærlighet og skjult handling <p>Utfordringer med investor</p> <ul style="list-style-type: none"> • Investor forstår ikke nødvendigvis hva de holder på meg, eller er interessert i dette. Kan fatte beslutninger på feil grunnlag. Investors grad av erfaring. • Investor utfører herseteknikker eller tenker på sitt eget og skaper støy for daglig leder • Kan foreta beslutninger som gir porteføljen og ikke nødvendigvis selskapet • VCene deler ikke risikobildet til gründer og kan oppleves som uærlige når det ikke går deres vei • VCene har lange formaliserte prosesser og anses som en kald investering • VCEr snakker et annet språk • Englene oppleves som mer risikovillige og takler dårlige nyheter bedre enn VC <p>Egne utfordringer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til å få brukt investor nok. • Utfordringer knyttet til å kunne prioritere. • Utfordringer knyttet til motivasjon ved mangel på kontroll eller utvanning. • Enkle i sin måling av resultater - avkastning • Utfordringer knyttet til press fra kapitalen. • Utfordringer knyttet til etiske problemstillinger • Utfordringer knyttet til å motta kritikk. • Utfordringer knyttet til å slippe kontroll. <p>Risiko / strukturelle utfordringer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Risiko knyttet til fondets levetid • Knyttet til investors evne til å dra nytte av gründerens manglende kompetanse og avhengighet av kapital. Utfordringer knyttet til «shady deals». • Venturekapitalistens porteføljefokus og ujevnt risikobilde • Må ta det man får • Risiko knyttet til at venturekapitalisten kan skyldte på DL. • Risiko knyttet til investors innflytelse på videre investeringer og låser muligheter • Risiko knyttet til person i VC-fond og engleinvestors prioriteringer • Risiko knyttet til at prosjektet blir bremset fremfor dyttet fremover ved for mye struktur 	<p>Utfordringer knyttet til ulik målsetting og investors utøvelse av kontroll</p> <p>Finne rett investor</p> <p>Være åpen</p> <p>Tidsperspektiv</p> <p>Hemmet kultur</p> <p>Overinvolvering/-oppfølging / Micromanagement- bremsing</p> <p>Målkonflikt og grad av kontroll</p> <p>Finansiering av selskap og måling av resultater</p> <p>Redusert motivasjon ved utvanning.</p> <p>Utfordring knyttet til relasjon og tilknytning til prosjektet</p> <p>Konflikt og ulik emosjonell tilknytning til prosjektet</p> <p>Rollekonflikt og investors prioriteringer</p> <p>Strukturell utfordring knyttet til VC-fond vs. person</p> <p>Manglende kjemi eller for tett relasjon – «kollektiv blindhet»</p> <p>Entreprenørs evne til å motta kritikk</p> <p>Investors evne til å forklare</p> <p>Utfordringer knyttet til investors manglende forståelse og kompetanse og egen tidsbruk</p> <p>Investors manglende forståelse og kompetanse</p> <p>Egen tid og prioriteringer</p> <p>Utfordringer knyttet til avhengighet av den kompetente kapitalen</p> <p>Press fra kapitalen og fondets levetid</p> <p>Maktforhold –innflytelse på videre investeringer</p> <p>Shady deals</p> <p>Ujevnt risikobilde</p>

Utfordringer knyttet til ulik målsetting og styring

Det fremkommer flere utfordringer som gjerne oppstår på bakgrunn av opplevd informasjonsasymmetri (Jensen & Meckling 1976). Utfordringene entreprenøren møter på avhenger dog veldig av investor og han/hennes grad av styring. Det avhenger også av personen som involverer seg. Mens noen mener det å ta hvem som helst sine penger kan være «farlig», er det andre som mener de må ta de pengene som er tilgjengelige. Noen investorer er ferske, men når gründer føler han må ta det han får, kan det by på utfordringer. Noen mener også at de velger investorer basert på egne kriterier, mens andre mener det er aktører der ute som kun er ute etter å utnytte gründer. Dette henger i stor grad risikoen for *uheldig seleksjon* (Amit et al. 1993 sitert i Cable & Shane 1997, s.168), og belager seg på entreprenørens evne til å finne rett investor som matcher behov og er genuin. Noen gründerer opplever det også som overveldende å gå fra engler til venturekapital, da det på det førstnevnte nivået ikke oppfattes som like alvorlig og potensielt formalisert. Det fremkommer også utfordringer knyttet til åpenhet med investor.

Venturekapital kan oppleves som en kald og kjølig investering, der investor investerer i prosjektet og følger egen målsetting uavhengig av gründer. Entreprenørens perspektiv skildrer at venturekapitalisten primært er finansielt motivert, samt oppleves av noen som følelsesløst og kun profesjonelt. Det oppleves som vanskelige penger å få, mye formalisme og de er gjerne utålmodige med tanke på resultatoppnåelse, hvilket ser ut til å være utfordrende. Det fremkommer av resultatene at det var vanskelig å ha en forståelse av dette når man fikk venturekapital. Venturekapitalister oppfattes også som noen som snakker «et helt annet språk» og gjerne om prosesser gründer selv ikke har noe særlig forhold til.

Perspektivet anerkjenner at venturekapital er personavhengig og det kommer helt an på hvem de har med å gjøre. Det fremkommer at man er prisgitt den investoren de får fra fondet når det er snakk om venturekapitalinvestering, og dette kan være en investor som ikke er god eller matcher «profilen» til gründer. At dette er personavhengig har også blitt skildret i tidligere litteratur (Bottazzi et al. 2008). Det fremkommer også at venturekapital kan anses som noen som tar kontroll og tar beslutninger gründer ikke nødvendigvis er interessert i og «setter mennesker inn i styret som er taktisk for dem». Det kan også være de tar andre beslutninger bak ryggen på gründer, dersom det kommer noen dårlige nyheter, hvilket kan oppleves som skjulte handlinger. Venturekapitalister kan oppleves som noen som ikke takler dårlig nytt og ikke er helt ærlig med gründer, og formidler ikke nødvendigvis dersom de skulle ønske å gjøre endringer i strategien. Ulike interesser kan også henge sammen med at noen gründerer er opptatt av å ta de pengene som er på bordet, mens andre er mer selektive i hvem sine penger de tar imot.

Funnene og videre analyse bekrefter tidligere forskning som viser at investors involvering kan virke destruktivt på selskapet, fordi overinvolvering kan gå på bekostning av og bremse selskapets utvikling (Collewaert 2016; Jääskeläinen et al. 2003; Wijbenga et al. 2007). Fordi investorene kan kreve rapporteringer og dokumentasjon som tar fokus vekk fra daglig drift, men de allokere tid til dette. At noen investorer er veldig tett på skildres av perspektivet som nettopp overinvolvering og «micromanagement». Det gjelder involvering fra både engleinvestorer og venturekapitalister. I tillegg kan for mye rapportering og struktur oppleves som inngripen.

Noen opplever at investors involvering kan være veldig ubehagelig dersom de er for tett på, og det kan også oppleves som mas og utålmodighet. De kan også ha veldige hyppige krav om fremdrift og et kvartalsfokus, noe en entreprenør vil nødvendigvis ikke vil si seg helt enig i eller mener er urealistisk. For mye struktur skildres også som å hemme kulturen internt i selskapet og ødelegge gründernes kreativitet.

Som entreprenør har man både begrenset med tid og menneskelige ressurser. Det fremkommer at venturekapitalister gjerne foretar stegvise investeringer og setter krav til måloppnåelse, krever dette også tettere oppfølging, som igjen kan ta fokus fra utviklingen av selskapet. Samtidig oppleves venturekapitalistene som noen som krever detaljert informasjon, noe som gjør at et selskap i utviklingsfasen kan ha vansker med å rapportere, da systemene for dette ikke nødvendigvis er på plass. For en entreprenør som har flere investorer inne, kan utfordringer også knyttes mot situasjoner der det oppstår informasjonsbehov, hvilket skaper mye administrativt arbeid, og de står igjen med en utfordring i forhold til ressursbegrensninger. Denne type utfordringer kan også føre til interne krangler. Når investor kommer inn, kan gründer oppleve at han/hun vil at selskapet fokusere på andre ting.

Perspektivet belyser også at venturekapitalister kan føre til endringer i organisasjonen og anser dette som en potensiell utfordring. De er ikke fremmed for å bytte ut mennesker, og kan også initiere samarbeid med andre selskaper som kanskje vil gagne porteføljen, men ikke nødvendigvis enkelt-selskapet. Videre kan de presse gjennom å flytte hovedkontor som kan oppleves som lite forenlig med familieliv. Etter hvert som selskapet blir større, skildres det dog at man har mer tid til å omstille seg dersom investor skulle presse gjennom endringer. Samtidig kan regelstyring fra venturekapitalistene føre til frustrasjon, fordi gründer kan oppleve at han/hun ikke blir forstått og blir dyttet i en retning. Entreprenører kan oppleve særlig venturekapitalister som noen som foretar beslutninger uavhengig av gründers visjoner, på grunn av målsettingen om en rask exit. Det kan se ut til at entreprenørene kjenner på følelsen av å i disse tilfeller bli overstyrt (Bygrave and Timmons 1992, sitert i Kaiser et al. 2007, s.205).

Perspektivet skildrer en opplevelse av at ikke alltid investors mål og visjoner er forenlig med ens egne. Her er det forskjell på engleinvestorer og venturekapitalister. Mens engleinvestorer oppleves som noen som involverer seg basert på interesse og deler visjon med selskapet, så oppleves venturekapitalister som noen som involverer seg med en egen agenda. For en gründer som kanskje ønsker å bygge seg en karriere og ikke har noen klar exit-strategi, kan dette oppleves som utfordrende. Dermed ser vi en målkonflikt basert på mål om maksimert avkastning og gründers subjektive mål (Hellmann & Puri 2002). Venturekapital oppleves også som litt «dum», fordi den måler avkastning på en veldig enkel måte. For selskaper som innoverer kan dette være utfordrende i forbindelse med måloppnåelse.

Det vektlegges at like interesser er viktig og at i situasjoner hvor dette ikke er tilfelle, kan man ende i situasjoner hvor hver part sitter med kortene tett mot brystet. Dermed kan det se ut til at skjulte handlinger oppstår som en mulig konsekvens av målkonflikten. Gründere kan oppleve at det er en «mismatch» mellom finansiell målsetning hos investor og egne visjoner, samtidig som ulikt syn på finansieringsbehovet kan skape et problem med utvanning. Venturekapitalistenes involvering kan gå fort og gjøre at gründer får «høydeskrek». Særlig når

investorer henter inn kapital som er mer enn hva man selv forventer og det på eget initiativ. Det fører også til at flere gründere faller fra og mister sine stillingsposisjoner.

Utvanning ser også ut til å kunne redusere motivasjonen hos gründer, som har behov for en viss kontroll for å bevare denne. Det var ikke særlige eksisterende utfordringer når det gjaldt kontroll, men det anerkjennes en risiko for å bli kontrollert ned i størrelse og oppgis at det kan være problematisk. Selv om noen opplever at investorene har full tillit og at pengene ikke betyr så mye og har et avbalansertforhold til utvanning, ser andre på dette som en trussel mot motivasjon. Dermed står de altså i dilemmaet skildret av Wasserman (2008), der man må ta en avveining mellom å sitte med full kontroll eller fokusere på selskapets økonomiske suksess. Gründerne er emosjonelt tilknyttet prosjektet og innrømmer å kan ha vansker med å slippe kontrollen. De som selv har grünet selskapene ser også utfordringer med å evt. bli byttet ut eller miste eierandeler, som vil føre til at de har mindre styring på eget selskap. Det ser ut til å være interne forskjeller basert på økonomisk situasjon og om det er snakk om entreprenøren også er gründeren, da det kan se ut til å være ulik grad av avhengighet til prosjekt og emosjonell tilknytning.

Noen opplever også at etiske spørsmål kan være en utfordring dersom eierne har kontrollen. Graden av handlingsrom sies å belage seg på investors eierskapsprosent, behov for styring og kontroll. Gründerne opplever at investorene har en større makt enn dem, og selv om de poengterer at investor er avhengig av kunnskapen gründer har, så vil de i en konfliktsituasjon tape for investorens makt. Det betyr også at siden gründerne ikke har evne til å vurdere venturekapitalistene før etter investering er foretatt (Brettel et al. 2013), kan en slik situasjon potensielt bli problematisk. Noen opplever også at investor er opptatt av å fremme egen person, og kan benytte seg av hersketeknikker. Her ser vi at investorens personkarakteristikk kan være med på å skape utfordringer for entreprenøren, og at det er store utfordringer knyttet til informasjonsasymmetri og målkonflikt som skaper *uheldig seleksjon og skjulte handlinger*.

Utfordring knyttet til relasjon og tilknytning til prosjektet

Resultatene viser at det er utfordringer knyttet til at gründer opplever at investor kan være vanskelig i relasjonen, og knyttes dermed opp mot *relasjonsstyring* og *ressursavhengighet*. Det er særlig dersom det blir konflikt og at han personlig har mer følelser involvert og føler at prosjektet betyr mer for han enn investoren. De har gjerne opparbeidet seg en «lang og emosjonell kapital i det». Særlig gjelder dette venturekapitalister, der selskapet er en del av en større portefølje. Denne typen tolkning, kan godt sees i lys av Zacharakis et al. (2010), som påpeker nettopp at konflikter som oppstår i relasjonen kan være utfordrende for entreprenøren på bakgrunn av den emosjonelle tilknytningen de har. Perspektivet skildrer en opplevelse av å være i en tapssituasjon dersom man skulle komme til uenighet med investor. Det nevnes også at gründer og investor ikke nødvendigvis liker hverandre, har ulik bakgrunn og kompetanseområder som lett kan føre til misforståelser i kommunikasjonen. Det vitner dog om et ujevnt maktforhold.

Når det gjelder investors rollekonflikt (De Noble 2001; Fili 2014; Large & Muegge 2008), ser dette ut til å skape utfordringer på entreprenøren, både i forhold til strukturelle utfordringer basert på om det dreier seg om fond eller enkeltinvestor, men også person. Førstnevnte er basert på det faktum at venturekapitalisten har en sjef han

skal forholde seg til. Et eksempel som ble nevnt var at venturekapitalistene kan gjøre sitt for å redde seg selv dersom beslutninger tas som er feil på grunn av/hans hennes manglende innsikt og de kan skyldes på daglig leder på grunn av maktforholdet. Denne utfordringen oppstår i mindre grad med engler, da de svarer for og representerer seg selv. Engleinvesteringer kan dog oppleves som risikabelt fordi englene kan foreta seg andre prioriteringer. Hvis det skjer noe med en venturekapitalist, så er man fremdeles knyttet til organisasjonen. Utfordringene i disse tilfellene avhenger dog av person.

En for tett relasjon med investor kan også føle til feilbeslutninger dersom de er så dypt inne i en beslutning og ser seg blind på deres enighet, og har allerede ofret mye inn i denne. Dersom man får for tett relasjon, kan det i noen tilfeller by på det jeg har valgt å kalle «kollektiv blindhet», ved at investor og daglig leder for eksempel presser gjennom beslutninger uten å få inn signaler utenfra. Dette vitner om for lite objektivitet i relasjonen og feilbeslutninger som kan tas som følger av dette (De Clercq & Sapienza 2005). Det kan også være et problem dersom man har foretatt et strategisk valg som er feil, men man velger å fortsette i stedet for å trekke seg ut av beslutningen.

Det kan være utfordrende å «bli skutt på» og motta kritikk, da det oppleves som om investor setter spørsmål ved en selv og ens tankesett. Det kommer også frem fra at man gjerne ønsker at investor forklarer hvorfor de mener gründer kan ta feil, og at man uten en slik grunn, lar være å høre. Slike utsagn kan være med på å påvirke entreprenørens reseptivitet (Macht 2011), og kan muligens være med på å påvirke hvor suksessfull en investors påvirkning kan være. Det kan dermed se ut til at dette kan føre til skjult handling basert på oppstått informasjonsasymmetri og kommunikasjonsutfordringer, og videre eskalere *agentutfordringer*.

Utfordringer knyttet til investors manglende forståelse og kompetanse og egen tidsbruk

På bakgrunn av kompleksiteten er det også en utfordring å finne investorer som vil ha riktig kompetanse og en evne til å sette seg inn i det og som vet hvilken risiko de løper. Det blir basert på disse resultatene klart at gründerne har utfordringer med å finne kompetente investorer som møter deres behov og ikke nødvendigvis kan det gründerne er ute etter, hvilket byr på utfordringer når de i relasjon med investor opplever at de ikke forstår hva de holder på med. Det vitner problematikk knyttet til uheldig seleksjon. Venturekapitalistene oppleves gjerne som om de ikke setter seg godt nok inn i selskapet, og har et stort fokus på vekst og ser på dem som et investeringsobjekt. Hvor langt venturekapitalistene er villig til å gå for å realisere sin strategi, kan også komme overraskende på gründer. Det kan også oppleves at investor kan basert på manglende innsikt kan ta beslutninger som kan være feil for selskapet fordi entreprenøren opplever at det er basert på synsing. Noen kommuniserer også at investors manglende innsikt bidrar til at de ikke forstår hvorfor gründer/daglig leder foretar de beslutningene de gjør, hvilket skaper tillitsutfordringer. Kommunikasjonsutfordringer kan også oppstå som følger av ulik bakgrunn hos investor og gründer. Gründerne opplever manglende forståelse og interesse for produkt og teknologi fra investorer. De sier dog at englene er mer interessert og gjerne innehar en domenekunnskap.

En annen utfordring er å kunne bruke investors kompetanse nok, da gründer også må fokusere og jobbe i virksomheten, samt kunne prioritere mellom langsiktige og kortsiktige fokusområder. Entreprenørene opplever også en utfordring relatert til tid. Igjen ser vi utfordringer knyttet til investors økte dokumentasjonskrav og at

entreprenøren opplever at dette kan gå på bekostning av daglig drift, nettopp fordi de er så få i virksomheten til å ivareta dette.

Entreprenøren opplever altså *ressursbegrensninger* både hos seg selv og hos investor.

Utfordringer knyttet til avhengighet av den kompetente kapitalen

Resultatene vitner om at når entreprenørene er avhengige av den kompetente kapitalen, og at dette kan by på utfordringer. Dog skal det sies at det er interne forskjeller her basert på om det søkes primært finansiell eller kompetent kapital. Perspektivet belyser at noen gründere som ikke er bundet til selskapets suksess og har et valg å slutte. Det skildres at noen gründere tidligere har vært suksessfulle gründere og søker investorer av andre grunner, er noen faktisk veldig avhengig av den finansielle kapitalen. Videre belyser perspektivet at entreprenøren kan oppleve et enormt press fra kapitalen de mottar og på å levere innen hva gründer kaller en «urealistisk tidshorison», hvilket kan føre til at gründer av og til må si at han/hun har levert uten å egentlig ha gjort dette. Videre kan de også oppleve utfordringer med at prosjektet går utover fondets levetid. Venturekapitalistene oppleves av noen som investorer som «må pleases». Det at investor besitter viktige ressurser for entreprenøren, noe som i hovedsak her skildres som finansiell kapital, er kjent for å kunne skape en avhengighetssituasjon (Gomez-Mejia et al. 1990). Man ser altså her tendenser til at dette kan føre til uærlighet blant entreprenører.

Gründer opplever at investorer snakker med hverandre, og både en dårlig opplevelse eller forsøk på å hente penger dersom investor har sagt nei, kan hindres av investors påvirkning på videre finansiering. Det å få inn en investor kan også oppleves som en risiko for å «låse muligheter». Å bruke opp pengene er noe gründer anser som en risiko, fordi det kan ha noe å si for fremtidige investeringer i senere prosjekter. Dersom det skjærer seg mellom investor og gründer, kan gründer ha vansker med å sikre seg ny finansiering. Det er dermed noen som mener de kun får noen få sjanser.

Noen nevner også at det er en utfordring for gründere der ute fordi de opplever at det er mange «shady deals». Når investor vet at gründer ikke besitter kompetanse og er avhengig av kapital, er det flere investorer som kommer med dårlige avtaler. Gründer er klar over at de må være var på avtalene, men kommuniserer samtidig at de må ta de pengene som er på bordet, noe som bekrefter at noen gründere, til tross for at det her er individuelle forskjeller, kanskje føler de kan stille færre krav (Zacharakis et al. 2010). Det kommer også frem at av og til kommer gründere i en situasjon hvor de er presset og ender opp med å ta imot en dårlig avtale som kan få konsekvenser senere. Det virker som om gründerne har vært heldige med sine avtaler, men kommenterer at det er risiko for å bli byttet ut dersom avtalen ikke er god og man gjør noe dumt. I flere av intervjuene blir det nevnt at det finnes investorer der ute som gjerne selger seg inn til gründerne med nettopp det at de skal tilby kompetent kapital, men i utgangspunktet kanskje kun er ute etter eierandeler, hvilket fra en forskers perspektiv anses som en utfordring når det gjelder å få tak i en investor som både matcher behov, men som også er genuint interessert i å hjelpe gründerne fremover.

Perspektivet skildrer også en opplevelse av at investor ikke deler risikobildet med gründer, fordi gründer kun har 1 prosjekt, mens særlig venturekapitalister har en portefølje og dermed kan lykkes i sin målsetting uavhengig av prosjektets isolerte suksess. Det betyr at *ressursavhengigheten* kan gå bekostning av gründerens egen visjon.

Entreprenøren kan føle seg underdanig når de får inn investor. Som disse resultatene viser er det utfordringer knyttet til ulike maktforhold og avhengighet. Denne typen maktfordeling skildres også i tidligere litteratur på emnet (f.eks. Gomez-Mejia et al. 1990; Wijbenga et al. 2007) og selv om investor bidrar med tilgang på ressurser som skal redusere ressursavhengigheten, så er det den som sitter på ressursene som har kontrollen i dette avhengighetsforholdet (Politis 2008; Pfeffer og Salancik, 1978 sitert i Söderblom et al. 2016).

Reduksjon av utfordringer

Tabell 13 Reduksjon av utfordringer - sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsitater: Reduksjon av utfordringer	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
«Jeg tror det er veldig at man ikke bare lar ting skje i starten, men at man er veldig sånn bevisst på hvilke veivalg man gjør, så kan man heller ta feil veivalg også kan man gå tilbake og si at her gjorde jeg en feil også retter man opp det. Det er veldig sånn at man er veldig bevisst på at man har en investor, hvor mye den investoren er villig til å risikere, hvor risikovillig han er, hva er egentlig interessene til en investor, grave litt hvis han ikke er åpen om det. Finne ut det, så man.. og formidle sine interesser veldig klart og tydelig, sånn at da får den dialogen sånn at () oppe og avklart. Jeg tror dette med at man, får man like interesser så vil investor være mye mer verdifull med en gang..»	<ul style="list-style-type: none"> • Sikre lineære interesser fra start (Forventningsavklaring) og akseptere det investor sier – løsningsorientering • Ta bevisste valg, avklare hvem investor er og hans/hennes interesse og risikoprofil (Forventningsavklaring) • Det viktigste er å forstå målsettingene og ha litt respekt for at sånn er det, og at i det lange løp så kan det være det riktige også. 	Forventnings- og målavklaring
Eksempelsitat ikke angitt	<ul style="list-style-type: none"> • Unngår «kompetent kapital» • Sier nei til dårlige investorer 	Unngår investorer
<p>«Vi har vært gjennom tøffe tider med det selskapet her, men det har allikevel gått veldig fint.. fordi vi har vært helt ærlige. Vi har på en måte kjørt «eye to eye», hatt de som partnere og sagt: «ok, nå går vi opp i båten sammen. Jeg med mitt blod, svette og tårer og drømmen om å få det til, og du med penga dine. Og så gjør vi det sammen. Som om vi er equal partners». Det har fungert veldig bra for oss. Det har tatt oss gjennom en del tøffe ting. Men jeg kan se for meg at ikke alle er der. Jeg ser jo at både på fra investorsiden og gründerensiden at folk velger andre rare «fiksfakeri» eller «smarte løsninger». Smarte løsninger er som regel ikke veldig smart. Den beste løsningen er bare å kle seg naken og call it for what it is, og så gå sammen»</p> <p>«jeg tok det jo selvsagt alt for personlig. Det gjorde jeg. Og jeg tror.. de gangene jeg mente investoren var feil, at de.. de hadde alltid for lite informasjon, så måten å bearbeide de på var jo hele tiden å pumpe.. jeg ser jo nå, etter altfor mye informasjon mot de, og liksom bruke altfor mye tid på å lage nærmest et sånn prosess..for..forskrift liksom, rundt en hver liten ting. () og selvsagt være en form for konfliktsky og bare finne måter å omgå dette på»</p> <p>«En del sånne nøkkelting, tall er viktig å formidle. Hele tiden. Jevnt og trutt, så du er stabil. Kommer det en dårlig nyhet, så formidle det, så du fremstår som en litt sånn bauta, du håndterer de dårlige (...)»</p> <p>«som grunder, unngå de følelsesladete samtalen, merker du selv at du blir følsom, trekk deg unna, vær ydmyk, beklag, snakk om hvorfor og så bare hold det nede. () For du kan vinne. Det går ikke an å vinne. Da skal du være lagd google fra før av og du lager... altså hvis Mark Zuckerberg starta sitt nye selskap, så kunne han sikkert sagt akkurat hva han ville og vært akkurat hvem han ville, men det er ingen av oss som er han og derfor så.. vi er i en tapsituasjon»</p> <p>«(...)litt avhengig av hvor feil det da, ikke sant. Hvis man mener det er helt feil, så må man jo si ifra om det og da er det jo selvfølgelig en risiko om at man blir bytta ut da, men sånn er det jo. Det er jo eiernes privilegie å styre det. Det henger jo også igjen sammen med om man tenker man har fått tak i de rette folkene eller ikke da»</p> <p>«(...) i begynnelsen så tenkte jeg nok ikke så mye på det med avkastning, da var jeg veldig opptatt av at vi skulle realisere det vi mente vi hadde av produkter og tjenester også, men.. også tenkte at alt det andre ville komme av seg selv. Så () .. jeg tror nok etter hvert så skjønner nok også gründer mer at vi, altså hvis de vil gå den veien med venturekapital, så er det fordi de skal en bli solgt og til en verdi. Og det er en ... det er ikke alle gründerne som er helt klare på det»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Være ydmyk og åpen og ærlig og villig til å endre mening • Informere jevnlig • Sette planer man kan nå – skape fornyet tillit • Spørre investor hva det er • Prioritere å løse saker • Faglige utfordringer • Holde roen og forklare • Ikke bli følelsesladet • Partnerskap og felles forpliktelser • Ønsker å trygge investorene • Noen innrømmer de ikke alltid er like gode på å være åpne og ærlige • Viktig med gjensidig respekt og ærlighet • Opptatt av å informere investor jevnlig og ta fatt på egne forpliktelser og plikter iht. interne rutiner og sette seg mål som er oppnåelige • Kommersiell utvikling av selskapet, fokus på det de mener er riktig (som selskap) • Gjøre sitt beste for å sikre god forrentning på pengene, gi investorene økonomisk avkastning, her er det individuelle forskjeller 	Kommunikasjon og åpenhet rundt måloppnåelse

Resultatene viser at forståelsen av relasjon i stor grad er knyttet mot hvordan gründerne omgår investorene for å bevare en god relasjon og dermed redusere en del utfordringer som kan oppstå. Flere av gründerne har ikke

hatt særlige utfordringer p.t., men poengterer viktigheten av å håndtere tingene som dukker opp ved å prioritere å løse disse. Under presenteres funnene og analysen i mer detalj:

Forventnings- og målavklaring

Når det gjelder håndtering av utfordringer, ser det ut som om gründerne i stor grad vektlegger åpenhet i kommunikasjon og forventningsavklaring for å sikre like interesser. Videre poengteres viktigheten av å sikre at man er på samme linje og vet hvor man skal, og hva man evt. er villig til å gjøre for å komme dit. Dette stemmer godt med tidligere teori på emnet (Turcan 2008). Det kommer frem at det er viktig å finne ut hvem investoren er og hvilken risikoprofil og hva slags interesser han har. Alt dette henger veldig godt sammen med hvordan Kaiser et al. (2007) poengterer at gründer kan unngå overinvolvering. Førstnevnte knyttes mot å ivareta et godt samarbeid, nummer to handler om å forstå investor sitt perspektiv, men i stedet for å unngå avhengighet, så unngår de dealer de allerede i startfasen kan se at kan bli skumle.

Unngår investorer

Noen opplever at engleinvestorer eller smart kapital i seg selv er en utfordring og søker dermed aktivt ikke dette fordi det vil forstyrre det de skal gjøre. Det kan trekkes en parallell til tidligere forskning som finner at investors involvering med manglende kompetanse kan virke invaderende (De Noble 2001; Kaiser et al. 2007). Dermed kan denne typen strategi være for å unngå nettopp dette, noe som også kommer klart frem. Noen av gründerne sier at de unngår investorer som forsøker å gi dem dårlige «dealer» og noen entreprenører ser også ut til å i større grad inneha en «føre var» holdning før de velger investor, og unngår i så måte noe av utfordringene som kan knyttes mot entreprenørers uheldige seleksjon av investorer.

Kommunikasjon og åpenhet rundt måloppnåelse

Resultatene viser at gründerne mener kommunikasjon og måloppnåelse er viktig. De poengterer også at det å være åpen og ærlig er viktig, og at man skaper tillit og har gjensidig respekt. Perspektivet belyser at det er viktig å forstå bakgrunnen for valgene investor tar og gi beskjed dersom de mener noe er feil (selv om de da risikerer å bli byttet ut), samt at en bør ha evnen til å være åpen for andre meninger og være villig til å endre mening. Det poengteres også at det er viktig å forstå investoren, da det i det lange løp kan være en riktig avgjørelse. Det kommer også frem at felles forpliktelse til situasjonen er viktig, ved at investor kommer med penger og gründer legger ned «blod, svette og tårer» og at man gjør det som et partnerskap på lik linje. Dette kan vitne om ønsket felles *forpliktelse*.

Videre sier gründer han forsøker å være rolig i kommunikasjonen og dermed jobbe for å skape fornyet tillit når en utfordring oppstår. Formidling av jevnlig informasjon og det som også kan karakteriseres som dårlig nytt, mener gründer kan være med på å signalisere at man også takler dette, er en «bauta». Fordi man er i en tapssituasjon mener også gründer at man skal unngå de følelsesladde samtalene. Sett i lys av tidligere teori, er objektivitet noe som anses som fordelaktig i relasjon med investor (De Clercq et al. 2006). Evnen til å trygge investor belager seg også på entreprenørens ønske om å signalisere til investor at han takler å stå i det. Det handler også om å sette seg mål som er oppnåelige og jobbe aktivt for å nå og kommunisere rundt disse. Dette

handler om å vise at det kan være andre faktorer enn entreprenøren selv som kan være bakgrunnen dersom noe ikke skulle gå som det burde.

Noen tar det personlig når investor ikke forstår og takler dette med å gi veldig mye informasjon og tenker problemer kan løses ved økt informasjon. Det skildres at gründere gjerne jobber seg rundt problemer, og ikke alltid forstår at det kan være lurt å løse med en gang. Resultatene viser at gründere forventer å levere på instrumentelle forpliktelser og at dette kan være med å redusere utfordringene. I hovedsak dreier det seg om å levere på det man har sagt, altså nå målene man har satt, utvikling av selskapet i den retning de mener er riktig og skape en økonomisk avkastning for investorene. Det fokuseres på å ha kontroll på interne rutiner, oppfølging, rapporter og budsjetter. Som gründer kan man lett bli veldig produktorientert, og dermed fokusere veldig på produktets utvikling og tenke at det automatisk vil gi avkastning. Til tross for ovennevnte, rapporterer gründerne at de kanskje ikke alltid er like flinke til å være åpne og ærlige.

Resultatene viser altså at entreprenører kan anse *informasjonsdeling og åpenhet* kan anses som viktig for å hindre at utfordringer skal oppstå i relasjonen.

Engleinvestors perspektiv

Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?

Definisjon av kompetent kapital

Tabell 14 Engleinvestorens forståelse av kompetent kapital - resultat og analyse

Eksempelsiter: Forståelsen av kompetent kapital (Definisjon)	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«Jeg tror en viktig del av kompetent kapital, spesielt fra investor sin side, er det å klare å tilpasse seg forskjellig type gründere»</p> <p>«Penger er egentlig ikke så begrenset, selv om det ikke er så veldig mange startups som får funding. Penger er én ting, men erfaring, kontakter og nettverk, ofte internasjonalt, er det jeg vil si er kompetent kapital»</p> <p>«Folk som har gjort dette før, de er i min verden kjentfolk som har kjentmannsprøven eller losbrev om du vil. Det synes jeg er en fin analogi»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kompetent kapital er noen som har gjort det før • Kompetent kapital er involvering med begrensede ressurser og innsikt i en bransje / utvikling • Kompetansen kan være både teknisk, operativ eller strategisk • Kompetent kapital handler om nettverk 	<p>Hva man tilbyr (hva man kan, behersker og forstår) Kompetanse, erfaring Innsikt og ressurser Nettverk</p>
<p>«At den involverer seg aktiv i form av rådgivning. Rådgivning kan være så mange ting. Det kan være management for hire eller styredeltakelse i en eller annen form, med eller uten at de er betalt for i form av sweat equity og eller cash. Men det er som oftest en mix og så må den være relevant for selskapet og helst bør den jo fylle en del kompetanse som selskapet selv kanskje ikke har eller trenger mer av da»</p> <p>«Kapital som kommer sammen med strategisk eller operativ kompetanse i en eller annen form, basert på noen erfaringer. Slik at den kapitalen som kommer ikke bare er en «dum kapital» som blir skutt inn, men at den faktisk kommer med noen gode guidelines til hvordan den skal anvendes eller hvordan selskapet skal styres strategisk videre»</p> <p>«Jeg kunne hjulpet dem mye bedre enn en konsulent hvis jeg hadde vært på eiersiden også. For en konsulent er egentlig bare opptatt av, for å sette det på spissen, av å fakturere så lenge som mulig og så høyt som mulig. Mens hvis jeg hadde gått inn på eiersiden så ville jeg kanskje vært opptatt av å løfte selskapet mer enn å sende fakturaer»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kompetent kapital med guidelines for hvordan pengene skal brukes • Kompetent kapital som aktiv involvering • Kompetent kapital som å kunne tilpasse seg • Kompetent kapital hjelp via eierskap 	<p>Hvordan man tilbyr KK Aktiv investering Guidelines for anvendelse av kapital Ressurser Tilpasning, gründer</p>

En analyse av resultatene viser at disse kan deles opp i hva investor tilbyr og hvordan han/hun tilbyr dette.

Hva man tilbyr (hva man kan, behersker og forstår)

Resultatene viser at engler mener en person som kommer med kompetent kapital gjerne er en person som har gjort det før og er «kjentfolk», og kan dermed tilby sin kompetanse og sine erfaringer. Det kommer også frem at kompetent kapital handler om å kunne tilpasse seg gründere og deres behov. Personen som bidrar med kompetent kapital har en kompetanse som f.eks. kan være av teknisk, strategisk eller operativ sort.

Kompetent kapital skildres som et bidrag med ressurser som er begrenset hos gründer, som for eksempel kan være bransjeinnsikt eller internasjonalt nettverk, altså å utfylle gründerens behov. Kompetent kapital går ut på at man bidrar til å løfte selskapet ved å også være eier, da dette sies å skape en annen tilknytning til selskapet enn hvis man f.eks. skal gå inn å gjøre en jobb som konsulent. Her kommer skildring av *forpliktelse* inn (Schmidt 2014; SæTRE 2003). Kompetent kapital kommer gjerne med erfaring, nettverk og kontakter og bistand til å hjelpe selskapene finne rett strategisk retning.

Det er personen som kommer med den kompetente kapitalen og drar med seg egen kompetanse, erfaringsgrunnlag og nettverk, for å aktivt involvere seg og hjelpe selskapet fremover. Det ser ut som perspektivet belyser viktigheten av å spille på egen human og sosial kapital, som gjerne relevant for gründer og selskap (Politis 2008)

Hvordan man tilbyr KK

Resultatene fra englene viser at kompetent kapital knyttes tett opp mot at investoren går inn og gjør en jobb for selskapet for å bidra til utvikling. Det nevnes at investor er aktivt involvert i virksomheten, noe han/hun kan være gjennom styrerepresentasjon eller en form for rådgivning og gjør dette for «equity» eller «cash».

Kapitalen kommer også gjerne med retningslinjer til hvordan pengene skal anvendes eller hvordan selskapet skal styres videre. Det er altså en investering som bidrar med mer enn penger. Kompetent kapital anses også som en mulighet å løfte selskapet gjennom egen erfaring og bidra på en bedre måte enn hva en ville gjort som en konsulent. Sett i lys av akademisk definisjon og ved aktiv involvering i virksomheten og eierskap, kan man også skimte en tanke om *forpliktelse* (Schmidt 2014; SæTRE 2003).

Denne dimensjonen av kompetent kapital ser dermed ut til å omhandle verdien de tilfører, noe som diskuteres videre i [del 2](#).

Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital

Tabell 15 Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital - resultat og analyse

Eksempelsitater: Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til KK	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
Eksempelsitat ikke angitt	<ul style="list-style-type: none">• Begrepet engler kan oppfattes som negativt• Jobber aktivt med selskapene	Uklar definisjon av engleinvestorer og lyst til å kalles dette, men anser seg selv som kilder til kompetent kapital

Uklar definisjon av engleinvestorer og lyst til å kalles dette, men anser seg selv som kilder til kompetent kapital

Det som karakteriserer englene er i mye større grad en felles visjon til prosjektet og blir ansett som en venn. De er veldig aktive, akkurat som Mason (2008) også poengterer. Slik jeg forstår engleinvestorene er de i stor grad opptatt av å bli en del av virksomhetens suksess og er beredt til å gjøre en jobb for å komme dit, enten gjennom sweat for equity, konvertibelt lån eller pengeinvesteringer. Også englene selv mener begrepet har fått en negativ betydning og noen ønsker ikke kalle seg engleinvestorer nettopp av den grunn, men tilbyr kompetent kapital gitt måten disse ønsker å jobbe med / faktisk jobber med selskapene.

Motivasjon til å tilby kompetent kapital

(Se tabell neste side)

Tabell 16 Engleinvestorens motivasjon for å søke kompetent kapital – resultat og analyse

Eksempelsitater: Motivasjon for å tilby kompetent kapital	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«Det har endret seg etter hvert som jeg fikk mer penger. Det er en ganske morsom opplevelse. Med mer penger mellom hendene så har jeg opplevd det at du kommer til et hygienepunkt. Og det gjelder jo også med lønn og med folk som jobber og alt mulig. Jeg har oppdagdet det, at hvis du passerer hygienepunktet, så forsvinner det økonomiske stresset. Jaget etter det forsvinner hos veldig mange mennesker»</p> <p>«Det er jo en pakke da. Man forventer jo som alle andre å få noe tilbake igjen for innsatsen man gjør som er proporsjonal med innsatsen man gjør»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Økonomisk avkastning er en motivasjon, men når et hygienepunkt • Avkastning – økonomisk utbytte og/eller få noe tilbake som er proporsjonalt med innsatsen de legger ned 	<p>Økonomisk avkastning og proporsjonalt utbytte</p>
<p>«Det skal jo gi et resultat. Det resultatet trenger ikke bare å være penger. Det kan også være anerkjennelse på andre ting. Og det kan være delt opp i 2. for min del. Og det ene er at jeg har jobbet med mange ting hvor jeg har tenkt at det er morsomt å «make a dent in the universe».. Det er den «udødelighetsfaktoren». Man har lyst til å sette sitt merke på noe. Det er litt sånn «putt statuen på torget». Nå høres det ekstremt pretensjøs ut, men det er ikke tenkt sånn, men det er i alle fall den følelsen man har da. At man på ett eller annet vis huskes for noe morsomt eller noe bra man har gjort. Og så er det det å faktisk levere noe som kan gjøre en forskjell. Da trenger det ikke å være noe man huskes for, men at det faktisk løser et problem for folk. Det drives jeg mye av. Så hvis du ser den gløden hos andre, så tenker jeg at det er viktig og kult å investere i»</p> <p>«Motivasjonen er en sammensatt greie. Det er noe med mennesketypen som gründer er. Det er noe spesielt med de folk som tør å satse, som har pågangsmot og hele den pakka der. Bidraget ditt er mer følbart i tidligfase, enn det det sannsynligvis er i en stor internasjonal korporasjon»</p> <p>“Mitt største personlige incentiv er at det å gjøre noe i en startup kan få store positive følger. Både for meg selv personlig, men også for verden. Ta Uber for eksempel, med tanke på hvordan de har vært med å skape masse arbeidsplasser. Selv om de er i hardt vær for tida, så er det jo mange som fortsatt nyter godt av den muligheten. Så det å kunne ha positiv impact er et incentiv»</p> <p>«Da skal jeg være helt ærlig. En ting er anerkjennelse. Og jeg tror de som sier noe annet lyver. For det er litt morsomt. Jeg kommer jo fra et hjem der vi måtte skyve i gang bilen og jeg synes alle andre var så heldige fordi de hadde ny bil. Kanskje foreldrene hadde ny bil. Til så å komme i en situasjon der når noen spør om hvor mange millioner jeg har på konto så vet jeg ikke. Det er litt behagelig. Det er litt gøy da å kunne være med når du sitter med gründerne som virkelig har lyst til å få til noe og si «men ja, jeg skal hjelpe deg», og se hvor glade de blir. Og så skaper det også oppmerksomhet»</p> <p>«Det er klart det er en liten trigger for meg med den anerkjennelsen kombinert med det at det løfter fram mitt navn, som er viktig for å løfte frem (nåværende selskap)»</p> <p>«Derfor så har jeg sagt at de andre investeringene jeg skal gjøre, skal være i (nåværende bransje). Og det er fordi det bygger nettverk. Jeg investerer ikke først og fremst for å gjøre en ny kule. Jeg investerer for å tjene litt forhåpentligvis, men også for å holde oppdatert og for å komme inn i ulike nettverk. For hvis du putter noen hundre tusen inn i et selskap, så har du tilgang til mye mer enn hvis du ringer dem»</p> <p>«Hvis vi setter sammen det styret som jeg tror kan bli da, så vil jeg jo også motiveres av det ved at jeg tror en av de beste på teknologi innen (bransje) eller det er en teknologi som vi jobber med da er utvalgt til å gå inn i styret også, siden det er jeg og (Selskap) som er eksterne. Og det er en enorm motivasjon i å kunne lære ved å sitte i styret sammen med personer som kan så mye mer enn deg om noe som er viktig for deg. Og det er det jeg mener med å investere inn i selskap som gagnar en selv, ikke bare rent pengemessig, men også kompetansemessig»</p> <p>«Det første selskapet vi bygde var så utrolig morsomt. Man så det gikk fra 50 000 i aksjekapital til 80 millioner i omsetning og en fantastisk avkastning på kapitalen. Det var gøy, men det var også det morsomme med å bygge. Vi bare bygde butikker, ansatte mennesker og bygde opp næringslivsavdelinger og strukturer. Så måtte vi ha administrasjon. Det var en fantastisk reise å bygge virksomhet. Og vi var jo noviser, selv om vi hadde mye erfaring med oss fra å ha jobbet i den type strukturer tidligere. Men, jeg tror det var gleden ved å bygge virksomhet, som gjorde at vi fortsatte å investere i virksomheter og ville være med å bygge sammen med andre»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Motivasjon for å bygge selskaper også sammen med andre og skape vekst • Investeringen kan få positive følger for en selv og de rundt • Motiveres av gründerpersonligheten og muligheten til å gjøre et «følbart» bidrag • Investering skal gi et resultat og anerkjennelse, samt levere noe som gjør en forskjell • Investering for å heve egen kompetanse og eget selskap • Investering for å utvide eget nettverk og få innsikt 	<p>Personlig utbytte gjennom anerkjennelse, følbart påvirkning og økt kompetanse og nettverk</p>

Økonomisk avkastning og proporsjonalt utbytte

Hos engleinvestorene ser det finansielle utbyttet å være mer et incentiv for å være med på potensielt vellykkede reise. Noen av englene poengterer at motivasjonsfaktorene har endret seg med tiden og økonomisk vinning blir mindre viktig, men vi ser altså at økonomisk utbytte er en motivasjon (De Noble 2001; Wiltbank 2005). Det fremkommer gjerne at økonomisk utbytte etter hvert når et hygienepunkt, og at det da er andre viktigere motivasjonsfaktorer. De ønsker gjerne at investeringen skal gi et resultat som ikke nødvendigvis trenger å ha økonomisk karakter. Det har i denne oppgaven ikke vært sett på beløpene de har investert, men det fremkommer at de gjerne investerer penger de har råd til å tape, hvilket bekrefter tidligere litteratur på emnet (Huang & Pearce 2015). Det er en forventning om at de får noe tilbake som er proporsjonalt med det de legger ned av tid i virksomheten. Her kan det være ulike innfallsvinkler. Mens noen investerer arbeidsdager, investerer andre cash,

og dersom gründer ikke er dedikert eller hører, kan det være englene opplever dette som tid de kunne brukt på andre ting.

Personlig utbytte gjennom anerkjennelse, følbare påvirkning og økt kompetanse og nettverk

Dette perspektivet forteller at engleinvestorene i stor grad motiveres av å kunne få lov til å utvikle selskaper fra tidligfase gjennom «følbare» og betydningsfull påvirkning, og betyr mer enn bare potensiell økonomisk avkastning. De ønsker å være med å bygge, å skape verdi for dem selv og det rundt, og dette synes de er gøy. Dette henger i stor grad sammen med teori om psykisk utbytte og engleinvestorenes personlige motivasjon (Freear et.al. 1995, sitert i Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017, s.4; Mason & Harrison 1996; Mason 2008) og viser som avdekket i tidligere litteratur at engleinvestoren ønsker personlig utbytte og gjerne får dette gjennom selskapets prestasjoner. Flere er også motivert av å jobbe med gründeren og finner motivasjon i å jobbe med gründerpersonligheten, fordi det byr på både utfordringer og muligheter, men også det faktum at de til tider kan kjenne seg igjen i personen. Motivasjonen knyttes til mennesket, og det er også med på å støtte tidligere forskning som sier at engleinvestorer gjerne investerer i mennesker de har tillit til (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Engleinvestorene viser også tendenser til å investere basert på egen interesse for feltet og tro på egen mulighet til å bidra.

Det fremkommer at en suksessfull investering vil kunne fronte investorens person og personlige bidrag, der man får satt sitt merke på noe eller det kan gagne eget selskap ved at gründeren som også investerer kommer frem i lyset. De er opptatt av anerkjennelse. I så måte kan en se at de ønsker å motta såkalte sosiale ressurser nettopp ved å få ta del i utviklingen (Huang & Knight 2017).

Engleinvestorer motiveres også av muligheten til å investere sammen med andre, da dette kan gi dem tilgang til et faglig nettverk som kan gagne deres eget selskap eller heving av egen kompetanse og få tilgang på informasjon (innsikt). Dette støtter tidligere litteratur om engleinvestorens motivasjoner for å investere, særlig opp mot co-investering og egen kompetanseheving (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Samtidig kommuniseres både en motivasjon i å lære av mer kompetente mennesker og at det er en motivasjon i det at man har felles interesser, felles forståelse og bedre muligheter for å lykkes. Sett fra en engleinvestors perspektiv, kan det å få ta del i tidligfaseselskaper være med på å utvikle deres egen kompetanse, samt at co-investeringer med andre investorer både kan være hyggelig og lærerikt. Det er dermed ikke bare investering direkte inn i selskap som er en motivasjon, men også muligheten til å treffe andre som deler interesser og for å skape seg et større relevant nettverk. Selv om det er ulikheter her, så kan engleinvestorens motivasjon for co-investeringer og ønske om utvidet nettverk og økt egen kompetanse, være tegn på motivasjon om å øke *sosial og human kapital*.

Sett i lys av Huang og Knight (2017) kan det se ut som om de sosiale ressursene en investor gjerne ønsker i en relasjon med gründer, er nettopp det å få være med å sette sitt merke på noe og være en del av og bidra til selskapets utvikling og potensiell suksess. Som avdekket i litteraturen har dermed engleinvestorene en motivasjon grunnet i *personlig utbytte*.

Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?

Tabell 17 Investors verditilførsel sett fra engleinvestors perspektiv – resultat og analyse

Eksempelsitater: Verditilførsel	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
«Jeg hjelper gründeren til å se hvordan ser fremtiden ut. Hva er det vi skal gjøre i morgen, om en uke og om en måned. Spesielt sette opp hva man bør ta sikte på å oppnå. Gründeren har lyst til å gjøre alt. Det er jo en fantastisk greie, men igjen så gjelder det å finne ut hva er det man bør ta sikte på»	<ul style="list-style-type: none"> Hjelper gründer holde fokus, prioritering og med planer fremover – prosjektstyring Setter milepæler for gründer 	Bistår gründer med å holde fokus og retning gjennom mål- og prosjektstyring
«Som business angel så var det nok mye mer en personlig passion og kullsvi tro på det prosjektet jeg investerte i og at jeg brukte på en måte absolutt alle ressurser på at man skulle lykkes med ting.. og () stilte kanskje.. altså hadde færre tvil til prosjektene»	<ul style="list-style-type: none"> Støtter gründer i det han/hun forsøker å gjøre Bistår på bakgrunn av å ha vært der før, også når det gjelder det private Bidrar med tro på prosjektet 	Tilfører verdi gjennom støtte personlig og forretningsmessig
«Jeg tror nettverk er noe av det viktigste, fordi når selskapet trenger en eller annen kompetanse, så er det veldig kort vei til å peke på hvem som kan bidra» «Jeg tror nok at jeg er veldig flink til å bidra med nettverket. Så når man ser huller i planen, har behov for løsninger, personer eller kompetanse nedover i veien, så gjør jeg hva jeg kan for å putte på det» «Det er jo nettverk, rådgivning, nettverk til kunder, nettverk til partnere, nettverk til investorer og rådgivning på strategi og rådgivning på det taktiske. Det kan også være rådgivning rundt hva som er gode leverandører og dårlige leverandører og være los»	<ul style="list-style-type: none"> Bistår med å hente inn investorer Bruker gjerne alle sine ressurser for at selskapet skal lykkes, innehar gjerne færre tvil om at det skal lykkes Taktisk og strategisk rådgivning, gjerne rundt leverandører Knytter opp kontakter og bruker eget nettverk til å putte på kompetanse og personer det er behov for 	Tilfører verdi gjennom tilgang på ressurser og bidrag med å hente inn disse
«Det er jo typisk gründervirksomhet med «armer og bein» og at man løper rundt i alle retninger. Jeg tror at det første jeg begynner med i de selskapene jeg involverer meg i, og særlig hvis det er tidlig fase, er å lage en ordentlig business plan, slik at det er et fundament i det vi driver med. Slik at vi vet hvor vi skal og at vi har laget ordentlige detaljerte planer. At vi har planer på fundingen, vi vet hva det koster, vi har budsjetter og vi har likviditetsbudsjetter. Vi har «kål» på hele situasjonen fra A til Å. Og så er det jo masse du ikke har oversikt over, men jeg tror det i hvert fall gir en større sannsynlighet for å lykkes» «Gjøre det som trengs. «Get down to the huzzle», ta telefoner og lage landing pages og slikt. Egentlig litt mer det som trengs, men det er mer supplering da. Det første jeg gjør er egentlig å hjelpe gründern å holde litt oversikt»	<ul style="list-style-type: none"> Tilfører verdi basert på egen erfaring og på operativt og strategisk nivå Opptatt av å gjøre det som trengs Bistår i kontakt med eksterne, andre investorer Skjønner mekanismer i tidligfaseselskaper Bistår med å lage forretningsplaner Ønsker å utrette en forskjell (tilføre verdi) gjennom tilstedeværelse og rådgivning 	Tilfører verdi gjennom å bruke egen erfaring til å hjelpe på strategisk og operativt nivå

Verditilførsel

Bistår gründer med å holde fokus og retning gjennom mål- og prosjektstyring

Noen investorer er opptatt av strategisk veiledning. Englene bidrar med veiledning, mål- og prosjektstyring fordi gründer trenger hjelp til å fokusere og legge planer fremover. Dette er også en måte for investorene å måle gründerens prestasjon på, samt få innsikt i hva som foregår. Noen engleinvestorer er mindre aktive, og bidrar da gjerne i styremøter og tar en titt på rapporter og kommer gjerne med kommentarer og retningslinjer. I selskaper man er mindre aktiv er man ikke nødvendigvis den ledende investoren, da englene gjerne ser ut til å investere sammen med venner som da kan ta den rollen.

Disse resultatene vitner om at engleinvestorene anser *tilsyn og monitorering* som noe som skaper verdi for selskapene.

Tilfører verdi gjennom støtte personlig og forretningsmessig

Engleinvestorene ser ut til å jobbe aktivt med gründer og forsøker å støtte han/henne i det han forsøker å gjøre, både personlig og forretningsmessig. Engelen ønsker også å tilføre dimensjonen der de støtter gründer i det private og dele erfaringer som tidligere gründer fordi man har vært der selv og vet det blir tøft. Det kan se ut til at de deler visjonene og interessene til gründer som gjør at de tar på seg rollen som mentor og føler seg som en del av selskapet (Fili 2014; Politis 2008; SæTRE 2003).

Disse resultatene vitner om at *mentorering* er en aktivitet som engleinvestorene benytter seg av for å skape verdi for selskapene.

Tilfører verdi gjennom tilgang på ressurser og bidrag med å hente inn disse

Engleinvestor kan også knytte gründer opp mot de rette folkene og investorer ved å bruke sitt nettverk. Det er verdifullt da det er kort vei til kompetanse dersom det skulle være behov for det. Samtidig kan de knytte mot kunder eller rådgiv i forhold til potensielle leverandører eller investorer på taktisk og strategisk nivå, som bidrar til finansiering gjennom å hente inn investorer. Engelen bruker gjerne alle sine ressurser på selskapet.

Resultatene vitner om at engleinvestorene bistår med verdi i form av *ressursinnhenting*.

Tilfører verdi gjennom å bruke egen erfaring til å hjelpe på strategisk og operativt nivå

For engleinvestor er det viktig å tilføre verdi gjennom å utgjøre en forskjell gjennom tilstedeværelse og råd. Engleinvestor sier han tilfører også verdi gjennom å sette seg ned å gjøre en jobb med gründer, f.eks. ved å utarbeide business planer og på mer strategisk nivå. Utarbeidelse av business plan mener engleinvestoren kan være med på å øke sannsynligheten for at gründer lykkes. Andre tilfører verdi gjennom å investere sin kompetanse, som teoretisk blir ansett som human kapital (Fili & Grünberg 2016; Politis 2008). Engleinvestor sier han tilfører verdi basert på egne erfaringer og ved å skjønne seg på tidligfasebedrifter, både i forhold til hvilken fase man befinner seg i og skalering. Særlig når de er med i tidligfase og gründer er de veldig involvert og jobber mye direkte med gründer og er operasjonelt aktiv og har kontakt med eksterne. De er med å gründe selskaper og er i så måte en slags co-entreprenør (SæTRE 2003).

Disse funnene påpeker at engleinvestoren i *strategisk rådgivning* tilfører verdi gjennom å spille på sitt erfarings- og kompetansegrunnlag.

Relasjon og Involvering i utveksling av kompetent kapital

(Se tabell neste side)

Tabell 18 Opplevelse av involvering og relasjon - sett fra engleinvestorens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter: Opplevelse av involvering	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«Du tilpasser det alltid ut fra hva behovet er. Om vi er med på å gründe et selskap, så er vi mye med. Da er vi mye mer involvert i alt og i alle tingene som bedriften gjør. Men om det er et selskap som er snart i markedet, så tilpasser vi naturligvis til behovene, men da kan det for eksempel være mer rådgivning, kanskje investorkontakt og slikt»</p> <p>«Jeg har vært veldig operativ i selskapene. Jeg liker å være operativ i selskapene. Jeg er egentlig utrolig glad i å være ute i felten og snakke med kunder og partnere og være med å bygge. Så jeg er sjelden med og investerer i noe der jeg ikke kan være relativt operativ. For da blir det jo bare en passiv investering og da kunne du like gjerne investert i børsnoterte aksjer»</p> <p>«Jeg klarer ikke håndtere noe mer. Da blir det ikke kvalitet på det jeg driver med. Og i perioder så er det jo intenst fordi plutselig så må du være med å bidra på en forretningsplan, en strategi eller en finansieringsrunde. Da må du virkelig gå inn i dybden og så må de andre få lov til å ligge litt og leve sitt eget liv sammen med management. Så det er involvering etter behov»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Investering belager seg på å få lov til å være involvert i selskapene på operativt nivå • Involvering avhenger av behov, fase og tilpasses til gründer og selskapsprofil • Dersom man ikke involverer seg aktivt, er man prisgitt gründerens gjennomføringsevne • Noen er veldig tett på og aktive inn i daglig drift og er med på å bygge, andre opptatt av informasjon i styremøter og rapporter og kan kommentere og komme med guidelines på det • Jobber gjerne direkte med gründer og er veldig involvert dersom de er med å gründe selskapene • Opptatt av å kunne ha «en hånd på rattet» • Har veldig lyst til å involvere seg, men tid er en begrensning 	<p>Operasjonelt og strategisk aktiv</p>
<p>Eksempelsitat ikke angitt</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Involvering avhenger av om engelen føler han har kompetanse som passer inn eller interesse • Har gjerne egne tanker om hva som er best for selskapet • Andre kan være ledende investor, investerer gjerne sammen med venner og da kan de ta over • For å bevare kvaliteten reduseres antall prosjekter man involverer seg i • Bruker mye tid på prosjektene som engleinvestor 	<p>Interesse- og kompetansebetiget</p>
<p>«mye av forskjellene kommer på måten man blir involvert som en business angel fordi business angel opererer jo veldig mye i nettverk, formelle eller uformelle. Og det betyr () at det er på en måte mye mer personlig å være en business angel. Man kjenner da kanskje en gründer personlig og har liksom over tid.. det kan være alt fra at man har sittet en sen kveld på hyttetur og vedkommende snakket om en god ide og sa ja dette synes jeg er en kjempegod ide, dette vil jeg være med på, også... () Så det er en helt annen grunn til at man har blitt investor enn som venturekapitalist hvor du mer kaldt og kjølig vurderer på en måte hva skal du kjøpe»</p> <p>«Man investerer i folk man liker, liker å jobbe med og liker å ha en relasjon til, og da blir det jo nesten et vennskap hvor man kan ringe hverandre til alle døgnets tider»</p> <p>«Man er jo nesten en partner og rådgiver og det er et slags partnerskap. Derfor så blir det viktig at man liker hverandre og caset. Når man sitter rundt bordet i enten det er et styreverom eller et møterom og diskuterer strategier, kan jeg kjenne at det er god kjemi og at man sparrer med hverandre på en åreit måte. Jeg har blitt mer og mer oppmerksom på det etter hvert som årene er gått, slik at jeg involverer meg ikke lenger der jeg er litt ukomfortabel med relasjonene. Relasjonene må fungere og det må være god personkemi mellom ledelsen og investor, fordi det er som sagt et samboerskap, ekteskap eller partnerskap. Man skal kanskje sitte der å se hverandre i øynene i år framover. Da nytter det ikke å samarbeide med noen du ikke føler at du har virkelig god connection med, eller som ikke deler visjoner eller ambisjoner for selskapet»</p> <p>«(...) de er mer uformelle. Styremøtene er ofte i den fasen mer uformelle, det er mer...mer workshops vil jeg si enn styremøter. Og.. () og alle jobber for at dette her skal gå bra og har på en måte ikke noen agendaer på om () man vurderer at dette.. dette går ikke eller»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Opererer gjerne i formelle og uformelle nettverk og hvordan man blir involvert har mye å si for videre involvering i selskapet • Investerer gjerne i person og idé • Gründer er en venn og en partner og man deler gjerne ambisjoner og visjoner med selskapet og har lik agenda • Omgangsform og kommunikasjon er gjerne uformell, men kommunikasjon skal være produktiv • Involverer seg ikke hvis man er ukomfortabel med relasjonene • I tidlige fase er styremøter gjerne mer som workshops • Opptatt av kjemi med gründer og at man har en relasjon basert på ærlighet og integritet 	<p>Personlig og uformell relasjon basert på felles visjoner og ærlighet/integritet</p>
<p>«Akkurat som alle selvhjelps bøker har noe veldig fint i seg akkurat når du sitter og leser de, for de forteller deg bare de helt åpenbare tingene, som er så «jævlige floskler». Men de kan vi ikke få repetert nok, fordi når vi sitter midt oppi dritten, så klarer vi på en måte å grave oss ned i så mange problemer og gjør ting overvanskelig for oss, og da er den letteste veien ut bare å gi opp. Bare drite i det»</p> <p>«Å kjøre moralsk og etisk – det er «deal breaker» om vi ser om det er ting som blir «shady»»</p> <p>«Forventningene avhenger jo litt av størrelsen på investeringen. Hvis man har gått inn og har noen prosentandeler og har blitt solgt inn fra for eksempel daglig leder, så forventer man jo at daglig leder eller de man har relasjon til også holder deg løpende orientert når det er utfordringer. Det kan være forskjellige former på det, men det man styre- og forventningsavklare på forhånd også. Og særlig der man ikke sitter i styret så forventer man jo allikevel å få litt informasjon»</p> <p>«Jeg forventer jo en jevn dialog, med tett informasjon om hva som foregår, både formelt og uformelt. Jeg tror mange har vært for dårlige på den formelle informasjonen. Jeg forventer jo egentlig en kvartalsrapport i en eller annen form, som tar for seg de vesentlige forholdene av driften. Det trenger ikke å være noen såne store børsnotert lignende greier, bare det kommer informasjon»</p> <p>«Om man ikke leverer noe, så skal man ikke ta seg masse eierskap. Det er litt av det som er fordelen med modellen jeg og (NAVN) har. Det er lett for gründeren å si at det ikke er bra nok og kan si opp hele avtalen»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tett med kontinuerlig informasjon om vesentlige forhold om driften og utfordringer, og på gitte milepæler • Opptatt av at gründer viser forståelse for investor relations og bearbeide investorene • Opplever at gründer ikke alltid er like flink på den formelle informasjon og/eller ryddige regnskap • Forventningene avhenger av størrelsen på investeringen • Etisk og moralsk arbeid • Forventer fra gründer hard jobbing og «blør for drakta» og ikke gir opp og leverer på mål • Eierskap baseres på leveranser 	<p>Forventer at gründer ivaretar økonomiske og forretningsmessige forpliktelser, og er dedikert</p>

Operasjonelt og strategisk aktiv

Resultatene viser at det er ulik grad av operasjonell og strategisk involvering (De Clercq et al. 2006; Van Osnabrugge & Robinson 2000). Engler ser ut til å være mer involvert i intense perioder og er da nede i dybden av selskapene. Noen engler sier de liker å være veldig tett på og å følge med. Noen engler kan også komme med råd, men trenger ikke nødvendigvis innsikt i hva konklusjonen blir. Det blir sagt at ikke så aktive engler er mer prisgitt gründeres gjennomføringsevne, mens andre kun involverer seg der de har beslutningsmyndighet og kan sitte i styret. Det oppleves at langtidsplanlegging fra start kan være med på å gjøre at man etter hvert trenger å være mindre aktive, men det kan være viktig for engelen å ha en «hånd på rattet». Noen skisserer at tiden ikke strekker helt til, men har et ønske om å være operasjonelt aktiv.

Interesse- og kompetansebettinget

Englene tilpasser sin involvering til gründeres behov og egen interesse og kompetanse, og hva slags selskap man har med å gjøre, noe som bekreftes i tidligere studier som dog vektlegger investorens tanker om entreprenørens kompetanse (Knockaert & Vanacker 2013; Söderblom et al. 2016).

Det er snakk om hvor mye tid man har til rådighet og som behøver å brukes, og det sies at man gjerne må bruke mindre tid på et større selskap. Tiden man bruker skal stå i forhold til investeringen. Dette samsvarer godt med teori på emnet, som belyser at sosiale ressurser er viktigere i tidligfase, samt at det gjerne da er investorens faktiske bidrag utenom det finansielle som ofte er viktig (Capizzi 2015; Huang & Knight 2017). Det fremkommer også at noen har begrenset og redusert antall prosjekter, for å kunne fokusere på kvaliteten i involveringen. Englene har tendenser til å bruke mer tid på prosjektene sine og bruker eget nettverk for å hjelpe gründeren. De blir gjerne personlig involvert og har gjerne få prosjekter for å kunne fokusere på kvaliteten i involveringen. De sier de jobber mer direkte og aktivt med selskapene. Noen investerer sin kompetanse mot equity.

Det fremkom at en motivasjon for å investere i prosjekter belaget seg på at man kunne tenke seg å gründe denne type virksomhet eller hadde egne tanker om hva som var best å gjøre, men ofte kunne det oppleves som både positivt og negativt. Det kan se ut til at engler involverer seg på grunnlag av egen interesse og der han ser han har kompetanse som kan komplimentere selskapet.

Personlig og uformell relasjon basert på felles visjoner og ærlighet/integritet

Det nevnes at måten man blir involvert i selskapet på har mye å si for videre involvering. De opererer gjerne i formelle og uformelle nettverk, og har kanskje en personlig relasjon til gründer. Man investerer gjerne i person og idéer de liker, og unngår gjerne å investere der de ikke er komfortable med relasjonene. Det blir som et vennskap og partnerskap, og det sies at man gjerne er tilgjengelig til alle døgnets tider. De kan også se på seg selv som en rådgiver. De føler de har samme visjoner som selskapene, og har god kjemi med gründer. Engleinvestorene setter pris på ærlighet og integritet og at kommunikasjonen er produktiv og at gründer ikke spiller noen rolle ovenfor dem. Derfor nevnes det at han gjerne kan oppfattes som ganske krass, fordi han er rett frem med sine gründerne. Han er opptatt av at man ikke skal justere seg inn verken fra investors eller gründeres

perspektiv. Basert på disse funnene kan en se tendenser til den emosjonelle tilknytningen man gjerne venter fra engleinvestorer, slik tidligere teori har vært inne på (Huang & Knight 2017).

Styremøtene varierer med fasene. I startfasen oppleves styremøtene mer som workshop, mens de får en mer formell struktur etter hvert. Relasjonen med gründer er gjerne uformell og diskusjoner skjer gjerne over en øl og har ingen skjult agenda. Forretningsdiskusjoner kan også foregå på chat. Det kan se ut til at de sosiale ressursene utveksles gjennom en uformell relasjon.

Dog kommer det frem ulikheter, da en gründer som tidligere har vært investor nevnte dog at han ikke likte å være investor fordi han måtte ha et kaldt og kjølig forhold til det for å kunne optimalisere avkastningen og dermed også anbefaler investorer å ikke ha noen følelsesmessig tilknytning til prosjektet. Det illustreres av følgende utsagn:

«Det er det jeg, anbefaler på en måte for investorer å tenke da. Ikke ha noe personlig forhold til prosjektet i det hele tatt, ikke være så opptatt av om du liker ledelsen, god energi og de greiene. Det handler ikke om hva du liker, det handler om hva de kan få til (...)»

Det vitner altså om individuelle forskjeller og resultatene tilsier at mye har med hvordan engleinvestor her tenker på investeringen og målsettingen med denne.

Forventer at gründer ivaretar økonomiske og forretningsmessige forpliktelser, og er dedikert

Resultatene viser at selv om relasjonen mellom engler og gründerne gjerne er uformell, så ligger det klare forventninger til gründer. Engler forventer at gründerne informerer jevnlig både på formelle og uformelle måter, men avhenger også av størrelse på investering. Noen ønsker også kvartalsvis rapportering og informasjon om vesentlig forhold i driften og progresjon, men noen opplever at gründerne kanskje ikke tar så alvorlig på rapporteringen og kunne vært bedre i forhold til ryddighet på regnskap. Det er en forventning om at gründer bearbeider investorene sine og nevneverdig forstår «investor relations» fordi investor ønsker å vite hva som skjer med pengene han/hun har investert. Selv om man ikke sitter i styret er det en forventning om å motta informasjon, men at dette må styre- og forventningsavklares på forhånd. Englene forventer å få formelle innkallelser og at gründer leverer på de milepæler han har satt seg. Det tolkes dermed som en forventning om at gründer ivaretar økonomiske og forretningsmessige forpliktelser.

Englene forventer at gründer opptre etisk og moralsk og er dedikert til jobben som skal gjøres, og «blør for drakta» og ikke gir opp, noe som henger sammen med at engelen sier han ønsker å hjelpe. Samtidig er engelen opptatt at man sier ifra dersom man skal være på vei til å gi opp, for da kan de sammen fikse det. Det kan se ut til at det ligger en forventning om å få gehør for erfaringen man investerer, som har både instrumentell og emosjonell karakter (Huang & Knight 2017).

Tilsvarende kommer det frem at investor ikke skal eierskap skal baseres på leveranser, og at man ikke skal ta seg eierskap dersom man ikke leverer for selskapet.

Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?

Potensielle utfordringer

Tabell 19 Utfordringer sett fra entreprenørens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsitater: Utfordringer	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>Utfordring i tidligfase/involvering og relasjon</p> <p>«Noen trenger mye mer styring, andre trenger mere tillit, ikke sant. Det kommer helt an på hva man er i stand til, hva man kan og graden av modenhet av prosjektet og slik. Det er vel ikke noe fasitsvar på det annet enn at det avhenger helt av matchen mellom investor og det er det som er hele greia»</p> <p>«Om man er investor og jobber med et team, så kan det sikkert for noen være litt fristende å bruke hammeren og prøve å «denge» igjennom sine tanker. Rett og slett fordi man føler at man vet hvordan ting funker, men det tror jeg ofte bare blir mas. Ler. For jeg tror ikke gründerpersonligheten takler det»</p> <p>«det som var vanskelig og er vanskelig er jo at man da har en mye mere tett relasjon.. så det er (...) det blir litt vanskelig å være kanskje så kritisk som man skal. Og... og man får ikke en tilstrekkelig distanse mellom gründer og investor til å være tøff nok i et styremøte til å kreve fremdrift, til å si at dette.. dette holder ikke på en måte. () Det er vanskelig det der altså»</p> <p>«Det å kjenne på å ikke få gjennomslag eller ikke få aksept for gode innspill, det er jo slitsomt i seg selv, og kan slite på en ellers god relasjon. Og det der går jo begge veier, og det er mange eksempler på at gründer og investor har gått tørt ut av hverandre»</p> <p>«At det er masse tilfældigheter som spiller inn. Jeg må vel innrømme at jeg ofte kan bli besnæret av en gründer som jeg prøver å skyte ned, hvor jeg gjør jo det fordi jeg virkelig mener det. «At av 100 ting du kan gjøre, så er det 50 av tingene som er helt natta», men så sier han «ja, jeg er enig i 10, men de andre 40 tingene, de har jeg tenkt til å gjøre uansett»</p> <p>«Om du er i et selskap og du har dyp teknologiforståelse, så er det ikke sikkert at investorene forstår det. Så kjenner du at «ok, du jobber her, du forstår hva du driver med, du vet hvor du skal», så skjønner de ikke hva du holder på med. Det er slitsomt. Men det kan også gå andre veien. At du som investor og engleinvestor og bidragsyter føler at du kommer inn og bidrar med alt du har og så forstår de ikke hva du har å bidra med. Jeg har kjent mye på det. At du bidrar med 20 års erfaring og så er det ikke aksept for den erfaringen før de har erfart det selv og skjønt at «ok, det var sånn ja, det var faktisk sånn, jeg måtte bare erfare det selv». Litt sånn som barna mine som må ikke høre på hva jeg sier, men som må erfare det selv først»</p> <p>Utfordringer med gründer</p> <p>«Det er nok av eksempler på ganger hvor gründerens personlighet eller idé går på tvers av det andre i organisasjonen ser at er riktig. Noen ganger så har gründer helt rett og noen ganger har andre helt rett, og da er spørsmålet hvordan gründeren takler det»</p> <p>«Men så har de jo ikke vært gründerer før da. Så de er ikke nødvendigvis trent i at det kommer til å gjøre vondt, at det kommer til å gå på trynet, og at du ikke kommer til å close. At når du ikke closet i den vanlige jobben din, fikk du allikevel lønn og kunne gå hjem og ting var i orden. Du kunne ta påskeferie og alt var bare hyggelig. Så er det sånn at gjør du det her, så er du ferdig. Da er det over. Jeg tror det ligger en sånn naivitet som kan være ganske vanskelig å forholde seg til. Det kan rett og slett være mangel på kunnskap, eller så kan det være ekstrem stahet. At man rett og slett ikke klarer å se seg selv i det hele tatt. Og noen av de vil jo pløye igjennom og lykkes kjempeløst, men det er vanskelig. Det er vanskelig å ha med sånne å gjøre»</p> <p>«Entreprenørene er jo til en viss grad egenrådige, og har et veldig klart syn på hvor de skal og er ikke så lett korrigerbare i forhold til det. Så litt sånn egenrådighet har jeg sett mye av. Det er en risikofaktor at man dermed ikke har noen reell innflytelse i det selskapet man har investert i, fordi man rett og slett ikke får gjennomslag for ideene sine»</p> <p>Eqne utfordringer</p> <p>«Det kan også være ting jeg ikke har innsikt nok i og min egen evne til å anerkjenne det. Det må man bare være såpass «straight på». Det kan dukke opp ting som man ikke har peiling på og da er det tøft å si at «shitt, det har jeg ikke peiling på. Det må vi spørre noen andre om»</p> <p>«Utfordringen var jo egentlig en periode der jeg kanskje så på meg selv som en som kunne tilføre mer enn det jeg kunne. Men jeg har blitt «dratt skikkelig ned på bakken igjen» når jeg ser hvor vanskelig det faktisk er å bygge et selskap fra «scratch». Det at du har vært med å gjøre en suksess én gang, betyr ikke at du klarer det igjen»</p> <p>«Altså jeg vil nok si at jeg da var mindre kritisk. Fordi man.. jeg hadde nok høyere tanker om min egen kompetanse og innsikt i min egen bransje. Det vil jeg jo si at når jeg nå ser oss.. etter hvert også kjenner veldig mange andre venturekapitalister, så ser jeg jo hvor.. hvor også vi er svake og hvor andre er sterke og hvor.. () og ikke minst hvor mye vanskeligere ting er. Det er jo det. Mye mye vanskeligere»</p> <p>Risiko</p> <p>Eksempelsitat ikke angitt</p>	<p>Utfordring i tidligfase/involvering og relasjon</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer avhenger av selskapet og kan være interne og eksterne • Utfordringer knyttet til «grad av smidighet», samt evne til å vite gründerens behov, samt hvordan bruke innflytelse fremfor å kontrollere • Utfordringer knyttet til eierstrukturer og ulike ønsker blant disse • Utfordringer knyttet til både teknologi, strategi og organisasjon • Utfordringer knyttet til videre finansiering • Utfordringer knyttet til kjemi og mellommenneskelige faktorer • Utfordringer knyttet til utveksling av kompetanse og kunnskap om egen og andres kompetanse • Utfordringer knyttet til å få tilstrekkelig distanse til gründer slik at man kan ta de tøffe beslutningene og gi tilbakemeldinger • Utfordringer knyttet til opplevelse av manglende innflytelse og følelse av å ikke få gjennomslag • Utfordringer knyttet til kommunikasjon og grad av åpenhet i denne <p>Utfordringer med gründer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til gründerens personlighet og egenskaper, samt evne til å ta til seg feedback • Utfordringer knyttet til gründerens manglende evne/ønske til å gi fra seg kontrollen • Utfordringer knyttet til gründerens behov for kontroll for å ivareta motivasjon • Utfordringer knyttet til gründerens emosjonelle involvering og dermed reaksjoner • Utfordringer knyttet til gründerens naivitet og positivitet, og manglende erfaring • Gründer kan forvente for mye, relativt til investeringen • Gründer kan oppleves som umulig å hjelpe og må gjerne erfare det selv • Er emosjonelt involvert og får emosjonelle reaksjoner • Personligheten kan gjerne gå på tvers av det som er organisasjonens beste <p>Egne utfordringer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til egen ressursbruk (Tid, energi, involvert i for mye) • Utfordringer knyttet til konkurranse om de beste investeringsobjektene • Utfordringer knyttet til kunnskap om og anerkjennelse av egen (begrensede) kompetanse <p>Risiko</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til markedet, og selskapets og aksjenes dårlige likviditet, opplever å bli låst i investering og må dermed være med på alle selskapets svingninger, Ingen markeds plass for salg av denne type aktiva • Utfordringer knyttet til stadig kapitalbehov og mulig uttanning • Risiko knyttet til tillit, fremkommer at man ikke kan stole på folk • Risiko knyttet til at man taper det man har investert av penger / tid, samt at ting tar lenger tid 	<p>Utfordringer knyttet til grad av involvering og smidighet og andre investorer</p> <p>Overinvolvering Gründerens åpenhet</p> <p>Utfordringer knyttet til mangel på innflytelse og tilstrekkelig distanse til gründer</p> <p>Entreprenørens egenrådighet Mangel på innflytelse manglende erfaring og naivitet. Kompetanseutveksling Manglende kjemi Rollekonflikt - Tilstrekkelig distanse</p> <p>Utfordringer knyttet til å bruke tid og leve opp til gründer og selskaps behov/forventninger</p> <p>Tilgjengelig tid Egen kompetanse Gründerens forventninger Oppfølging av investering, uttanning</p> <p>Utfordringer knyttet til avhengighet av gründerens gjennomføringsevne og låste investeringer</p> <p>Likviditet og låst i investering Tapt tid, penger Gründerens gjennomføringsevne</p>

Englene sier utfordringene de møter på varierer med selskapene de har med å gjøre. Det er både interne utfordringer som er knyttet til selskapet, og mer eksterne som har med marked og tredjeparter å gjøre. Analysen bidrar med følgende hovedtematikk:

Utfordringer knyttet til grad av involvering og smidighet og andre investorer

Engleinvestorene kommuniserer en utfordring med å være smidig, og finne riktig balanse med involvering som fører til at de hjelper selskapet fremover, i stedet for å hemme denne. Dette kan sees i lys av utfordringene rundt overinvolvering, som kan være med på å senke utviklingen (Jääskeläinen et al. 2003). Engleinvestorene kommenterer at de har opplevd utfordringer relatert til eierstruktur også mellom eiere som ønsker å gå i ulike retninger, så det man ser er at det kan være uenigheter også internt i investorteamet. Det kan trekkes en parallell til målkonflikt.

Samtidig opplever engleinvestorene at ikke alle gründere er like åpne, noe som kan føre til skjulte handlinger. Det betyr gjerne at man kan avdekke ting i senere faser, som viser at gründer har skjult informasjon for investor. Som resultatene viser, opplever englene utfordringer knyttet til *agentteori*.

Utfordringer knyttet til mangel på innflytelse og tilstrekkelig distanse til gründer

Resultatene viser at det er utfordringer knyttet til relasjonen mellom gründer og investor. Utfordringer knyttet til *relasjonsstyring* ser i stor grad ut til å knyttes til entreprenøren. Englene ser at det er ulike utfordringer med ulike gründere, og at det er grad av tilpasning som skal til. Det kan belage seg på gründerens behov for tillit kontra styring. Det kan vitne om at investors står ovenfor en rollekonflikt når det gjelder å fokusere på å hjelpe entreprenøren eller fokusere på investeringen (Fili 2014). Dette kommer an på hva man er i stand til og prosjektets modenhet, samt match mellom investor og gründer. Det kan av og til være vanskelig å gi tilbakemeldinger til gründer. Selv om man mener godt, kan man oppfattes som brysk. Utfordringer i relasjon kan være knyttet til manglende kjemi mellom investor og gründer.

Dersom gründer har kontroll, kan engleinvestorene føle en mangel på innflytelse og liten aksept for erfaringen og kompetansen de tilbyr. Det skildres at ikke alltid gründer og investor vet hvilken kompetanse de besitter og dermed kan ha vansker med å forstå hverandre. Perspektivet skildrer også en oppfattelse av at gründere blir slappere når de blir ansatt, og bør ha en grad av kontroll for å være motivert til å jobbe for selskapet videre. På den annen side fremkommer det også at gründer kan ha en manglende evne til å ta til seg feedback, og ha en stahet og et kontrollbehov som skaper utfordringer når det gjelder å utveksle kompetanse. De opplever at gründer kan ha ulike emosjonelle reaksjoner, og ulike grad av endringsvilje, det vil si takler forandringer dårlig. Det kan f.eks. også være utfordringer der en ser at gründerens personlighet går på tvers av organisasjonens beste. De må også gjerne selv erfare før de hører på investor, og av noen engler oppleves derfor gründer som umulig å hjelpe fordi de er så sterke individer. Gründer kan også oppleves som naiv og ha manglende kunnskap om hva det vil si å drive et selskap, særlig dersom gründer kommer fra å være ansatt i et selskap og ikke forstår at det kan være tøft. Sett i lys av teori, kan dette i stor grad vitne om entreprenørens reseptivitet og Macht (2011) sin respons og

reaksjon på investors henvendelser, her ser vi at noen gründere kan oppleves som om de har en del å gå på. Det poengteres at å stille åpne spørsmål kanskje er en bedre innfallsvinkel.

Det kan også se ut som det kan oppleves rollekonflikt mellom det å være mentor og investor (Fili 2014). Det kommer frem når det kan være utfordrende å få tilstrekkelig distanse til sine investeringsobjekter som forretningsengel og det gjør at det kan være vanskelig å ta tøffe beslutninger. Det kommer dog frem at disse av og til havner hos venturekapitalistene når de er inne i bildet.

Utfordringer knyttet til å bruke tid og leve opp til gründers og selskaps behov/forventninger

Engleinvestorene kommuniserer personlige utfordringer som gjerne dreier som om eget ressursbruk. De har kanskje involvert seg for mye, som tar tid og energi. Som engleinvestor blir man personlig engasjert og kan fort finne ut at man har blitt involvert i for mye, som kan skape utfordringer når man må veldig inn i dybden. De poengterer også det evige kapitalbehovet, som kan føre til at de selv blir utvannet dersom de ikke har mulighet til å følge opp investeringene.

Noen av engleinvestorene sier også at egen kompetanse kan by på en utfordring og kommuniserer at en av utfordringene kan være å anerkjenne mangel på innsikt eller innse at de har manglende kompetanse. Andre mener de har hatt for høye tanker om egen kompetanse og verdi de kan tilføre eller innsikt i bransje og noen sier de gjerne har innehatt en høyere grad av selvtilit basert på tidligere oppnåelser. Noen mener også at kompetansen de innehar etter hvert kan være mindre brukbar etter hvert, og dermed har personen mindre å komme med.

Noen opplever også at gründer kan forvente litt for mye, basert på kapitalen som blir investert. Det fremkommer her at engleinvestorene opplever oppfordringer relatert til *ressursbegrensninger*, men likevel ønsker å bidra (Fili 2014).

Utfordringer knyttet til avhengighet av gründers gjennomføringsevne og låste investeringer

Resultatene viser utfordringer knyttet til at investor er avhengig av gründers gjennomføringsevne og investerer både kapital og tid som kan gå tapt. Englene er veldig utsatt for risikoen fordi de tar en så aktiv del i selskapet. De nevner også spesielt risiko ved gründer, som kan velge å trekke seg og at man ikke kan stole på folk. Det er vanskelig å gjøre en exit og komme seg ut av investeringen dersom man skulle ønske det, fordi både selskap og aksjer er ilikvide, samtidig som det ikke finnes noen markedsplass for kjøp og salg av denne typen aksjer. Risikoen til englene er å tape pengene og at man blir nødt til å være med på alle selskapets svingninger, samt at tidshorizonten kan bli lenger enn planlagt og man taper tid. Det kan se ut til at englene anser en del av utfordringene som de som selskapet selv går gjennom både teknologisk, organisasjonsmessig, markedsmessig, strategisk og i forhold til funding. Det er dermed utfordringer knyttet til håndtering av prestasjons- og relasjonsrisiko (Söderblom et al. 2016), samt *ressursavhengighet*.

Reduksjon av utfordringer

Tabell 20 Reduksjon av utfordringer - sett fra engleinvestorens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter: Reduksjon av utfordringer	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
«Det er klart at for en gründer som er «lutfattig», kan det jo høres veldig appellerende ut når noen tilbyr 2 millioner for 20%. Men, å ha noen på teamet som du må begynne å slåss med, det er ikke verdt bryet»	<ul style="list-style-type: none"> Anbefaler gründere å gjøre referansesjekk på investorene også Bli kjent i tidligfase – forståelse for hvem man skal jobbe med Er selektiv i hvilke investeringer de går inn i og hvem de jobber med – unngår relasjoner man er ukomfortabel med 	Forventningsavklaring og kartlegging av behov
«Et godt verktøy er å ha en god aksjonæravtale i bunn. Det anbefaler vi alle. Den kan være med å fasilitere for at utfordringer kan løses på en logisk og så skånsom måte som mulig»	<ul style="list-style-type: none"> Aksjonæravtale i bunn 	Avtaleregulering og formalisering av samarbeid
<p>«Det man vet, kan man gjøre noe med. Det er det man ikke vet, som er vanskelig, men det kan man planlegge for. Men det man ikke vet at man ikke vet, det er vanskelig»</p> <p>«Så hvis man skal ønske et langsiktig og godt forhold til sine investorer, så må jo alt opp i dagen. Og da er det bedre å si at man har en langtidshorisont på investorperspektivet. Så vet man at pengene må inn etter 6 måneder, så trenger man nye penger sånn og sånn og sånn, og så prøve å levere på de milepælene. Hvis man ikke klarer det så må man være åpen på det»</p> <p>«(...) jeg vil si at som engleinvestor så.. mye av de utfordringene som er.. følger du at du selv kan bidra til å løse litt enten ved å hjelpe de med en forretningsplan og så videre»</p> <p>«Noen investorer forventer en sånn veldig «opp og nedad»-holdning. Det er viktig at du bygger opp de som er gründerne da og de som er aktive i selskapet fordi det gagnar alle at de blir selvstendige. Så da trenger man å bruke mer tid»</p> <p>“Man håndterer det ved å snakke åpent sammen om det man står ovenfor, og ofte så kommer man jo til gode løsninger. Og av og til så finner man ut at den gode løsningen er å skille lag»</p>	<ul style="list-style-type: none"> Sette seg i gründerens posisjon og vise at man forstår situasjonen de befinner seg i og at det er ulik grad av personlig investering Mentorere gründer Legge grunnlag for åpen og respektfull kommunikasjon der man kan si det som dukker opp Bruke «innflytelse i stedet for hammer», og benytte seg av gründerens behov for videre finansiering og stille spørsmål – for at gründer skal komme i samme situasjon (veiledning) Hands on involvering for å løse utfordringer, bruk av tid Opptatt av å bruke tid og bygge opp gründer og de som er i selskapet så de blir selvstendige Ønsker å bidra med forståelse for at ting kan bli vanskelig på privaten og dele erfaringer Trekke seg ut eller finne andre bedre egnede eller eksterne rådgiver 	Forstå gründer, bruke tid på relasjon og løse utfordringer gjennom kommunikasjon, egeninnsats og eksternt kompetanse

Forventningsavklaring og kartlegging av behov

Englene påpeker viktigheten av å vite hvem man skal jobbe med og få en forståelse for denne personens utfordringer. Det foregår dermed en forventningsavklaring og kartlegging av behov. Gjerne klarer ikke englene å avdekke dette før det oppstår en faktisk utfordring og da må man finne en løsning som passer for alle. Når det gjelder nye investorer som kommer inn, sier englene at det er mindre utfordrende hvis man kjenner hverandre fra før. Likevel anbefales det også å foreta en referansesjekk på investor fordi dersom man får en investor på teamet som man er uenig med, så er det ikke verdt pengene. Noen engler unngår også å gå inn i relasjoner de er ukomfortable med.

Avtaleregulering og formalisering av samarbeid

Englene kan være opptatt av å regulere samarbeidet og formaliserer gjerne prosessen med en aksjonæravtale i bunn for å kunne løse utfordringer som oppstår på en logisk og skånsom måte. Denne skal også være til fordel for gründer men også muliggjøre at investor skal kunne trekke seg ut dersom gründer ikke er interessert lenger.

Forstå gründer, bruke tid på relasjon og løse utfordringer gjennom kommunikasjon, egeninnsats og ekstern kompetanse

Englene fokuserer på å forstå gründer og kommunikasjon. De innser at det prosjektet er en større prioritering hos gründer og understreker viktigheten av å sette seg inn i deres situasjon. Man må også kunne tilpasse seg ulike gründerne. De håndterer gjerne utfordringer med kommunikasjon ansikt til ansikt. Det nytter ikke å ignorere det og for å løse utfordringer trenger man ærlighet i kommunikasjonen. Alt må opp i dagen og man må kunne se hverandre i øynene. Englene anser det som viktig at man er åpne og ærlige og påpeker at man bør ha en respektfull og åpen tone i bunn og slik at man alltid kan snakke om ting dersom de er ubehagelige. Det kan også dreie seg om å forsøke å forstå gründer og la han se dette. Englene påpeker viktigheten av kjemi med andre investorer og å være samkjørte i visjoner.

Av og til ser også englene at det kanskje kan være greit å få inn andre personer og trekke seg ut, dersom relasjonen ikke fungerer. Alternativt få inn en ekstern til å vurdere situasjonen.

Englene ser ut til å bidra med personlig vekst hos gründer og støtte ved å bruke tid i relasjonen. Forståelsen av relasjon vitner om at de er opptatt av å bygge opp gründer til å bli selvstendig, da dette gagnar alle parter. Relasjonen til gründer og gründerpersonligheten bygges opp og de benytter sine erfaringer og kompetanse for å bidra med både gründer og selskapets utvikling. De er opptatt av velment guiding, stille harde spørsmål, være ærlige i tilbakemeldingene og hjelpe gründer gjennom å gjøre en faktisk jobb eller knytte opp kontakter. Noen er også opptatt av å dele erfaringer fra de har vært gjennom det selv, og gi gründer en forståelse for hva de skal gjennom. Det kan se ut til at mentorrollen spiller en viktig rolle for engleinvestorene i relasjonsbyggingen (Politis 2008).

En metafor som brukes omhandler å «bruke innflytelse i stedet for hammer», og det kan være viktig å stille spørsmål for å få gründer til å forstå, i stedet for å fortelle han/henne hva som er riktig. Her ser vi en tendens til mentorrollen som investor gjerne kan ta på seg når han er i en relasjon med entreprenøren (Fili 2014). Perspektivet belyser også at makten de potensielt har i forhold til videre finansiering kan brukes for å sikre gjennomslag. Det kan altså se ut som om egen tanker om legitimering (Politis 2008) og kontakt med andre investorer, blir et verktøy for kontroll dersom det skal oppstå utfordringer.

Noen sier at de gjerne venter for lenge med å løse utfordringer fordi de ikke ønsker å ta harde valg. Likevel føler man gjerne at man kan bidra mer aktivt til å løse utfordringene som dukker opp, bruke sitt nettverk og mer tid på selskapet. Dette tolkes i lys av den aktive involveringen som gjerne benyttes av engleinvestorer for å håndtere risiko (Politis 2008; Söderblom et al. 2016).

Venturekapitalistens perspektiv

Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes / tilbys dette?

Definisjon av kompetent kapital

Tabell 21 Venturekapitalistens forståelse av kompetent kapital (Definisjon) - resultat og analyse

Eksempelsitater: Forståelsen av kompetent kapital (Definisjon)	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«kompetent kapital må jo være relevant til forvaltningen av den kapitalen og risikoen og det du har her. Så hvis du skal forvalte noen aksjer som er i Statoil, så må du jo ha evne til å være en sånn analytiker. Men hvis du jobber med venturekapital og jobber med den type ting, så må du jo ha kompetansen på tidligfase»</p> <p>«det er på en måte to dimensjoner. Det ene er at man er kompetent som investor, at man forstår at det man gjør er ikke å putte penger i en sparekonto og forvente en avkastning.. det er veldig mye risiko. Virkelig forstå hva som er risikoen. Og da særlig det at.. det at man gjør en investering ofte ikke er nok, at man må også kunne følge opp investeringen i senere runder. Det andre er jo at man kan mye om enten bransjen eller den bedriften i den fasen og kjenner utfordringene og vet alle mulige og holdt på å si nesten umulige løsninger når selskapene kommer i ulike situasjoner»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kompetanse på mennesket og teknologien • Kompetent kapital kjenner utfordringene som kommer • Kompetent kapital er relevant til forvaltning av kapital og risikoen, og kompetanse på tidligfase • Kompetent kapital er de som har gjort det før og som har erfaring som gründer eller fra tidligfaseselskaper • Kompetent kapital dreier seg om å være kompetent som investor og har kunnskap om bransje eller fase • Kompetent kapital er ikke investoren alene, men også nettverket rundt 	<p>Hva man tilbyr (hva man kan/forstår og behersker) Kompetanse og erfaring Risikoforståelse og kunnskap om tidligfaseselskaper Personlig veiledning</p>
<p>«Og når du da sier det med de greiene, så er det jo, en ting er å komme med penga, men poenget er jo hvordan tilfører du, hvilke krav stiller du til kapitalen. Det dummeste du gjør er jo å gi folk 100 millioner uten å stille krav.»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kompetent kapital er å stille krav til pengene man har investert • Fase-, behovs- og situasjonsbetinget 	<p>Hvordan man tilbyr KK Aktiv investering som er avhengig av selskapets fase, situasjon og behov Stiller krav til kapitalen.</p>

Analyse av resultatene avdekker at disse kan deles opp i hva investor tilbyr (hva han kan, behersker og forstår) og hvordan han tilbyr dette.

Hva man tilbyr (hva man kan, behersker og forstår)

Resultatene viser at kompetent kapital handler om hva man kan tilby gründer, gjennom hva investorene kan, forstår og behersker. Hva de kan dreier seg om kompetanse og erfaring, mens forståelse i stor grad omhandler risiko og tidligfaseselskaper.

Investorene drar med seg nettverk, kompetanse og erfaring, og kjenner de utfordringene selskapene måter på, med tilhørende løsninger. Det dreier seg også om å ha gründererfaring fra å ha startet eller jobbet i oppstartsselskaper. Samtidig dreier kompetent kapital seg om å forstå risikoen og hva som skal til for å forvalte pengene på riktig måte. Det å komme med kompetent kapital dreier seg om både om investoren og den erfaringen personen har. Det fremkommer at man må være kompetent både på industri, teknologi og ekteskap, det vil si, kunne veilede på både personlig og forretningsmessig nivå, samt ha gjort dette (tidligfase) i mange år.

Kompetent kapital fra venturekapitalistenes perspektiv dreier seg også om å hjelpe selskapene å prioritere og hva de skal fokusere på. Kompetent kapital dreier seg ikke nødvendigvis om at investor har dybdekompetanse, men et nettverk rundt å spille på. Kompetent kapital kan tolkes som å være en investering i form av human og sosial kapital (Adler & Kwon 2002; Schmidt 2014; SæTRE 2003). Man kan basert på dette knytte en teoretisk linje til personens kompetanse, kapital, kontakter (Schmidt 2014; SæTRE 2003).

Hvordan man tilbyr KK

Venturekapitalistene stiller krav til pengene de investerer. Det er altså ikke en passiv investering, men en aktiv investering der venturekapitalistene foretar målstyring. Venturekapitalistene sier at kompetent kapital er situasjons-, fase- og behovsbetinget, men de styrer via innflytelse. Deres aktive investering vitner om en *forpliktelse* til selskapet (Schmidt 2014; SæTRE 2003), men gjennom å stille krav krever de også en *forpliktelse* fra gründer.

Engleinvestorer og venturekapitalister som kilde til kompetent kapital

Tabell 22 Engleinvestorer og venturekapitalister som kilder til kompetent kapital - resultat og analyse

Eksempelsiter: Engleinvestorer og Venturekapitalister som kilder til KK	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
«Det er sånne som meg som har gjort det i mange år; som har jobbet i industrien, vært gründer selv, jobbet i start-ups, og som har jobbet med mange tidligfaseselskaper som rådgiver eller styremedlem»	<ul style="list-style-type: none"> • Har selv gjort det i mange år og er dermed en kilde • Englene har ofte mer bransjekunnskap 	Erfaringsgrunnlag tilsier at en kan tilby KK

Venturekapitalistene selv er ikke tvil om deres bidrag med aktiv involvering og rådgivning til selskapene er kompetent kapital, men sier gjerne at engleinvestorene har en dypere kunnskap om bransjen, og trekker dermed dem inn når de samarbeider. Venturekapitalister som har erfaring med tidligfaseselskaper eller jobbet med oppstartsselskaper er kilder til kompetent kapital.

Motivasjon for å tilby kompetent kapital

Tabell 23 Venturekapitalistens motivasjon for å søke kompetent kapital

Eksempelsiter: Motivasjon for å tilby KK	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«det er den ekstreme tilfredsheten å være med å skape noe nytt som er fremtidsrettet. Men det hadde ikke hjulpet bare det, men det er også den veldig deilige greia, at gjør du det, så renner det inn penger også får jeg min forhåpentligvis fair andel av det»</p> <p>«Vi forventer at når du er gründer, så vil du jobbe hardt. Hvis du tror at du kan hente penger fra folk og ta det rolig, da har du ikke skjønnt forventningene, da bommer du totalt»</p> <p>«Det er en hel og full dedikasjon til det. Og der må jeg nok si at jeg ser at det er forskjeller. Det er det altså»</p> <p>«Og hva er poenget igjen. Jeg jobber jo for mine egne penger, men jeg skal jo til syvende og sist som (Rolle) prøve å optimalisere avkastningen for disse gutta. Det er jo det jeg blir målt på. Så selv om jeg sier dette her innledningsvis med alle de tingene, så er det det jeg blir målt på. Det er en eneste ting det. Jeg får jo ikke noe penger videre, hvis ikke jeg greier å skaffe penger tilbake. Det er spilleregler det, da må du begynne med noe annet da»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pengene kommer som konsekvens av suksess • Investorene har ett mål og det er å tjene penger for fondet • Forventer full og hel dedikasjon – jobber hardt og skaper avkastning 	Økonomisk avkastning danner grunnlaget for investeringene
<p>«vi driver ikke med kjøp og salg av virksomheter, vi bygger bedrifter, vi skaper industri og vi tar risiko, og det gir meg mening i livet»</p> <p>“Jeg ikke noe stolt av å si det, men jeg er nok mer opptatt at folk klapper for meg og for at jeg tror at jeg er flink og at jeg skaper ting, enn å tjene penger i banken»</p> <p>«(..) det må jo være rett og slett at jeg elsker begynnelser. Altså det er jo utrolig mye.. altså det er mye moro som skjer i en startfase. Alt er nytt, spennende, alt kan skje. Det kan bli én av Norges største suksesser, man kan revolusjonere noe teknologisk. Altså det er egentlig ingenting som.. som har gitt... det er ingen begrensninger som er gitt og man kan jobbe på veldig mange arenaer samtidig»</p> <p>«9 av 10 overraskelser eller nyheter i tidligfase er negative. Noe tar litt lenger tid, det koster litt mer, det er noen personalproblemer. Det er mye som kan gå galt. Men når det går bra, da er det jo utrolig gøy!»</p> <p>«Å bygge et selskap med begrensede ressurser er litt som å dra seg opp etter håret. Med den lille kapitalen selskapet har, må man komme to steg videre. Man forsøker å bygge en kulisser, du setter opp én vegg, én vegg til og så plutselig er det blitt et hus. Da forsterker du det, og så er det blitt et ordentlig solid hus. Det er litt sånn det er»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Motiveres av å skape industri og ta risiko • Motiveres av å være flink • Motiveres av begynnelser • Motiveres av de gangene det går bra og av å bygge • Motiveres av å skape noe nytt og fremtidsrettet og med det kommer pengene 	Personlig motivasjon å få anerkjennelse og være med å skape noe nytt og ta risiko

Økonomisk avkastning danner grunnlaget for investeringene

Det er lite overraskende funn her. Underliggende venturekapitalistenes investeringer ligger en økonomisk motivasjon. Deres jobb er å skape avkastning for eierne, men som en venturekapitalist påpekte, så skapes økonomisk avkastning gjerne gjennom at selskapene får suksess. De forventer at gründer jobber aktivt for å sikre dette når de har mottatt finansiering.

Personlig motivasjon å få anerkjennelse og være med å skape noe nytt og ta risiko

Resultatene viser at venturekapitalistene har personlige motivasjonsfaktorer for å investere i tidligfaseselskaper. Venturekapitalistene sier de i stor grad motiveres av å være med på å bygge og skape noe, og noen nevner spesifikt at han motiveres av og drives av å jobbe med risiko. Det fremkommer av funnene at de synes det er *gøy*. De ønsker å være med på felles verdiskaping sammen med gründer, og noen får en «ekstrem tilfredshet» av å skape noe nytt og fremtidsrettet. Venturekapitalisten påpeker at det er mye moro som kan skje i en startfase og at man må være med å bygge. Egen påvirkning oppleves som det betyr mer i tidligfase. Venturekapitalisten sier også at når ting går bra, så veier det opp for alle skuffelsene.

Venturekapitalisten motiveres også av anerkjennelse og at folk synes han er flink. Venturekapitalistene ser ut til å ha en motivasjon i å ta del i noe stort og å være med på reisen gründeren skal gjennom, og ta en aktiv del i denne. Perspektivet kommuniserer en skapervilje og en iver etter å bygge noe. I dette tilfellet ser vi dermed at selv om venturefonds primære målsetning er eieravkastning, så drives partnerne av en personlig driv og «passion» for selskapene. Det illustreres blant annet av et utsagn gitt av en av venturekapitalistene som poengterer det at de ikke skal lykkes med alle investeringene, men en portefølje, men at dette egentlig da egentlig betyr at man må ha en personlig driv for å holde på med dette.

Skal en tolke disse resultatene, så gjelder altså det *personlige utbyttet* vel så mye for venturekapitalisten som for engleinvestoren. Også disse mottar *psykisk utbytte* av tidligfaseinvesteringer (Mason & Harrison 1996; Mason 2008) og sosiale ressurser mottas gjennom å faktisk ta del i gründerens reise og å få lov til å være med å bidra på denne (Huang & Knight 2017). Dette er interessant fordi tidligere litteratur gjerne ser på de instrumentelle forventningene hos venturekapitalistene og økonomisk avkastning, mens englenes personlige motivasjon kommer mer til syne.

Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?

Verditilførsel

Tabell 24 Investors verditilførsel sett fra venturekapitalistens perspektiv – resultat og analyse

Eksempelsiter: Verdifulførsel	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«så er det mange som sier at ja hvorfor henter du ikke inn 100 millioner, 1 milliard på dette. Altså det er jo ingen problem å gjøre det umulig, hvis du har uendelig tid og uendelig med penger. () Du kan nesten gjøre hva som helst da. Så poenget er jo å få til ting innenfor en definert tidsperiode med riktig porsjon med penger. For hvis du gir for lite så greier du kanskje ikke å komme frem til målet fort nok, og det andre det er jo at hvis du putter for mye penger, så blir de kanskje feite og man bruker pengene feil»</p> <p>«Vi forsøker å bygge en viss struktur i selskapene våre. Ikke at det skal være byråkratisk, men det skal være en proff ramme om aktiviteten. Det betyr ordentlige styremøter. At protokoller sendes ut kort tid etterpå. At ting er ryddig. Så varierer det jo hvor ryddig det faktisk er. Noen er veldig flinke til å holde orden i saksene, mens andre er ganske rotete. Og det er ikke alltid riktig å hamre hjem at orden er det viktigste. For det er det ikke. Det viktigste er å få kunder. Det er viktigere enn at styreferatet er pent.»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aktivt eierskap anses som viktigere enn selve kapitalen. Må stilles krav og være riktig porsjon med kapital • Avtaleinngåelser • Strukturering av selskapene • Styrearbeid, internasjonale forretninger • Målstyring og rådgivning • Holde øye på målet – Exit 	<p>Tilfører verdi gjennom å stille krav til kapitalen og målsetting</p>
<p>«det er jo dette du spør om..verdiskapningen. Jeg vet jo når det er en verdiskapning for foregår og det er jo ikke bare å si... også stiller man krav. Ja men poenget er jo at det må være akkurat riktig porsjon med frykt, akkurat riktig porsjon med motivasjon»</p> <p>«Veldig ofte så er gründere sånne som jobber veldig mye på alle ting, og så er det jo på en måte å finne ut av hvor er det de er spesielt gode og prøve å få de til å fokusere i den retningen. Og.. så prøver jeg å være litt kritisk.»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tilfører verdi gjennom å hjelpe selskapene kartlegge styrker • Tilfører verdi gjennom ris og ros, tilføre motivasjon og skape trygghet • Coaching av CEO rundt organisering og personalproblemer 	<p>Tilfører verdi gjennom å bidra med tillit, trygghet, coaching og motivasjon</p>
<p>«(.) Vi ansetter ledelser, vi motiverer ledelse, vi måler ledere, vi tar av ledere og vi tar beslutninger, vi kommer med balltre, vi kommer med roser og alt mulig sånn»</p> <p>«(...) som venturekapitalist så har du nok litt mere og bedre påvirkning i forhold til det å (...) hente mer kapital til selskapene enn en business angel. Du har rett og slett større løfteevne. Og kapitalen spiller nok mere.. kan du si .. rolle enn kanskje den på en måte påvirkningen man gjør gjennom styrer og annet, men det er () veldig avhengig av caset altså»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ansetter, avsetter og vurderer hele ledergruppen og bistår i rekrutteringsaktiviteter og intervjuer/samtaler styrker • Kober og åpner dører • VCs løfteevne anses som viktigere enn selve rådgivningen, men her er det individuelle forskjeller. • Tilføre verdi gjennom tidligere erfaring, nettverk • Øke selskapsverdi gjennom aktiv involvering 	<p>Tilfører verdi gjennom å gi tilgang på ressurser og øke selskapets kredibilitet</p>
<p>«Vi hjelper for eksempel til med å strukturere salg. Hva slags go-to-market modell skal vi ha? Hvordan skal vi incentivere selgere? Skal salg gå via partnere eller direkte? Hvordan skal vi prise produktene? Og når man begynner å få noe traction, hvordan skal vi justere kursen for at dette skal bli enda bedre?»</p> <p>«Vi tar nesten alltid styreverv. Jeg har vært styreleder i mange start-ups og da er du en veldig aktiv sparringspartner, man bidrar i nesten alle viktige beslutninger. Og de er det mange av i tidlig fase!»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Guiding i forhold til bruk av energi og fokus • Ekstern møtevirksomhet, tolkning av eksterne signaler • Kompetent & aktiv sparringspartner for ledelsen og komme med innspill • Konkurrentanalyser • Kommunikasjon med tredjeparter • Beslutningstaking i tidligfase 	<p>Tilfører verdi gjennom strategisk rådgivning og bidrag med fokus og guiding</p>

Tilfører verdi gjennom å stille krav til kapitalen og målsetting

Venturekapitalistene stiller krav til kapitalen de kommer med og foretar målstyring og holder øyet med målet – som er en suksessfull exit Dette sier venturekapitalisten at er fordi man må få det til med riktig porsjon penger, ikke for mye og ikke for lite. De deltar også i kontraktsutarbeidelser. Tendensen er at de tar styreverv og er med på beslutningstaking i tidligfase. De hjelper gründer med å prioritere og kan i så måte sies å bidra til det Fili og Grünberg (2016) kaller «structuring processes» og «monitering» (Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008; Politis 2008). De bidrar her med sin egen erfaring og deltar i styrearbeid og er med på å sikre fokus, hvilket bekreftes i tidligere teori (Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008). Slik resultatene tolkes kan denne type verdifulførsel i stor grad gjennomføres gjennom *tilsyn og monitorering* (Politis 2008).

Tilfører verdi gjennom å bidra med tillit, trygghet, coaching og motivasjon

Venturekapitalistene jobber med å motivere gründer for at han skal prestere og skape tillit og trygghet, og coacher gjerne gründer i forbindelse med organisering og personalproblemer. Venturekapitalisten mener dette handler

om riktig dose frykt og motivasjon, og at det er viktig å stille krav og ha respekt. Venturekapitalisten forsøker å veilede gründer på hvor hans skal bruke energien sin og ser i stor grad ut til å være en støttespiller, og har også i så måte en rolle som *mentor* (Fili 2014; Hellmann & Puri 2002; Large & Muegge 2008; Politis 2008). Perspektivet illustrerer at venturekapitalisten forventer å ha ulike roller basert på ulike settinger, men å kunne rådgi og komme med innspill, samt finne hull, kartlegge styrker og guide gründerens fokus. I så måte balanserer også her rollen mellom å være mentor og investor (Fili 2014).

Tilfører verdi gjennom å gi tilgang på ressurser og øke selskapets kredibilitet

Resultatene viser at venturekapitalistene er med både aktive og passive i sin måte å øke selskapets tilgang på ressurser. Venturekapitalistene tilfører verdi gjennom å jobbe med ledelsen i selskapet, gjennom å vurdere, avsette og rekruttere nye ledere, samtidig som de måler lederne på innsatsen de gjør. På den måten henter de inn ekstern human kapital til virksomheten. Rekruttering av toppledelse, bekreftes også i tidligere teori (Bottazzi et al. 2008).

De er også involvert i videre finansieringsprosesser og har henter ny kapital. Venturekapitalistene tilfører også verdi gjennom å gjøre konkurrentanalyser og se om det er eventuelle forretningsmuligheter for selskapet, samt i forbindelse med prising og salg.

Venturekapitalisten mener han gjerne har en større løfteevne enn en engleinvestor, og at kapitalen for noen selskaper kanskje spiller en viktigere rolle enn det arbeidet de gjør gjennom styret. Denne legitimeringen er støttet i tidligere forskning (Björgum & Sørheim 2015; Large & Muegge 2008). Andre mener kompetansen og det aktive eierskapet er en viktig verdi de tilfører selskapet, og vitner om at de er forpliktet (Schmidt 2014; SæTRE 2003). Venturekapitalisten sier han spiller på kompetansen rundt seg og ikke nødvendigvis skal sitte med all kunnskap selv, men ha folk rundt seg i nettverket som man kan spørre. I så måte ser vi at venturekapitalisten i stor grad spiller på sin sosiale kapital (Adler & Kwon 2002; Politis 2008), og bidrar med *ressursinnhenting*.

Tilfører verdi gjennom strategisk rådgivning og bidrag med fokus og guiding

Venturekapitalister bidrar også med å finne riktig businessmodell og bidrar på *strategisk nivå* (Large & Muegge 2008) og med viktige beslutninger, særlig i tidligfase (Fili & Grünberg 2016). Her kan det se ut til at venturekapitalistene i større grad involverer seg gjennom innflytelse (Gomez-Mejia et al. 1990). Noen av venturekapitalistene deltar i kundemøter for å tolke signalene fra tredjeparter, da gründerne ikke nødvendigvis alltid forstår disse. Andre er mindre involvert i kundemøtene. Venturekapitalister bidrar også med nye lokaler og signerer gjerne på vegne av selskapene, og er dermed involvert i forretningsmessige formaliteter mot tredjeparter. De jobber med etableringer i utlandet. De er en kompetent sparringspartner for ledelsen og bidrar med fokus og guiding. De er ikke operasjonelt involvert i virksomheten.

Relasjon og Involvering i utveksling av kompetent kapital

Tabell 25 Opplevelse av involvering - sett fra venturekapitalistens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter: Opplevelse av involvering	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«(...) du skal jo bygge opp bedrifter som har kompetansen selv. For vi skal jo trekke oss ut. Så du kan jo si at vi må jo trekke av navlestrengen, men hvis en av teammedlemmene de sitter inne i magen til mora, så blir jo det feil. For poenget vårt det er jo nettopp at vi jobber strategisk, men det betyr jo ikke at vi ikke kan jobbe aktivt»</p> <p>«vi driver bare aktiv involvering. (...) men dette er viktig: Vi er ALDRI med i operativ drift. Og vi skal aldri være med i operativ drift.»</p> <p>«(...) vi har jo flere.. særlig business angels inn og de.. de ønsker vi selvfølgelig et veldig godt forhold til, og det vi må finne ut av er jo fort en veldig klar.. kall det gjerne en arbeidsdeling da, som sier at business angelene har jo ofte da bedre kunnskap om bransjen og og kan spille mer en sånn, litt sånn positiv rolle, oppbyggende rolle, aktiv rolle, mens vi da kan ta en litt mer sånn bad cop rolle og være der med kapital og struktur på en helt annen måte. Og det () det kan være en veldig fin arbeidsdeling, og i de riktige tilfellene så har det fungert veldig godt, det har det»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • VCene involverer seg aktivt, men ikke inn i operativ drift. Viktig at de ikke blir involvert i selskapets daglige drift når de skal trekke seg ut • Forsøker å være proaktive i sin involvering, men må prioritere basert på situasjon, behov og fase, selskap og risiko • Formelle på styrerelatert arbeid og når det nærmer seg kriser, • Opptatt av struktur, styremøte, referater, beslutninger • Opptatt av formaliteter, men ikke på bekostning av salg 	<p style="text-align: center;">Aktiv involvering på strategisk nivå</p>
<p>«Styrearbeid er jo ekstremt viktig. Men vi må ikke alltid ha styreledern, men jeg må ha nok innflytelse slik at vi kan gjøre direction.. (...) Dette har noe med kontroll å gjøre, men du behøver ikke å ha det alene. Hvis du sammen med de andre har det, og da har du innflytelse. For da er det eierne og generalforsamlingen som stiller krav. Men styret () som er da ansatt av generalforsamlingen, de må gjøre det beste med styret, men når det er generalforsamling, så gjør du bare det som er bra for deg sjæl, og da er det jo makta som rå»</p> <p>«Som venturekapitalist så er det på en måte rådene og beslutningene mine de må få, da må jeg si, «ok, dette var en dårlig plan. Kom tilbake med en ny og bedre plan». Men jeg setter... noen ganger så setter jeg med ned også å jobber litt sammen, men det er mye mer at jeg ber noen om å gjøre noe og komme tilbake med noe som er bedre»</p> <p>«I [selskap] var vi den første profesjonelle investoren. Det første året var vi alene. Så fikk vi med oss et fond til og nå har det kommet inn ytterligere investorer som er større enn oss, dvs. de har investert mye mer enn oss. Da er det naturlig at vi sitter litt lenger bak i bussen. Det har gått fra å prate med ledelsen hver dag til annenhver uke og i styremøter»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Har nesten alltid styreverv • Involverer seg på basis av rådgivning og beslutningstaking • Opptatt av å ha innflytelse i involveringen, enten alene eller sammen med andre. Belager seg på eierskapsprosent. • Grad av involvering avhenger om de er største investor eller ikke • Kommunikasjon på daglig basis i tidligfase, sjeldnere når selskapet har utviklet seg blir det mindre 	<p style="text-align: center;">Styrerepresentasjon og beslutningsnivå</p>
<p>«du må ha evnen til å være far, og bror og sønn i samme greia og du må være villig til å blande blod, men du må jo ikke ha den relasjonen så nær at ikke du kan fjerne han.. (...), men du være forutsigbar på spillereglene. Ledern () det har med respekt, det har med profesjonalitet, det har med spilleregler og alt mulig sånn»</p> <p>«Noen blir jo litt redde fordi, i en setting så da kan de se meg danse på bordet i beruset tilstand med gullkjede og motorsykkkeljakke, også plutselig ser de meg i hvit skjorte med slips i et styrom med veldig tøffe beslutninger, også sier de «faen, er dette samme person? Kan vi stole på han liksom?». Ja, selvfølgelig kan du gjøre det, det er to vidt forskjellige settinger»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Profesjonell relasjon i det formelle, men uformell omgang • Tilpasser seg gründer • Personlig kjemi er viktig, man blir godt kjent • Opptatt av at gründer er seg selv, jovial (Genuinitet), ærlighet • Levering på plan de har solgt inn og når målene sine, og at de har forståelse for marked og salg 	<p style="text-align: center;">Profesjonalitet i relasjonen og forutsigbarhet, men uformell omgang</p>

Aktiv involvering på strategisk og beslutningsnivå

Venturekapitalistene er ikke med i operativ drift. Perspektivet belyser et mål om å trekke seg ut, og sier at det dermed ikke er hensiktsmessig at et av teammedlemmene involverer seg og blir en del av virksomheten da de skal trekke seg ut etter hvert. De forsøker å være proaktive, men må gjerne prioritere å involvere seg der det brenner. De involverer seg gjerne som sparringspartner, støtte for ledelsen og kontakt som eier. De har gjerne mer kontakt med selskapene i tidligfase, men dette blir mindre og mindre ettersom selskapet utvikler seg, noe som igjen vitner om et større behov for de sosiale ressursene i tidligfase (Huang & Knight 2017). De er dermed aktivt involvert på strategisk nivå. De er opptatt av at det formelle er på plass i forbindelse med for eksempel styremøter og at selskapene har en viss form for struktur. Det viktigste er dog at selskapet fokuserer på å selge.

Venturekapitalisten tilpasser seg de ulike selskapene, og involverer seg på bakgrunn av behov og fasene selskapene befinner seg i. Derfor tilfører venturekapitalisten ulik verdi til ulike selskaper. Graden av involvering skildres som situasjonsbetinget, og avhenger av risikobildet og selskapets fase. De tar gjerne i et tak der hvor

krisen er eller som krever ekstra oppfølging. Da må de andre selskapene vente. Der hvor selskapene har et fullt team kan involveringen gjerne være mer «hands off», mens i andre må de være mer aktive. Dette bekreftes i tidligere forskning, som påpeker at investors involvering og utøvelse av innflytelse avhenger av troen på selskapets team og krisehåndtering (Gomez-Mejia et al. 1990; Knockaert & Vanacker 2013).

Venturekapitalistene kan ha en rollefordeling med andre investorer, der de tar den strategiske «bad cop» rollen, mens andre spiller en litt snillere rolle.

Styrerepresentasjon og beslutningsnivå

Venturekapitalistene involverer seg gjennom styrerepresentasjon og på beslutningsnivå. Som styreleder har personen et større ansvar og er mer involvert i forbindelse med oppfølging og er gjerne førstekontakt til ledelsen. Venturekapitalisten er en sparringspartner og har gjerne en formell rolle som styremedlem eller styreleder. Som styremedlem har man mindre ansvar.

Hyppigheten på kontakt varierer også med fasene på selskapene, der det er mer kontakt i starten før selskapet har fått kunder, men har hentet mye penger og skal begynne løpet enn i selskapene. Dersom det kommer inn en ny og større investor, trekker man også seg gjerne litt «bak i bussen». Grad av oppfølging øker når selskapet skal «gi gass». Venturekapitalistene er opptatt av innflytelse i relasjonen, men kan ha denne enten alene eller sammen med andre gjennom eierskap.

Profesjonalitet i relasjonen og forutsigbarhet

Venturekapitalistene skildrer i stor grad relasjonen med gründer som en relasjon preget av respekt og profesjonalitet. De anser ikke gründer som en venn, men er opptatt av å kunne snakke om andre ting enn business-relaterte ting og opparbeide seg tillit gjennom jevnlig kontakt. De blir godt kjent. Det kan se ut som de er opptatt av å ha personlig kjemi og at hvordan man forholder seg må tilpasses gründer. De er opptatt av at gründer er seg selv og er jovial. Spesielt nevnes også at han skal være ordentlig og rederlig og ikke lure dem.

Venturekapitalisten er opptatt av å ikke bli oppfattet som farlig, men at han har autoritet og at gründer har respekt for dette. Samtidig kan venturekapitalisten i andre settingen være en morsom person og ikke lenger den formelle de møter i styremøter. De ønsker å skape en atmosfære hvor venturekapitalisten ikke oppfattes som «drittsekk», og poengterer at noen tenker at jo større «drittsekk» du er, dess bedre styremedlem er du. De vil gjerne at gründer skal prestere. Venturekapitalisten kan også ta direkte kontakt med andre i organisasjonen for å komme med innspill og hjelpe selskapet som bidragsyter. De er også opptatt av å være en motivator. Det kan se ut til at venturekapitalisten selv forventer å bidra på et personlig, men profesjonelt nivå, og igjen ser vi at det er mindre emosjonell tilknytning å skimte hos venturekapitalisten (Huang & Knight 2017).

Perspektivet belyser at forventninger til gründer omhandler at han når målene sine. Det forventes også at gründer har en full og hel dedikasjon og at gründer leverer på planen som er solgt inn. Oppfyllelse av krav varierer. Det forventes at prosjektet gir en avkastning og at noen på teamet har markedsforståelse og kan selge. De er opptatt av at gründer har en profesjonell tilnærming til arbeidet fremover. Det ser i stor grad ut til at venturekapitalisten

har instrumentelle og emosjonelle forventninger til entreprenøren (Huang & Knight 2017), der sistnevnte omhandler å gjøre en innsats som gagnar investoren.

Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan løses disse?

Potensielle utfordringer

Tabell 26 Utfordringer sett fra venturekapitalistens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter – utfordringer	Resultater – 1 ^o orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>Utfordring i tidligfase/involvering og relasjon</p> <p>«Det er for tidlig å trekke konklusjoner ofte. Det eneste vi kan si er: selskapet klarer ikke budsjettet, de selger for mye mindre, og det er tydelig at det koster mye mer å drive det. Og da har du på en måte 3 valg: er det produktet, eller er det organisasjonen, daglig ledelsen, eller er det pris»</p> <p>Utfordringer med gründer</p> <p>«Jeg har et annet eksempel på det (selskapet), jeg er i jo styreleder i (selskap), og tok det på børs. Og der var det jo sånn at (person), som er en av de raste gründerne som jeg har vært, jobbet sammen med. Han startet jo det første styremøtet jeg var styreleder, med å si, spørre lederne sine – hvor har du gjort av pengene mine, hvor har du gjort av.. så sa jeg at «hva i all verden er dette her forno a», og så sa jeg at jeg tror du har misforstått. Også var det et langt flott bord med sånn, også sa jeg at «unnskyld, da stopper vi. Vi er ikke interessert som styre å sitte og høre en administrerende direktør i styremøte sitte å utspørre sine administrerende direktører. Vi er her for å få en rapport og få vite hvor selskapet står fra administrerende direktør, så være snill å rapportere der». Og ble han hvit og grønn i trynet, for det var også en.. kvinnelig.. du vet at mange av gutta er jo.. de blir litt annen stemning i rommet når man skal kjekke seg ogsånn da, men det spiller ingen rolle. Han gjorde akkurat det motsatte av (person), så han ble rød og hvit i ansiktet og så rundt seg, men så skjønte han jo plutselig at han var tjent med å følge de spillereglene. Så (person), han gikk opp på tavla og etter det var det aldri noe problem. Han var proff nok til å forstå det, og alle analyser sa at (Selskap) aldri ville greid å overleve.»</p> <p>«(...) jeg vil gjerne vite hvorfor man har landet på det, og da må man på en måte borre inn og få de.. altså få opp alle tilvare og liksom alt.. men i styremøtene skal gründern da helst på en måte være veldig tydelig og klar og ta ansvar og () liksom eie budsjettet og vise at dette her har de selvtilitt på da. Men det er klart det... og noen er flinke noen har god () selvtilitt og () reell selvtilitt, men det er veldig mange som spiller selvsikker og det liker jeg ikke. Og tror at vi.. vi vil høre den selvsikre varianten. Og, og det er klart.. altså man.. man blir blendet av selvsikkerhet. Altså kommer det en og sier «jeg skal selge for 100 millioner kroner» ikke sant, og så kommer jeg litt forsiktig og sier «realistisk så er det 5», liksom.. «hæ, 5 det er jo ingenting? Han der der, han sier 100 millioner» det går han for. Men jeg vet jo at han på 100 antakelig bløffer i gåseøyne, ikke sant og det er.. (). nei det er litt vrient det der.»</p> <p>«Som investor så sitter du hele tiden og er skeptisk, så det blir en helt annen.. () altså.. «ja jeg hører hva du sier liksom, men jeg er ikke.. for meg så er ikke dette her liksom og..» og gründerne de er pitchekonkur...altså de er i et positivt miljø, det er liksom... det er discomusikk og det er events og det er networking og det er grusomt morsomt, og altså jeg har en morsom jobb, men.. men jeg har også veldig mye ubehagelige ting i jobben min. Altså jeg () må stå til rette ovenfor aksjonærene i fondet og de sitter i.. og de er ikke opptatt av om vi lykkes med å få til en musikkjeneste på nett, de ser bare på avkastning på kapitalen sin. Og jeg må ta stilling til hvordan jeg skal bli kvitt to ansatte, så jeg føler på en måte at jeg.. jeg har en annen jobb som kanskje ikke de helt ser.. og jeg må ta valgene»</p> <p>«vi er jo opptatt av.. altså et.. som en gründer/entreprenør så må du liksom være ganske sånn viljesterk og ha drive, og du må.. du må kunne liksom ha et syn og ha () standpunkter og liksom mene noe. Og så er du helt sånn blad i vinden som ikke har noen egne oppfatninger og liksom «ja, når dere sier det, så gjør jeg det sånn», altså det er vi litt sånn.. det er vi var på. Du må liksom... du må ha punch og ha trøkk selv liksom. Men så er det jo noen hvor det går over i å være at du er helt supersta og helt umulig å påvirke. Altså vi.. () det kan () altså det som mange bruker er vel at du er coachable, altså du må.. () du må være åpen for å få råd og input da. Og den derre.. det er jo ofte en sånn fin balanse med å være viljesterk og liksom ville ha det på din måte, og også å kunne lytte til gode råd. Det er ikke alltid så lett å avdekke i en sånn investeringsprosess at liksom, hvor er du liksom akkurat på den skalaen. Fordi liksom du ... så man kan jo egentlig være ganske uenig om ting da () men altså som regel så løser det seg sånn nogenlunde ved å prate med folk, så da må man prate sammen»</p> <p>Egne utfordringer</p> <p>«Det er jo dritvanskelig, Dritvanskelig det. Ja det er ikke noe balansering, det er bare at jeg vet jo at jeg må performe. Men det vi begynte med først da, det var jo at jeg skrøt av mine andre milliardærvener. De jobber bare for seg selv. Jeg må jo sørge for å få pengene først tilbake igjen til aksjonærene. Og når de får det, så får jeg penger ikke sant. Så det er jo litt av greia da»</p> <p>« (...) tid er kanskje den største. Ha nok tid. Fordi vi () vi porsjonerer tiden ut fra behov. Det betyr at vi må, hvis det er mye ting som er utfordrende i en del av porteføljen, så bruker vi veldig mye tid der. Da er det tilsvarende mindre tilgjengelig andre steder. Og vi klarer ikke å booke kalenderne perfekt. Altså bare det å få styrekablene til å gå opp er mer enn nok en utfordring. Altså det er, det er... og da selvsagt også det å.. over tid så kjenner man jo selskapene godt, men særlig i begynnelsen så bruker man jo tid på å bli godt kjent, så da () er det lett fra en annen å på en måte bare hoppe inn.. ok nå er det det selskapet, det driver i den bransjen, der var det liksom... men det der, den kontekst-switchingen, den kan være.. den kan være røff»</p> <p>Risiko</p> <p>«Også er det noen som velger da å være så eksponert som vi er, men.. og det som da er problemet ikke sant, når ting tar lenger tid, så har man en tendens til å ha en kostnadsbase som er der, men når inntektene kommer senere, så slipper du opp for kapital, og så må vi skaffe den kapitalen. Og så har du jo ikke en million investorer i Norge da som er villig til å stille opp på dette her da ikke sant. Det er problemet. Vi har (ANTALL) private eiere vi, ingen statlig kapital her. Bare blodpenger, bare.. nei det er ikke blodpenger. Det er noen som til og med sier «fy faen det der dere holder på med er så jævlig bra. Jeg er ikke sikker på om jeg får tilbake pengene, men jeg vil være med på det»</p> <p>«det er flere i fondet vårt som vi da hadde avskrevet for 2 år siden, som har kommet tilbake som stjerner. Og det har også vært en tidlig stjerne som er et kjettemproblem nå (...) det er en vurdering og på sviktende informasjon. Du har ikke full informasjon. Men du... og du må ta en del på en kvalifisert magesfølelse, det nytter ikke ... du får ikke objektive svar på det altså»</p> <p>«vi driver altså ikke med gambling, vi driver ikke med lotto, men.. så det er veldig viktig å forstå risikoen. Når du jobber tidligfase venture capital, så gjør du due diligencen feil, for du må gjøre alle de kommersielle og tekniske tingene, men du må jo forstå risikoen, og risikoen er jo ofte knyttet til gjennomføringsevnen hos den personen som skal gjøre jobben, og hvis han har tenkt til å bli et annet kjønn eller han blir fratatt muligheten til å drive virksomheten sin, så er det jo ikke noe moro, eller da er det jo ikke noe igjen»</p> <p>«Du må bygge et robust team. Slik at hvis én får en murstein i hodet, så er ikke alt borte»</p>	<p>Utfordring i tidligfase/involvering og relasjon</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utfordring knyttet til prioritering av selskaper • Ting tar lenger tid enn forventet • Utfordringer knyttet til mangel på innflytelse (makt) • Opplevd negativ avhengighetsforhold – for tett relasjon som hindrer profesjonelle beslutninger • Kommunikasjonsutfordringer ift. språk og forståelse • Strategiske uenigheter • Ulik tilknytning til prosjektet • Overdreven positivitet i gründeres rapportering • Personalproblemer <p>Utfordringer med gründer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Manglende ledererfaring og konflikthåndtering • Kontrollbehov • Livsfaser / -valg som får konsekvenser for selskapet • Gründeres personlighet og emosjonelle reaksjoner • Tilbakeholder informasjon eller lyver • Rollespill og selvtilitt • Mangel på samarbeidsvilje • Lav arbeidsmoral og liten grad av fleksibilitet eller omvendt – jobber hele tiden • Forstår ikke signaler fra eksterne parter • Opptrer i et positivt miljø og har forbilder som fører til overdreven naivitet / positivitet • Forståelse og mottak av kritikk • Likegyldighet <p>Egne utfordringer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fondets vs. egne interesser / motivasjoner • Insider vs. outsider – balansering av roller • Grad av involvering • Må prestere • Finne riktig investeringsobjekt • Kontekstswitching • Følelsesmessig engasjement <p>Risiko</p> <ul style="list-style-type: none"> • Knyttet til gründer og organisasjonens sårbarhet • Tidsperspektiv • Kapitalbehov, likviditet - utvanning • Ikke full informasjon og black Swan problematikk • Nok privat kapital • Risiko knyttet til selskapet (Produktorisiko, Teknologirisiko, Organisasjonsrisiko, fase, marked, konkurranse) 	<p>Utfordringer knyttet til mangel på informasjon, finne riktig investeringsobjekt og ulik målsetting</p> <p>Utfordringer knyttet til gründeres erfaring med kompetent kapital og VC-kapital, samt distanse i relasjonen</p> <p>Utfordringer knyttet til bruk av tid, selskapets kapitalbehov og tilgang på private investorer</p> <p>Utfordringer knyttet til avhengighet av gründeres gjennomføringsevne, livsalg og selskapets utfordringer</p>

Utfordringer knyttet til mangel på informasjon, finne riktig investeringsobjekt og ulik målsetting

Perspektivet belyser utfordringer knyttet til at investorene tar beslutninger på begrenset informasjon på en «kvalifisert magefølelse». I denne perioden er det også et spørsmål om selskapets likviditet og annen black swan problematikk, ting investorene ikke har tenkt på. I senere faser kan det også dreie seg om kommunikasjonsutfordringer som kan skyldes utydelighet hos gründer eller en misforståelse. Det kan være vanskelig å vite om gründer faktisk er ærlig eller om han faktisk har tolket en situasjon annerledes enn investor, og dermed kan det for venturekapitalisten være vanskelig å vite i etterkant om det var en løgn eller en ren misforståelse. Investorene ser ut til å oppleve en overdreven positivitet fra gründerens side, og at de av og til opptrer både selvsikkert og maler et rosenrødt bilde av situasjonene de møter på. De opplever også at gründer kan tilbakeholde informasjon. Sett i lys av tidligere teori på emnet, ser man at venturekapitalistene opplever utfordringer på bakgrunn av informasjonsasymmetri, som fører til agent-problematikk i forhold til skjulte handlinger (Jensen & Meckling 1976). Perspektivet skildrer også utfordringer knyttet til det faktum at de avdekker problemer med gründer i etterkant av investeringen som kan ha vært vanskelig å avdekke i screeningsprosessen. Det er også utfordrende å finne riktig investeringsobjekt og det er gjerne konkurranse om disse. *Uheldig seleksjon* er dermed også en utfordring som venturekapitalistene står ovenfor.

Andre utfordringer venturekapitalistene kan oppleve gjelder strategiske uenigheter med gründer, da de av og til må ta beslutninger som kan gå utover gründerens forhold til selskapet eller «babyen sin». De opplever at entreprenøren har en helt annen emosjonell tilknytning til prosjektet. Beslutningene kan rett og slett relateres til ulike interesser eller målsetting, altså målkonflikt (f.eks. Hellmann & Puri 2002; Sapienza et al. 2000). Denne typen utfordring kan også møte venturekapitalistenes person, som kan ha en personlig motivasjon som står i konflikt med fondets mål om avkastning (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Det kan gjøre at de befinner seg i en konfliktsituasjon, der egen motivasjon må vike for fondets beste interesser. Dette er et klassisk eksempel på målkonflikt og viser at selv om det er god personkemi mellom investor og selskap, så er det ikke nødvendigvis investorens beslutning å gå en annen vei enn selskapet. På bakgrunn av egne plikter, blir han nødt til å presse frem beslutninger som heller ikke nødvendigvis er i hans egen interesse. Derfor opplever venturekapitalistene både denne type «konflikt» internt i egen organisasjon i tillegg til de strategiske uenighetene med gründer.

De kan også oppleve at gründer kommer inn med helt andre forventninger om hvordan selskapet og relasjonen skal være, enn hva som venturekapitalistene karakteriserer som «spilleregler». *Agentteoretiske utfordringer* er tydelige.

Utfordringer knyttet til gründerens manglende erfaring med kompetent kapital og VC-kapital, samt distanse i relasjonen

Det avdekkes utfordringer i relasjonen med gründer, tilknyttet *relasjonsstyring*. Utfordringene venturekapitalistene står ovenfor, kan også dreie seg om mangel på innflytelse og makt til å gjøre endringer. Det kan se ut til at det er kommunikasjonsutfordringer rundt at gründer ikke føler seg forstått, fordi venturekapitalistene gjerne bruker andre ord enn dem selv når de snakker om produktene og tjenestene.

Det oppleves en del utfordringer relatert til gründerpersonligheten generelt. Når det gjelder utfordringer knyttet til gründer, handler dette om personens manglende evne til å lede når organisasjonen vokser eller vansker med å håndtere interne konflikter. Ofte møter investorene på personalproblemer internt i organisasjonen. Det kan også dreie seg om personens arbeidsmoral, og hvis personen er vant til en 8-16 jobb og norsk feriekultur og manglende fleksibilitet.

Utfordringer ved gründer er også knyttet til egenskaper som stahet, mangel av samarbeidsvilje eller at han lyver. Noen er også likegyldige, og drar nytte av pengene de har fått av investorene, og er naturligvis da ikke kandidater for nye investeringer fra disse.

Perspektivet belyser også at gründeres emosjonelle reaksjoner i ulike situasjoner, kan gjøre det vanskelig å jobbe med personen. Det kan også dreie seg om personens evne til å ta til seg kritikk. Gründere kan bli blendet av visjonære ledere som har lyktes uten å gi fra seg kontroll. Utfordring rettes også til gründeres manglende forståelse av jobben til en venturekapitalist som i bunn og grunn er å maksimere avkastning. Det ser her ut til at det er eksternt miljø og påvirkningsfaktorer som spiller inn her, fordi gründere gjerne opererer i positive miljøer. Noen gründere har også en tendens til å utstråle en selvtillit og positivitet/naivitet, som ikke alltid bærer preg av realisme.

Investorene kan oppleve en utfordring mellom det å ha en personlig relasjon og være brysk med gründer i et styremøte. Perspektivet belyser at det kan være utfordrende å balansere rollen mellom å være en investor som jobber for avkastning og en person som er i relasjon med gründerne. Selv om teorien skildrer denne typen rollekonflikt som utfordrende for engleinvestorer og forhold mellom å mentorere og monitorere, ser man her noe av samme tendensen til en type rollekonflikt (Fili 2014). Det samme gjelder hvis investor har veldig troen på et prosjekt og gründerne, men fondets partnere ikke er enige. Det henger også sammen med grad av følelsesmessig engasjement. Samtidig viser perspektivet at en for tett relasjon med gründer danner grobunn for hva som kalles «det negative avhengighetsforholdet» som vil si at man er såpass involvert og godt kjent med et investeringsobjekt at man ikke har mulighet til å foreta en beslutning fra en profesjonell synsvinkel.

En annen utfordring venturekapitalisten skildrer dreier seg om rolle i nye finansieringsrunder. Gjerne opplever han da å gå fra være *insider* til *outsider*, fordi målsettingen kan være noe ulik. Denne balansegangen kan være utfordrende for relasjonen. Noen av investorene opplever også utfordringer i forhold til grad av involvering, da de kanskje gjerne vil være personlig engasjert, men som venturekapitalist er avhengig av et beslutningsdokument og ofte kun være involvert for å ta større beslutninger.

Utfordringer knyttet til bruk av tid, selskapets kapitalbehov og tilgang på private investorer

Investorene møter på utfordringer i involvering som i hovedsak er knyttet til tidligfase og risiko som naturlig forekommer der. Det kan også være utfordrende med kontekstswitching, særlig i startfasen, når man ikke har blitt skikkelig kjent med selskapene. Venturekapitalistene porsjonerer tiden sin ut fra behov, og vil dermed måtte legge noen selskaper til side når noen krever mer oppfølging. Utfordringen ligger i prioritering av selskapene, et kapitalbehov som kan føre til utvanning ved mangel av oppfølgingskapital og at ting tar lenger tid. Selskaper i

denne fasen er lite likvide og det knyttes risiko til dette. Samtidig opplever de en utfordring med å finne nok private investorer i Norge som er villig til å ta denne risikoen.

Det er dermed evident at venturekapitalistene også står ovenfor utfordringer i forhold til *ressursbegrensninger*.

Utfordringer knyttet til avhengighet av gründers gjennomføringsevne, livsvalg og selskapets utfordringer

Resultatene viser også at *ressursavhengigheten* påvirker venturekapitalistene. På lik linje som gründer er avhengig av kapital, er venturekapitalistene avhengig av gründers dedikasjon til prosjektet og deres gjennomføringsevne. Gründer kan også foreta livsvalg eller gjennomgå livsfaser, som gjør at det til tider kan være utfordrende. Selv om risikobildet ikke er jevnt fordelt (Gomez-Mejia et al. 1990), ser man likevel at venturekapitalistene er avhengig av gründers prestasjoner i tidligste fase. Lederen kan snuble eller gründer kan foreta livsvalg som de ikke avdekket i due diligencen, fordi de av og til glemmer å ta due diligence på menneskene. Det fremkommer av resultatene at gründernes livsvalg kan ha fatale konsekvenser, nettopp fordi selskapet er veldig sårbart i denne fasen. Selskapets suksess belager seg da på gründer i større grad i tidligfase enn senere når man får en større organisasjon på plass. Perspektivet belyser også utfordringer knyttet til selskapets utfordringer, slik som marked, produkt og teknologi.

Ressursavhengigheten ser altså ut til å kunne gå begge veier.

(Fortsetter på neste side)

Reduksjon av utfordringer

Tabell 27 Reduksjon av utfordringer - sett fra venturekapitalistens perspektiv - resultat og analyse

Eksempelsiter: Reduksjon av utfordringer	Resultater – 1 st orden konsepter (oppsummering av funn)	Analyse – 2. orden tematikk (induktiv og deduktiv)
<p>«du må jo følge de formelle tingene og være formelt korrekt. Og det er jo () da sier jeg at du må følge det formelle, men så må du jo prøve å forklare da. For poenget er jo at det hjelper jo ikke å dytte formelle vedtak og nedover i huet på ting, () du er avhengig av å få feedback og samarbeid og de tingene. Det er jo hele greia»</p> <p>. «(...)det negative avhengighetsforholdet (...) derfor så må du jo ikke komme i en... Jeg skal gi deg noen eksempler på hva du ikke skal gjøre da: Ikke invester andre investeringer med han. Ikke selg bilen din til han. Ikke ha felles båt med han. Ikke vær nabo med han på hytta. Skjønner du? Det vil i alle fall ikke jeg anbefale»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Forutsigbarhet (Være klar på spilleregler, slik at gründer vet hva han/hun har å forholde seg til) - Tydeliggjøre formelle aspekter • Distansering (Ikke ha for tett forhold til gründer, da blir det vanskelig å ta harde beslutninger, særlig ift. avsettelse) • Ikke-emosjonell tilknytning til selskapet og kan ikke ha for tett relasjon, er forutsigbar på spillereglene 	<p>Mål- og forventningsavklaring</p>
<p>«Men jeg tror jo det at man får det beste ut av mennesker ved å ha respekt for andre mennesker og ha en gjensidighet. Ikke være arrogant og behandle mennesker dårlig, men å prøve å være fair og prøve å få folk til å forstå at man skaper et samarbeid og at man har ulike roller. Det er jeg jævlig opptatt av»</p> <p>«Så det er jeg ikke så god på. Så er det jo sånn at når jeg merker at noen må behandles pent, så sitter jeg jo ikke og hakker på de lederne, da klapper jeg på bordet og sier, du er flink, nå må du tro på deg sjæl, dette får vi til, jeg kommer med penger»</p> <p>«jeg prøver å bevare nettopp det at vi kan prate og () oppfordre gründerne til å komme med, holdt på å si, tvil og ulike scenarier»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Opptre profesjonelt, og ledelsen må vite at autoriteten ligger hos VC • Bli kjent med gründer (hvem er det man har med å gjøre) • Personlige evner (ha en psykisk og formell evne til å takle det uforutsette) • Bygge tillit (for å gjøre det enklere for gründer å være åpen og ærlig) og kommunisere • Rådgivning (veilede gründer) • Motivere (så gründer performer) • Opparbeide tillit gjennom jevnlig kontakt og skape lav terskel for å si hva som skjer og skape en atmosfære hvor man ikke oppfattes som drittsekk • Opptre profesjonelt, men ikke vise makt på en negativ måte, vil ha det beste ut av gründer • Skape trygghet og selvtillit • Ikke kompliserte term sheets, mener American VC dreper motivasjon og gründerlyst • Gründerens personlighet må hensyntas i relasjonen • Opptatt av å være sparringspartner, styreleder, Investor, Sjefen til sjefen (som ikke er det), Motivator, rådgiver, støtte og hjelpe selskapet som bidragsyter 	<p>Hensyntar gründerens personlighet og bygger tillit</p>
<p>«problemet er jo at du må finne en balansegangen og motivasjonen mellom gründeren og de som er i selskapet. Og så har jeg fortalt deg at vi ansetter folk, men jeg prøver å gjøre det enkelt jeg. Prøver å få til en sunn relasjon mellom styret og administrasjon, og vi ønsker jo det er jo viktig å få med da på slutten. Det er jo at vi ønsker at gutta og de som leder, de må være incentivert. De må enten ha kjøpt aksjer eller ha opsjonspakker for en del av suksessen. Det er helt nødvendig»</p> <p>«Vi har nesten alltid aksjonæravtaler i selskapene våre. Det er i hovedsak for å beskytte oss som minoritetsaksjonær, og for at vi skal ha en viss say. Vi vil ha noe innflytelse. Det betyr at gründer ikke kan skalte og valte helt fritt. Hvis du som gründer er veldig var på det, og ikke vil ha noe bidrag fra andre, da får du heller holde på for deg selv»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ønsker at gründerne også skal være incentivert • Opptatt av å skape en sunn relasjon mellom administrasjon og styret • Avtalerregulering (for å sikre innflytelse) 	<p>Gjensidig forpliktelse i relasjonen</p>
<p>«Når jeg er veldig fornøyd med meg selv.. det er når jeg greier, det er ikke noe poeng å være noe.. når jeg sier tøff, så er jo det for det at jeg sier at jeg..det ikke den delen av jobben jeg liker best, men jeg er veldig fornøyd med meg selv når jeg har hatt en prosess med en leder og vi i fellesskap trekker den konklusjonen og det er riktig (at ledern slutter)»</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Systemer og tiltak (ha et system og tiltak som takler utfordringer som oppstår) • Finansiere (Så selskapet har en god runway og tid til å gjøre det de skal) • Fokuserer på salg (Så selskapet tjener penger) • Fokuserer på utfordringer de kan påvirke (bygge team) • Prioriteringer (fokuserer der det brenner) • Felles beslutningstaking (kommer til enighet med leder om at avsettelse er det riktige) • Avsettelse av leder/lederguppe, rekruttering av nye (dersom ledergruppe ikke fungerer eller man må bygge robust organisasjon) • Diskusjon internt i team • Kompetanse rundt seg, trenger ikke kunne det alene, men vite hvem man kan spille på 	<p>Skaffe/bytte ut ressurser og prioritere</p>

Mål- og forventningsavklaring

Venturekapitalistene foretar forventningsavklaring og sier også det er viktig å finne ut av hvem man har med å gjøre og poengterer at det er viktig å forklare de formelle tingene for gründer, samt være forutsigbar og «klare på spillereglene» så gründer vet hva han har å forholde seg til.

Venturekapitalisten er jobber med å ikke ha en for nær relasjon, fordi de må kunne trekke seg ut når tiden er omme, og foreta beslutninger som kan være vanskelig å foreta dersom de har en for tett relasjon til gründer. Det er slik de unngår det «negative avhengighetsforholdet». Det er venturekapitalisten som tar de store beslutningene og sitter på makten, og det forventer de at gründer forstår. Det vitner om at de er opptatt av å ivareta objektivitet i relasjonen (De Clercq et al. 2006; Huang & Knight 2017).

Hensyntar gründerens personlighet og bygger tillit

Perspektivet belyser et ønske om at det skal være lav terskel for å fortelle noe hvis ting skjer og for at gründer skal føle seg trygg. Det vektlegges en viktighet av å bli kjent og bygge relasjon basert på tillit, gjennom mye kontakt og «ufarliggjøring». De er opptatt av at gründer er ordentlig, ryddige og åpne og at man ikke lure hverandre. Venturekapitalistene løser konflikter gjerne ved å snakke face to face og gir råd om prioriteringer og ved å opptre profesjonelt.

Det kommer frem at venturekapitalisten mener man bør ha en «psykisk og formell evne» til å takle det som dukker opp. De poengterer at det er de som skal stake ut kursen og at gründer må vise respekt for dette, men ønsker ikke vise makt på en negativ måte. De er opptatt av å tilpasse seg gründerens personlighet og at gründer skal prestere, og ønsker å skape trygghet og selvtillit, og har dermed flere roller i relasjonen som understøtter behovet.

De unngår også kompliserte term sheets, fordi dette kan «drepe motivasjonen» til gründer.

Gjensidig forpliktelse i relasjonen

Det kommer også frem at det er en nødvendighet at ledelsen i selskapet er incentivert. Dette kan tolkes som om venturekapitalisten ønsker at de også skal bære noe av risikoen, men også oppsiden om det skulle gå bra, rett og slett for å skape en motivasjon og forpliktelse. Det fremkommer også ønske om at det skal være en sunn relasjon mellom styret og administrasjonen. Slik incentivering kan vitne om at entreprenørens innsats skal være knyttet til felles mål (Denis 2004)

De kontrollerer også graden av innflytelse gjennom avtaler og formalisering av samarbeid. At venturekapitalistene har en tilnærming til regulering av samarbeid gjennom avtaler, kommer også godt frem av tidligere forskning (Wijbenga et al. 2007)

Skaffe/bytte ut ressurser og prioritere

Venturekapitalistene er opptatt av å være formelle og profesjonelle og utvise respekt. Perspektivet belyser også et fokus på risikoene de kan håndtere, slik som skape en robust organisasjon, samt å finansiere for at gründer skal få tid til å gjøre det de skal og pushe fokus mot å selge så tidlig som mulig. Dette samsvarer godt med det Huang og Knight (2017) poengterer, nemlig at det er mindre emosjonell tilknytning å vente fra venturekapitalistene, men mer fokus på instrumentelle forpliktelser og leveranser.

Det er viktig å ha systemer som kan evaluere og vurdere risikoen og ha tiltak som kan håndtere dette. De prioriterer gjerne der det er krise, men forsøker å være proaktive gjennom sitt aktive eierskap. I så måte ser vi

også at monitorering og involvering er viktige komponenter for å redusere utfordringer (De Clercq et al. 2006; Politis 2008; Söderblom et al. 2016). Dersom en gründer eller daglig leder ikke fungerer eller blir tatt i direkte løgn så må de avsette denne lederen gjennom at de blir enige eller at han må gå. I mange tilfeller hjelper de gjerne denne personen over i andre jobber, og hjelper dem med anbefalinger så de kan gå med æren i behold.

Perspektivet belyser også bruk av partnere internt dersom det er noe spesielt som må løses og de trenger råd, men er også opptatt av å ha et nettverk rundt for å kunne spille på manglende kompetanse. Dette vitner om viktigheten av å øke ressursbasen.

KAPITTEL 5: DISKUSJON OG TEORETISKE IMPLIKASJONER

Denne delen tar for seg alle 3 perspektiver i en samlet diskusjon opp mot forskningsspørsmålene og hovedtemaer belyst i oppgavens teorikapittel. Funnene bekrefter i stor grad tidligere litteratur på emnet, men med noen interessante bemerkninger. Dette presenteres her i en felles tabell som grunnlag for teoretiske implikasjoner og diskusjon av disse. Det skal lede opp til konklusjonen i [Kapittel 7](#) og besvare oppgavens problemstilling.

Del 1: Hva er kompetent kapital og hvorfor søkes/tilbys dette?

Tabell 28 Litteratur, funn og implikasjoner - Definisjon og motivasjon bak kompetent kapital

	G	BA	VC	Litteraturgjennomgang	Implikasjoner
Definisjon av KK	<p>Hva man tilbyr (hva man kan/forstår og behersker)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Erfaring, kompetanse og nettverk • Domeneforståelse • Risikoforståelse <p>Hvordan man tilbyr</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tilpasset aktivt bidrag 	<p>Hva man tilbyr (hva man kan/forstår og behersker)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kompetanse, erfaring • Innsikt og ressurser • Nettverk <p>Hvordan man tilbyr</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aktiv investering • Guidelines for anvendelse av kapital • Ressurser • Tilpasning, gründer 	<p>Hva man tilbyr (hva man kan/forstår og behersker)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kompetanse og erfaring • Risikoforståelse og kunnskap om tidligfaseselskaper • Personlig veiledning <p>Hvordan man tilbyr</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aktiv investering som er avhengig av selskapets fase, situasjon og behov. • Stiller krav til kapitalen 	<p>«Smart money» Relevant Kapital Forpliktelse, kontakter, kapital og kompetanse KK = FK + SK + HK</p>	<p>Kompetent kapital investering er en risikoinvestering, og bør defineres og tilbys med dette i mente</p>
Engler og VCEr som kilde til KK	<ul style="list-style-type: none"> • Ulike holdninger til investorene og definisjon av disse • Ulike typer investorer tilbyr ulik type KK 	<ul style="list-style-type: none"> • Uklar definisjon av engleinvestorer og lyst til å kalles dette, men anser seg selv som kilder til kompetent kapital 	<ul style="list-style-type: none"> • Erfaringsgrunnlag tilsier at en kan tilby KK 	<p>Komplimenterende KK Relevant i ulike faser Risikotakere Venturekapital kan være noe utilgjengelig for tidligfaseselskaper</p>	

Motivasjon for å søke/tilby KK	<ul style="list-style-type: none"> Tilgang på nettverk, kompetanse og erfaringer gjennom aktivt bidrag Ønske om utvikling / profesjonalisering av selskapet Ønske om noen som forstår situasjonen, støtter gründer og kan veilede Forventning om økt suksess ved aktivt bidrag fra investor 	<ul style="list-style-type: none"> Økonomisk avkastning og proporsjonalt utbytte Personlig utbytte gjennom anerkjennelse, følbart påvirkning og økt kompetanse og nettverk 	<ul style="list-style-type: none"> Økonomisk avkastning danner grunnlaget for investeringene Personlig motivasjon å få anerkjennelse og være med å skape noe nytt og ta risiko 	<p>Gründer: Ressurstilgang Støtte</p> <p>Investor: Sosiale ressurser Personlig og økonomisk utbytte Sosial og human kapital</p>	<p>Kompetent kapital investering er en risikoinvestering, og bør defineres og tilbys med dette i mente</p> <p>Entreprenøren søker kompetent kapital i form av ressurser og en forventning om at investor bidrar til suksess</p> <p>Entreprenøren søker og har en emosjonell forventning om investors støtte, på personlig eller faglig nivå</p> <p>Kompetent kapital kan være demotiverende for entreprenøren</p> <p>Investorene motiveres av mottak av sosiale ressurser som mottas gjennom personlig utbytte</p>
--------------------------------	---	--	--	---	--

Synet på kompetent kapital, formes av både fase, behov og erfaringsgrunnlag, og aktørenes tolkning av kompetent kapital. Studien bringer med seg en viktighet av investorens forståelse av risikoen de tar og entreprenørens behov, og den kompetente kapitalen består av investors evne til å spille på sin humane og sosiale kapital (Politis 2008; SæTRE 2003). At entreprenørene er så opptatt av investors investeringsstrategi er et veldig interessant funn, hvilket blir diskutert i detalj i denne delen. Det at kompetent kapital skulle bringe med seg så ulike definisjoner og tanker, sett opp mot akademia, var ikke forutsett, men er dermed verdt å se videre på. At det er snakk om noe utover finansiell kapital er grunnleggende i svarene som fremkommer i denne studien og tidligere rapporter på emnet (Grünfeld 2010; Langeland 2010; Vinje 2014). Som SæTRE (2003) poengterer så betyr kompetent kapital mer enn bare finansiell kapital, og kompetanse og erfaringsgrunnlag som investorene drar med seg, samt at relevant kapital omhandler et industrinettverk.

Videre kan kompetent kapital ha ulik betydning når man ser på engleinvestorer og venturekapitalister, og avhenger av selskapets fase, risiko og behov. Mens den kompetente kapitalen i startfasen ser ut til å dreie seg om domeneforståelse og erfaringsgrunnlag, vil den i senere fase gå over til mer strategisk veiledning og de store maskineriene kan bli mer viktig (Van Osnabrugge 2000), noe som vitner om sosiale ressursers betydning i tidligste fase (Huang & Knight 2017).

Internt i entreprenørens perspektiv skildres ulike holdninger til kompetent kapital, samt aktørene som tilbyr dette, og dermed også ulike motivasjoner for søke eller avstå fra denne type investering. At tilgang på ressurser i stor grad er med på å styre motivasjonen til kompetent kapital, blir dog veldig klart kommunisert, enten det handler om kompetanse, investors erfaringer eller nettverk. Det viktigste er at det svarer til de behovene selskapene står ovenfor (Huang & Knight 2017). Videre stilles det en forventning til at investor skal bidra til suksess, og være en støttespiller gjennom tøffe tider, være seg om det er på et personlig plan eller et mer profesjonelt plan.

På investorenes side, både engleinvestorer og venturekapitalister, vitner denne studien om en kombinasjon av økonomisk og personlig motivasjon, og at investoren finner en motivasjon i å bli anerkjent, få lov til å være med på selskapets utvikling og synes det er gøy (Freear et al. 1995; Mason 2008; Van Osnabrugge 2000). Det handler om å ha en påvirkning som er mer synlig i tidligfase.

De ulike teoretiske implikasjonene vil nå diskuteres i detalj:

Kompetent kapital investering er en risikoinvestering, og bør defineres og tilbys med dette i mente

Jeg innleder denne diskusjonen med å det faktum at studien avdekker kritiske holdninger til norske venturekapitalister og engleinvestorer, og entreprenørene har helt klart ulike tanker om hvem som bidrar med kompetent kapital. Uklare definisjoner på hvem engleinvestorer er og om venturefond egentlig er risikotakere, belyser interessante norske holdninger til kompetent kapital. Eksempelvis, i motsetning til klare definisjoner i litteraturen om hvem en engleinvestor er (Mason 2008) og hva slags typer som eksisterer (Grünfeld et al. 2010), så har mine norske informanter en helt annen holdning til både om det finnes, hvem de er, hva de gjør og hvorfor de investerer, og om såkalte engler selv vil identifisere seg med begrepene. Kritikken rammer også norske ventureselskap som ikke tar risiko i entreprenørens øyne. Studien vitner dermed at venturekapital ikke bare belager seg på «elite» (Mason 2008), men også om selskapene passer inn i ventureselskapenes risikoprofil. Det er dog viktig å få frem at venturekapitalistene selv er klare på at de driver med høyrisiko, og at det her er uoverensstemmelse i opplevelsen til de ulike perspektivene. Selv om engleinvestorer og venturekapitalister bistår med mer enn sin finansielle kapital og denne studien vitner om at de representerer kompetent kapital i ulike former (f.eks. Bjørgum & Sørheim 2015; Van Osnabrugge & Robinson 2000), så kan disse holdningene skape en utfordring når det gjelder å matche tilbud og etterspørsel av kompetent kapital og videre forståelse av denne. Engleinvestorer og venturekapitalister som kompetent kapital fra et norsk perspektiv, blir dermed satt noe på prøve av entreprenørenes tanker og holdninger, men jeg tillater meg likevel å diskutere fenomenet nærmere:

Denne studien resulterte i to ulike dimensjoner i definisjonen av kompetent kapital, hva man tilbyr som kompetent kapital (Hva man kan/behersker/forstår og hvordan man tilbyr dette (eks. gjennom aktiv investering, aktivt bidrag). I den akademiske skildringen i [Kapittel 2](#), presenterte jeg en veldig kort definisjon av kompetent kapital. Jeg presenterte også kompetent kapital som bestående av finansiell, human og sosial kapital ($KK = FK + HK + SK$). Både sosial og human kapital faller innunder hva og hvordan i resultatene i denne studien, men en videre utdypning av hvordan investor faktisk tilførte verdi gjennom kompetent kapital var tenkt å finne sin rot i verditilførende aktiviteter og relasjon. Likevel ser man at en ikke kan komme unna kompetent kapital som begrep uten å snakke om hvordan verdi tilbys og hva som ligger i dens innhold. Det som videre er interessant er at ulike tolkninger av kompetent kapital indikerer at både innhold og tilnærming er investor-/entreprenør-/fase-/behovs-/ og situasjonsavhengig. Til tross for at investor kan tilføre verdi gjennom sosial og human kapital, kompetanse, forpliktelse, kontakter og kapital (Mason 2008; Politis 2008; Schmidt 2014; SæTRE 2003), så er det hans faktiske evne til å benytte dette i tidligfase og i lag med entreprenøren som danner grunnlaget for «kompetent kapital». Denne studien får frem at forståelsen av og evnen til å tilføre kompetent kapital blir særlig viktig. Studien får også frem egenskaper ved investor og type erfaring og kompetanse personen innehar, i tillegg til nettverket rundt. Fordi også SæTRE (2003) poengterer at en investor som bidrar med kompetent kapital innehar visse erfaringer som investor, entreprenør, leder og/eller har høyere utdanning, så kan en stille spørsmål ved om kompetent kapital er noe en person innehar, mer enn noe som en investor tilbyr. Fordi det også fremkommer at verdien investor tilbyr må tilpasses entreprenøren, så omhandler dette også investors evne til å forstå behovene og matche dette med egen kompetanse og bidrag (Grünfeld 2010). I så måte vil en kanskje kunne si at det finansielle

innskuddet er en bonus som kommer ved siden av investorens kompetente kapital? Et spørsmål jeg sitter igjen med er om vi kan se på kompetent kapital som en egen dimensjon, på lik linje med human og sosial kapital, og at vi kan holde den finansielle kapitalen utenfor?

Politis (2008) fokuserte på hvordan investorene tilfører verdi gjennom den humane og sosiale kapitalen og derfor er det naturlig at også studien, som bygger på mye av denne forskningen, diskuteres i lys av dette. «Smart money» eller smarte penger, har av både meg og respondentene i stor grad vært brukt parallelt med begrepet kompetent kapital. Det dreier seg om kapital i sin monetære forstand sammen med den sosiale og humane kapitalen investoren innehar. Likevel - skal en følge sporet der investors humane og sosiale kapital tilfører verdi og studiens resultat, vil en dermed kanskje kunne presentere kompetent kapital på to ulike måter: 1) en unik evne til å tilpasse sin sosiale og humane kapital til risikoen og behovene man står ovenfor og 2) finansiell kapital som tilbys sammen med investors sosiale og humane kapital. Sistnevnte ser ut til å ha mindre å si hvis ikke investor evner å tilpasse seg sine investeringsobjekter, og belager seg i stor grad på hvordan det tilføres.

Om kompetent kapital skal defineres som en personlig eiendel eller noe konkret en investor tilbyr, er noe jeg i denne studien ikke har grunnlag for å konkludere med, men det er interessant å diskutere og sette spørsmål ved. Gitt respondentenes mange svar om at kompetent kapital er finansiell kapital som kommer sammen med kompetanse, erfaringer og nettverk, så kan det i alle fall tolkes dit hen at det finansiell og kompetent kapital kommer sammen i en eller annen form. Definisjonen av kompetent kapital blir i den forstand enkel ved at investor tilbyr noe «mer enn penger». Når det da kommer til hva som ligger i begrepet er det fremdeles rom for videre diskusjon, men studien skildrer er viktig komponent som en videre kan merke seg:

Kompetent kapital omhandler særlig forståelse for risiko

Noe som er et interessant funn i denne studien som faller innunder hva kompetent kapital betyr, er poengteringen av forståelse for risikoen man løper når man gjør denne type investeringer. Alle perspektivene belyser et behov for å forstå risikoen de løper og at man må ha kompetanse på tidligfase og de utfordringer dette drar med seg. Det kommer særlig frem gjennom at dette ikke er en passiv investering, men en aktiv investering, eller sett fra entreprenørens perspektiv, et aktivt bidrag. Sett fra engleinvestorens perspektiv, dreier det seg om strategisk veiledning og guidelines på strategi, og en kan tolke risikobildet som en mer bakenforliggende årsak til kompetansen de tilbyr. De går ut fra at de kan tape pengene og at det ligger en enorm risiko i gründers gjennomføringsevne (Huang & Pearce 2015; Söderblom et al. 2016). For å være en kompetent investor i tidligfase bør man basert på det respondentene sier ha et klart bilde av risikoen man setter seg utfor og hva tidligfase betyr. For venturekapitalister dreier dermed forvaltning av kapitalen seg om at kompetansen de tilbyr må være relevant og i hovedsak sikre avkastning for sine eiere (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Det at alle perspektiver skildrer et behov for risikoforståelse, kan tolkes som et behov for å forstå hva slags investering det er man går inn i og de følger tidligfase drar med seg.

Sett i lys av tidligere litteratur på emnet, der investor kommer med både kapital, kompetanse, kontaktnett og forpliktelse (Schmidt 2014; SæTRE 2003), kan en kanskje si at *forpliktelse* her både ligger i investors aktive investering, men også spesielt i forståelsen av hva slags risiko han/hun setter seg utfor. Det kan også tolkes dit

hen at investorer ser på kompetent kapital som en investering de overvåker og kontrollerer gjennom sitt aktive bidrag med kompetanse og erfaring (f.eks. Large & Muegge 2008; Politis 2008; Söderblom et al. 2016) . Videre ser det ut til at entreprenøren anser investorens eierskap som trygghet, muligens fordi de skimter en større *forpliktelse* (Schmidt 2014; SæTRE 2003).

Til tross for at risikoforståelse kommer klart frem i denne studien, vil jeg dog påstå at det mangler i definisjonen jeg har benyttet i denne oppgaven. Dette kunne vært en viktig del av definisjonen av kompetent kapital sett i et tidligfaseperspektiv, samt noe som evt. ville inngått i egenskapsdefinisjonen ved «kompetent kapital». Det kan diskuteres om det ligger iboende investors *entreprenørskaperfaring* eller *investorerfaring* (SæTRE 2003), men uten «to hender på rattet», løper en investor en risiko det er viktig å ha en forståelse for.

Kompetent kapital handler også om en personlig tilnærming og tilpasning til gründer / entreprenør

I denne studien kommer det også tydelig frem at investorens egenskaper og forståelse for gründerens situasjon og personlighet har mye å si. Det kan se ut til å at en kompetent investor må forstå gründer på et personlig plan. Dette er et psykologisk aspekt som i noen grad belyses av investors mentorrolle (Fili 2014). Investorer mener den kompetente kapitalen må tilpasses gründerens behov og belager seg på investors kompetanse og evne til å spille på de rundt seg, men det fremkommer også at man må evne å hjelpe daglig leder på det private plan siden risikoen i stor grad er knyttet til denne personens gjennomføringsevne (Söderblom et al. 2016). Videre er det klart at gründer har mye å si for hvordan den kompetente kapitalen tilbys ved investors følelse av påvirkningskraft (Macht 2011). Dermed er det grunn til å spekulere i om denne forståelsen av gründer kan være med på å øke hans/hennes evne til å være reseptiv for investors involvering. Dette kommer noe frem når investor tar på seg mentorrollen, fordi tilliten han bygger opp ofte gjør gründer mer mottakelig for råd (Politis 2008). Som diskusjonen rundt utfordringer vil vise, så er sårbarheten i organisasjonen knyttet til entreprenøren, så forståelse og evne til å tilpasse seg denne blir en viktig del av kompetent kapital. Mennesker er ikke rasjonelle, men i pressede situasjoner i stor grad emosjonelle.

Kompetent kapital i form av domeneerfaring er kortvarig

Det som fremkommer som et interessant funn i denne studien, er at noe av innholdet i kompetent kapital har begrenset levetid. Domeneerfaringen en investor besitter oppleves som viktig i tidligfase, men tas etter hvert over av selskapet. Det har implikasjoner for kompetent kapital-tilbydere, fordi det vil på et tidspunkt ikke lenger være de som sitter på ekspertisen. Når denne ekspertisen, eller humankapitalen, blir brukt på selskapene og de utvikler seg, så er det etter hvert disse som vil sitte med spisskompetansen. De sosiale ressursene blir dermed igjen vist å være viktigere i selskapets tidligste faser (Huang & Knight 2017), og det kan se ut til at en økning i entreprenørens human og sosial kapital gjennom disse bidragene, er med på å redusere investors verdi med selskapets utvikling. Dette kan ha implikasjoner for investors forståelse av sin egen kompetente kapital og evne til å tilby dette til de rette selskapene.

Basert på ovennevnte komponenter blir det dermed relevant å presentere en ny definisjon av kompetent kapital:

Kompetent kapital omhandler evnen til å benytte kompetanse, erfaring og nettverk (sosial og human kapital) og eventuelt finansiell kapital til å møte entreprenørens behov og håndtere risikoen et tidligfaseselskap står ovenfor i nåværende tidspunkt og lenger fremme.

Entreprenøren søker kompetent kapital i form av ressurser og en forventning om at investor bidrar til suksess

Tilgang på ressurser i tidligfase er for entreprenører en utfordring (Kaiser et al. 2007; Langeland 2010; Politis 2008; Vinje 2014), og der spiller investor en viktig rolle både ved å selv være en ressurs, men også ved å kunne bistå i å hente inn andre (Politis 2008). Det er i hovedsak ressursrelaterte motivasjonsfaktorer, slik som henger naturlig sammen med ressursteori og fokus på ressurser for å dra selskapet videre (Barney 1991; Penrose 1959; Prahalad & Hamel 1990). Ressurstilgang og ønske om å profesjonalisere av selskapet var dimensjoner som ble bekreftet som relevant for entreprenørene når de søkte kompetent kapital. Likevel viser denne studien at det bør inkorporeres en komponent som går på forventningen om økt suksess. For til tross for at tilgang på ressurser og kompetanse kan være bidragsytende og bistå selskapet, så ser det ut til å ligge en forventning om at investor selv er med å bidra til økt suksess gjennom å stille krav og være en aktiv bidragsyter. Investor er altså en ressurs i seg selv, men motivet for å søke denne type investering er ulik for engleinvestorer og venturekapitalister. Entreprenører søker investeringer fra engleinvestorer og venturekapitalister fordi de ønsker tilgang på deres kompetanse, kunnskap, erfaring og deres nettverk og mulighet til å åpne dører, men også sistnevnte sitt kraftige maskineri.

Tilgang på ressurser og investor ser også ut til å variere, da noen faktisk trenger finansiell kapital for å utvikle ideen og andre i hovedsak søker kompetansen mer enn penger. Det ser dog ut til at det er ulike motivasjoner være seg om det handler om å tette gapet de har i tidligfase, finansielt eller operasjonelt (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017). Sosiale ressurser som investorene innehar av nettverk ser ut til å bli viktig i denne fasen (Huang & Knight, 2017) og nevnes spesifikt som viktig for respondentene. Motivasjonen for å søke kompetent kapital ligger dermed i behovet for eksterne ressurser. De er i så måte som tidligere studier bekrefter ute etter den sosiale og humane kapitalen en investor kan bidra med (Gullander & Napier 2003; OECD 2011; Politis 2008; Vinje 2014). Videre er kompetanse og nettverk som strategisk ressurser for selskapet viktige motivasjonsfaktorer (Barney 1991; Penrose 1959).

Entreprenøren søker og har en emosjonell forventning om investors støtte, på personlig eller faglig plan

Ønske om støtte fra investor ble også bekreftet i denne studien som en motivasjonsfaktor, noe som gjaldt både engleinvestorer og venturekapitalister. Førstnevnte på et mer personlig plan (De Clercq et al. 2006). Sosial støtte, «backing» og god energi fra investorene var veldig relevant, og ved nærmere analyse kan det se ut til at dette er en *emosjonell forventning til investor* (Brettel et al. 2013; Huang & Knight 2017). Det kan tolkes i lys av at entreprenøren ikke vil stå alene, men ønsker noen å dele risiko og byrden med (Politis 2008). Det fremkommer dog at forventninger til investor avhenger av match og type, og man ser tendenser til at forholdet mellom investor og entreprenør er motivert av mer enn instrumentelle forventninger og forpliktelser, samt finansielle ressurser i form av tilførsel av kapital og økonomisk avkastning (Huang & Knight 2017).

Kompetent kapital kan være demotiverende for entreprenøren

At en investor kommer med mer enn bare finansiell kapital og ønsker å involvere seg, er ikke alltid fordelaktig (De Noble 2001; Macht 2011). Et interessant funn i denne studien er at noen bevisst ikke søker kompetent kapital dersom denne betyr at investor skal blande seg inn i operativ drift eller bli hørt. Når man befinner seg i en tidlig fase hvor spisskompetanse er viktig eller man jobber med teknologi som kan kreve faglig opplæring av investor og dermed er forstyrrende for det man forsøker å gjøre, kan denne kompetente kapitalen virke mot sin hensikt. At entreprenører kan ønske at investorene er mindre involvert (Macht & Robinson 2009) og at manglende kompetanse eller mikromanagement ved involvering kan virke destruktivt, bekreftes i tidligere teori (De Noble 2001; Jääskeläinen et al. 2003; Macht 2011). Fasene kan ha noe å si for hva gründerne er ute etter, samtidig som at en tanke om egen kompetanse, behov for nytenkning og ønsket kontroll kan være med på å styre hva gründer søker etter (Kim & Wagman 2016; Schmidt 2014). Studien vitner om at slike tanker gjør at man unngår den type investering eller søker investor på andre grunnlag. Grünfeld (2010) påpeker viktigheten av match mellom investors kompetanse og gründerens behov. Dog viser entreprenørens perspektiv at dette kan være vanskelig eller unødvendig i utviklingsfasen eller spesielt om man jobber med nyteknologi. Nye markeder og industrier (Macht & Robinson 2009), men også teknologier ser ut til å gjøre det vanskelig for investor å inneha denne kompetansen. Dermed finnes det altså *demotiverende faktorer* for å søke kompetent kapital.

Kanskje er det slik at tunge teknologiselskaper med fokus på innovasjon- og fremtidsrettet tenkning subjektivt drar mer nytte av investorens evne til å finansiere, og finner relevant kompetanse fra andre kilder som ikke vil blande seg inn i driften? I så fall finner man muligens støtte for Choi og Stack (2005) som vitner om at kompetansebidrag ikke alltid kommer fra investor, men andre kilder, og at man i disse tilfeller kan holde disse adskilt.

Investorene motiveres av mottak av sosiale ressurser som mottas gjennom personlig utbytte

Motivasjonsfaktorene for å tilby kompetent kapital er overordnet basert på økonomisk og personlig utbytte, der sistnevnte ser ut til å spille en større rolle for hvorfor investoren tør å ta en risiko. Det kan i stor grad se ut til at investorenes motivasjon belager seg på mottak av sosiale ressurser i form av å ta del i selskapets utvikling og har en emosjonell forventning om å få lov til å bidra (Huang & Knight 2017). Både engleinvestorer og venturekapitalister poengterer at de synes det er gøy, noe tidligere forskning særlig på engleinvestorsiden har vist tendenser til (Van Osnabrugge 2000). Det vitner igjen om at motivasjonen ikke belager seg på bare instrumentell utveksling av ressurser som investering og økonomisk avkastning. Man finner også støtte for en emosjonell dimensjonen i investorenes motivasjonsfaktorer som belager seg på mottak av *sosiale ressurser* (Huang & Knight 2017). Investorene skildrer nemlig ønske om å være med å skape/bygge noe og søker det *psykiske utbyttet* og anerkjennelse (Freear et. al. 1995, sitert i Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017, s. 4; Mason & Harrison 1996; Mason 2008). Sistnevnte kan i stor grad være med på å besvare noe av spørsmålet Huang og Knight (2017) stiller, nemlig hvordan investor mottar de sosiale ressursene tilbake fra entreprenørene. Når særlig engleinvestorene selv skildrer en motivasjon i å sette sitt merke på noe, så er det fordi de gjør dette sammen med gründer. Kanskje handler dette om at de får tilfredsstilt sin entreprenørielle orientering (Lindsay 2004) sammen med

oppstartsselskapene? Samtidig fremkommer det at anerkjennelse kan gagne eget selskap, hvilket betyr at en anerkjent investor kanskje på et vis kan legitimere egen virksomhet. Studien vitner også om at gründere kan ha en samvittighet ovenfor investor og i tillegg til å bidra til økonomisk avkastning ønsker å synliggjøre at de er fornøyd med investor og henvise caser til dem. Dette kan vitne om deres opplevde emosjonelle forpliktelse og sosiale ressurser de gir tilbake til investor (Huang & Knight 2017).

For venturekapitalistene er det påvirkningen og skaperviljen som i større grad får oppmerksomhet, men anerkjennelsen er også synlig her gjennom et ønske om at andre skal legge merke til dette. Gitt hvordan venturefond er satt opp, vil en suksessfull investering bidra til fornøyde fondsinvestorer, så for venturekapitalistene kan altså motivasjonen deles inn i både suksessen han deler med selskapet, men også suksessen han får internt i fondet (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Dermed kan man, selv om økonomisk avkastning underbygger selve poenget med venturefond (De Clercq et al. 2006), se tendenser til at det er genuin interesse for å skape noe som gjør at venturekapitalister driver med dette. Denne oppgaven anerkjenner at det er personer bak venturefondene og at også dette er personavhengig, og dermed har denne personen en meget viktig rolle å spille her. De poengterer også selv at man skal ha en driv for å holde på med dette, og da hjelper det ikke å bare ha fondets avkastning i tankene. Nå kan dette ha noe med hvem jeg intervjuet å gjøre og resultatene kan på ingen måte generaliseres, men var det en ting som slo meg når jeg snakket med disse menneskene, så var det deres brennende iver og engasjement for å skape noe og at det var det som ga dem mening. Det at involvering i selskaper er personavhengig vil kanskje spille inn her (Bottazzi et al. 2008; Knockaert & Vanacker 2013), men det minnet om forretningsenglenes brennende engasjement for å skape noe. Så selv om det er strukturelle rammer som påvirker partenes investeringsstruktur og evne til/behov for å involvere seg i selskapene (Van Osnabrugge 2000) så vitner denne studien om at personlig utbytte en motivasjon ikke bare for engleinvestorene, men også for venturekapitalistene.

Engleinvestorenes ønske om å investere sammen med andre bekrefter også det Van Osnabrugge og Robinson (2000) sier, nemlig at evnen til å lære av andre engleinvestorer kan være en motivasjon, men de finner også motivasjon i å dele visjon med andre investorer og gjøre noe i fellesskap. Det kan dermed tolkes dit hen at noen av de sosiale ressursene en engleinvestor mottar belager seg på å øke egen human og sosial kapital gjennom co-investeringer (Van Osnabrugge & Robinson 2000). I så måte kan en her finne indikasjoner på at investorer mottar *sosiale ressurser* i form av personlig utbytte gjennom påvirkning, personlig utvikling og bidrag til å skape resultater.

Del 2: Hvordan tilfører investorene verdi gjennom kompetent kapital og hvordan oppleves dette?

Tabell 29 Tilbakeblikk på verditilførsel gitt litteraturgjennomgang

Dimensjon av kompetent kapital (KK = FK + HK + SK)	Hva gjør investor for å tilføre investor verdi?	Hvordan tilfører aktivitetene verdi?	Teoretisk grunnlag
Human kapital	Tilsyn og Monitorering Målstyring Styrerepresentasjon Strukturering	Hjelper selskapet holde fokus og struktur, samt dele informasjon	Agentteori (Overkomme informasjonsasymmetri)
	Strategisk rådgivning Strategisk planlegging Produkt-/forretningsutvikling Konsultering Operasjonelle aktiviteter	Bistår med egen/ekstern kompetanse der gründer mangler dette for å kunne utvikle selskapet, gi retning og hjelper med å overkomme operasjonelt og kunnskapsmessig gap	Ressursteori (Ressurser i form av kunnskap og for å dekke gap, bidrar til utvikling av kjernekompetanse og konkurransefordeler som må utvikles og oppdateres)
Sosial kapital	Mentoring Samtalepartner Co-entreprenør (Sætre, 2003)	Gir gründer støtte, tar del i byrden og gir gründer mulighet til å snakke om personlige utfordringer. Relasjonsbyggende	Relasjonsstyring (Bygge en god relasjon for godt samarbeid)
	Ressursinnhenting Innhenting av Finansiering Legitimering Nettverk / Rekkevidde Rekruttering	Gir selskapet tilgang på ressurser og gjør veien til disse potensielt kortere	Ressursavhengighet (Selskapet avhenger av eksterne ressurser for å overleve)

Tabell 30 Litteratur, funn og implikasjoner - Verditilførsel, involvering og relasjon

	G	BA	VC	Litteraturgjennomgang	Implikasjoner
Verditilførsel	<ul style="list-style-type: none"> Eierskap bidrar med retning og/eller struktur Investor opptre som en mentor og samtalepartner Investor øker tilgang til ressurser Investor er operasjonelt aktiv og bistår med sin erfaring 	<ul style="list-style-type: none"> Bistår gründer med å holde fokus og retning gjennom mål- og prosjektstyring Tilfører verdi gjennom støtte personlig og forretningsmessig Tilfører verdi gjennom tilgang på ressurser og bidrag med å hente inn disse Tilfører verdi gjennom å bruke egen erfaring til å hjelpe på strategisk og operativt nivå 	<ul style="list-style-type: none"> Tilfører verdi gjennom å stille krav til kapitalen og målsetting Tilfører verdi gjennom å bidra med tillit, trygghet, coaching og motivasjon Tilfører verdi gjennom å gi tilgang på ressurser og øke selskapets kredibilitet Tilfører verdi gjennom strategisk rådgivning og bidrag med fokus og guiding 	<p>Aktiviteter: Tilsyn og Monitorering Strategisk Rådgivning Mentoring Ressursinnhenting</p> <p>Tilførsel av human og sosial kapital.</p>	<p>Tilsyn og monitorering tilfører verdi fordi det gir selskapet struktur, klare mål å forholde seg til og en retning å jobbe etter</p> <p>Mentoring tilfører verdi gjennom å skape trygghet og åpenhet i relasjon, og potensielt bedre flyt av ressurser</p>
Involvering og relasjon	<ul style="list-style-type: none"> Aktiv involvering og kontroll Involvering baseres på tilgjengelige ressurser og interesse hos investor Ulik relasjon og opplevelse av involvering med engler og venturekapitalister Personlig relasjon viktig for tillit og åpenhet 	<ul style="list-style-type: none"> Operasjonelt og strategisk aktiv Interesse- og kompetansebetinget Personlig og uformell relasjon basert på felles visjoner og ærlighet/integritet Forventer at gründer ivaretar økonomiske og forretningsmessige forpliktelser, og er dedikert 	<ul style="list-style-type: none"> Aktiv involvering på strategisk nivå Styrerepresentasjon og beslutningsnivå Støtte for ledelsen Innflytelse er viktig Profesjonalitet i relasjonen og forutsigbarhet, men uformell omgang 	<p>Engler personlig involvert Venturekapitalister mindre emosjonelt involvert</p> <p>Emosjonelle og instrumentelle forventninger og forpliktelser</p> <p>Entreprenørens reseptivitet</p> <p>Kompetanse- og interessestyrt</p> <p>Grad av formalitet og kontrakter</p>	<p>Kompetent kapital kan legitimere både virksomhet og person, og skape et økt mulighetsrom for tilgang på ressurser</p> <p>Strategisk rådgivning og operativ involvering er i seg selv en verdi for selskapet, men avhenger av felles interesser</p> <p>Sosiale ressurser utveksles gjerne på uformell basis ved tro på felles målsetting og behov, og entreprenøren kan selv være med på å påvirke tilførsel og mottak av kompetent kapital</p>

Investors verditilførende aktiviteter og monitorering, benyttes av investor både som en mekanisme for å takle usikkerhet, men også sikre selskapsprestasjoner (De Clercq et al. 2006; Söderblom et al. 2016). Fra en investors perspektiv er aktivitetene med på å kontrollere investeringene gjennom aktiv bidragsyting på operasjonelt og strategisk nivå, avhengig av investortype og strukturelle rammer (Van Osnabrugge & Robinson 2000). Aktiviteten en investor tilfører er også en input, men både formål og utfall er subjektivt hos både investor og entreprenør.

Resultatene bekrefter at investorene i stor grad tilfører verdi av både intern og ekstern karakter, samt utfører aktiviteter i tråd med tidligere teori på emnet (Fili & Grünberg 2016; Large & Muegge 2008; Politis 2008). Entreprenøren anser i stor grad disse aktivitetene som verdifulle, men holdning og erfaring med investors involvering og relasjon, ser ut til å påvirke den subjektive verdien av investors kompetente kapital. Videre følger en diskusjon av resultatene og teoretiske implikasjoner.

Tilsyn og monitorering tilfører verdi fordi det gir selskapet struktur, klare mål å forholde seg til og en retning å jobbe etter

Investorene tilfører verdi basert både på deres tilnærming i relasjonen, samt ved å gi tilgang til ressurser, men perspektivene poengterer en noe ulik grad av verdiaktivitetene og bakgrunnen for disse. Når det gjelder «tilsyn og monitorering», ser det ut som Politis (2008) poengterer at investorer utfører denne type aktiviteter for å få bedre innsikt i hva gründer holder på med, mens det for selskapets del skaper struktur og et fokus for veien videre når det gjelder interne prosedyrer, dokumentasjon og måloppnåelse. Investorens krav til gründer er altså en måte å bidra med «structuring processes» (Fili & Grünberg 2016). Grad av struktur og behov for dette styres dog av selskapenes faser og type investor.

Denne komponenten er dog interessant å grave videre i, for dette som i hovedsak omhandler investors egne interesser i form av å kontrollere investeringene (Politis 2008; Söderblom et al. 2016), viser for gründer å kunne kan ha personlig verdi. Krav til målsetting gjør at gründer tolker investor som trygg på sin investering og har en strategi, samtidig som finansiering basert på måloppnåelse er med på å skape en forutsigbarhet. Samtidig kommer det frem at en styreleder som også er eier i selskapet, skaper en trygghet hos gründer. Dette kan vitne om at det skaper en følelse av felles interesser og målsetting for selskapet. Begge tilfeller er med på å vise en slags *forpliktelse* (Schmidt 2014; SæTRE 2003) fra investors side.

Mentorering tilfører verdi gjennom å skape trygghet og åpenhet i relasjon, og potensielt bedre flyt av ressurser

Investorens opparbeide kompetanse og erfaring som gründer selv, som dermed betyr at han kan løse gründer gjennom noen av de utfordringene som kommer, ser ut til å være verdifullt for gründer. Dette viser at de setter pris på entreprenørskapserfaringen investor gjerne bringer med sin kompetent kapital (SæTRE 2003), som også kanskje gjør dem i stand til å faktisk mentorere gründer. Det at de involverer seg på basis av egen interesse og der de ser at de kan tilføre noe, gjør at englene i større grad oppleves som en del av virksomheten, noe de selv også føler på. Det kan tyde på at skillet mellom engleinvestor og entreprenører kan se ut til å være uklart (SæTRE 2003).

Det fremkommer også at engleinvestorene anses som de tør å ta en større risiko, hvilket understreker deres entreprenørielle orientering (Lindsay 2004). Det kan kanskje også forklare hvorfor noen entreprenører oppfatter disse som mer på «deres side». Basert på tidligere erfaring som gründer har englene gjerne en erfaring også på det private, som gjør at de kan støtte gründer også på dette nivået. Venturekapitalistene, på sin side, ser i mer ut til å skape trygghet med sin tyngde, men forsøker samtidig å støtte gründer på det personlige plan. Dette

bidraget ser ut til å spille på de emosjonelle forventninger og en tanke om den annen parts ve og vel (Huang & Knight 2017).

Mentoring blir for entreprenøren viktig. Entreprenørens perspektiv poengterer at investorene stiller de harde spørsmålene og at de setter pris på dette. Investorene benytter altså sin sosiale kapital til å hjelpe gründer fremover (Politis 2008). Politis (2008) nevner at en mentorrolle verdsettes av entreprenøren og at de i større grad tar imot råd, fordi denne baserer seg på tillit. Perspektivene belyser at det er viktig å være åpne og ærlige i relasjon, og særlig investorene ser ut til å bruke mentorrollen for å skape en arena for dette. Dermed bidrar ikke nødvendigvis mentoring og støtte bare med personlig verdi for entreprenøren, men kanskje kan dette også danne grunnlag for en relasjon der ressursene flyter bedre (Huang & Knight 2017).

Kompetent kapital kan legitimere både virksomhet og person, og skape et økt mulighetsrom for tilgang på ressurser

Investorene verdsettes for sitt nettverk og evne til å åpne dører til potensielle kunder, leverandører og nye investorer. Jeg var i teorikapittelet inne på at investors evne til å legitimere var en verdi for selskapene (Large & Muegge 2008; Madill et al. 2005), men om dette kan falle innenfor kompetent kapital er diskutert. Det inkluderes likevel, fordi denne verdien som investor tilfører kommer på bakgrunn av investorens rykte og attributter (Large & Muegge 2008). Det er dermed diskutert om dette kan inkluderes som en egenskap investor innehar og øker han/hennes tilbud av «kompetent kapital».

Når det gjelder legitimering ser det ut til at venturekapital i mye større grad anses som bidragsytende og med større løfteevne, mens store navn blant privatpersoner kan ha noe av den samme effekten. At venturekapital bidrar med legitimering er dog intet nytt blant norske gründerne eller annen akademia (Bjørngum & Sørheim 2015; Large & Muegge 2008). Investering i seg selv bidrar altså passivt med verdi for selskapet både nominelt, men også i forhold til videre finansiering av selskapet og innhenting av ekstern kompetanse ved å øke selskapets rekkevidde (Bottazzi et al. 2008; Fili & Grünberg 2016; Kaiser et al. 2007; Large & Muegge 2008). Venturekapital ser ut til å gi selskapene en større økonomisk frihet og få tilgang på viktige ressurser de ikke hadde fått tak i uten, fordi de blir attraktive. Mulighetsrommene åpnes også for selskapene på en annen måte når de har investorer inne som kan legitimere virksomheten (Large & Muegge 2008).

Noe som dog er et interessant funn relatert til legitimering, dreier seg om legitimering av gründer versus legitimering av selskapet. For mens engleinvestorer i stor grad investerer basert på person og idé og oppleves som interessert i det gründer holder på med og dermed støtter dette, kan venturekapitalistens involvering oppleves som basert på selskapets potensiale. Entreprenøren kan dermed oppleve at engler legitimerer personen, mens venturekapitalistene i større grad legitimerer virksomheten. Entreprenørens målsetting her vil muligens kunne være med på å påvirke den subjektive verdien av legitimering gjennom hans tanke om kontroll eller selskapssuksess (Wasserman 2008), ettersom venturekapitalistene gjerne bytter ut gründer dersom han ikke evner å lede (Hellmann & Puri 2002). Basert på hva vi til nå har vært inne på når det gjelder investortypene, ved at engler investerer i person og velger komfortable relasjoner og venturekapitalister er opptatt av verdiøkning og suksessfull exit, så kan det kanskje ligge noe i dette.

Deltakelse i rekrutteringsprosesser er også med på å øke selskapets tilgang på human kapital (Large & Muegge 2008; Politis 2008), samt at bistand med videre finansiering og evt. innhenting av dette er en viktig verdi (Macht & Robinson 2009). Nettverket en investor kan tilby anses også av alle perspektiver som viktig. Nettverk er ikke bare en verdi for entreprenøren som trenger tilgang på eksterne ressurser og kompetanse, men også investor som kan spille på menneskene rundt seg og øke egen kompetanse. Nettverket kan i så måte være med på å øke deres sosiale kapital (Adler & Kwon 2002).

Strategisk rådgivning og operativ involvering er i seg selv en verdi for selskapet, men avhenger av felles interesser

Investor anses å bidra med strategisk veiledning, men i flere tilfeller ser man at investor går inn og gjør en jobb for selskapet, og dermed i seg selv representerer en ressurs. Både engleinvestorer og venturekapitalister er aktive investorer, men engler er aktive på et operativt nivå og nede i dybden, mens venturekapitalister i stedet bidrar på et overordnet, strategisk nivå (De Clercq et al. 2006; Kaiser et al. 2007; Van Osnabrugge & Robinson 2000). Basert på deres kunnskap er investorene med å håndtere kommunikasjon med eksterne, hvilket er med på å tilføre verdi for selskapet, også fordi deres person er med på å fronte selskapet. Det skaper også en legitimeringseffekt (Large & Muegge 2008). Beslutningstaking er både verdifullt for entreprenør og investor, særlig i de tidligste faser, og entreprenører henter verdi fra investorer ved å validere planer og idéer. For investor er dette også en måte å være med å bidra i dybden og legge klare planer for selskapet.

Hvordan entreprenørene subjektivt tolker verdien investor tilfører, ser i stor grad ut til å henge sammen med person og fase. Viktigheten av relasjon og match mellom gründer og investor påpekes også. Det er i denne anledning relevant å dra en parallell til Huang og Knight (2017) som påpeker at ressurser flyter i relasjon, og det er nettopp ressurser som skaper verdi for entreprenørene. Verdien av den strategiske rollen og det operative bidraget ser dog ut til å henge sammen med om gründer tror investor deler deres visjoner eller ikke, da det i motsatt fall er rom for uoverensstemmelser og sammenstøt (Collewaert 2016; Turcan 2008).

Sosiale ressurser utveksles gjerne på uformell basis ved tro på felles målsetting og behov, og entreprenøren kan selv være med på å påvirke tilførsel og mottak av kompetent kapital

Det kan se ut som instrumentelle forpliktelser og finansielle ressurser og informasjon vedrørende progresjon, utveksles på et formelt nivå (Huang & Knight 2017). Utveksling av de sosiale ressursene gjøres i større grad på uformell, ad hoc basis, og gjelder både engleinvestorer og venturekapitalister. Selv om det i denne studien skildres ulike tilnærminger til relasjon også internt i entreprenørperspektivet, så virker det som om utvikling i relasjon går mot det mer uformelle, dog mer profesjonelt. At venturekapitalistene er mindre emosjonelt tilknyttet prosjektet, omhandler strukturen til disse selskapene og deres fokus på exit (De Clercq et al. 2006; Hsu et al. 2014; Huang & Knight 2017).

Verdien investorene ønsker å tilføre og hvordan entreprenørene tolker investorer, ser i stor grad ut til å belage seg på opplevelsen av samsvar mellom investor, entreprenør, behov og interesse. Det kan se ut til hvis dette mangler, vil ikke en i utgangspunktet kompetent investor oppfattes som verditilførende. Dette oppsummerer også

entreprenørens holdning og erfaring med dette. Det kan se ut til at tanker om investors målsetting og overensstemmelse med egen, har noe å si for om det er en positiv eller negativ opplevelse av involvering og verdi (Collewaert 2016). Som blir poengtert i tidligere litteratur, kan venturekapitalistens tilnærming til involvering basert på krisetider og lite kunnskap om daglige operasjoner (Kaiser et al. 2007), skape en følelse av overinvolvering. Resultatene av at engler og venturekapitalister kan oppleves som både utålmodige og masete, vitner om at verdien kanskje ikke oppfattes like positivt i disse tilfeller.

Erfaringsgrunnlaget bidrar til investorers evne til å tilføre verdien av sin humane og sosiale kapital, men innholdet i denne avhenger med selskapets faser og gründerens behov, samt investorens tanker om egen kompetanse og interesse (Knockaert & Vanacker 2013). Opplevelse av involvering kan se ut å belage seg på tilgjengelige sosiale og finansielle ressurser og hva slags relasjon investor føler han har med entreprenøren.

Den aktive involveringen belager seg på relasjoner og entreprenørens reseptivitet (Macht 2011), som både bevisst og ubevisst fra entreprenørens side kan være med på å skape utfordringer i utvekslingen av den kompetente kapitalen. Relasjonen mellom investor og entreprenør belager seg i stor grad av målsettingen og troen på at denne er felles. Åpenhet og ærlighet er viktig for en velfungerende relasjon, som igjen kan være bakteppet for en velfungerende utveksling av kompetent kapital (Huang & Knight 2017). Holdninger og skepsis til den annen part, er på sin side ikke bare med på å skape en ulik oppfatning av mål og interesser, men også et grunnlag for flere utfordringer som i detalj diskuteres i dette kapitlets [del 3](#). Dette sees både av entreprenørens perspektiv med ønske om mindre involvering fra investor og redusert reseptivitet for den kompetente kapitalen, samt investoren som på sin side blir sittende med en følelse av manglende innflytelse og en lite villig entreprenør. For noen entreprenører kan investors passive involvering være ønsket (Macht & Robinson 2009), da produktet er såpass komplisert for utenforstående. I slike tilfeller kan investors fokus på framdrift med klare milepæler være en verdi i seg selv. At entreprenør er en «gatekeeper» for investors involvering (Macht 2011) er noe resultatene i denne studien indikerer.

Del 3: Hvilke utfordringer kan oppstå og hvordan kan disse løses?

Tabell 31 Litteratur, funn og implikasjoner - Potensielle utfordringer og løsninger

	G	BA	VC	Litteraturgjennomgang	Implikasjoner
Utfordring	<ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til ulik målsetting og investors utøvelse av kontroll • Utfordring knyttet til relasjon og tilknytning til prosjektet • Utfordringer knyttet til investors manglende forståelse og kompetanse og egen tidsbruk • Utfordringer knyttet til avhengighet av den kompetente kapitalen 	<ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til grad av involvering og smidighet og andre investorer • Utfordringer knyttet til mangel på innflytelse og tilstrekkelig distanse til gründer • Utfordringer knyttet til å bruke tid og leve opp til gründeres og selskaps behov/forventninger • Utfordringer knyttet til avhengighet av gründeres gjennomføringsevne og låste investeringer 	<ul style="list-style-type: none"> • Utfordringer knyttet til mangel på informasjon, finne riktig investeringsobjekt og ulik målsetting • Utfordringer knyttet til gründeres erfaring med kompetent kapital og VC-kapital, samt distanse i relasjonen • Utfordringer knyttet til bruk av tid, selskapets kapitalbehov og tilgang på private investorer • Utfordringer knyttet til avhengighet av gründeres gjennomføringsevne, livsvalg og selskapets utfordringer 	<p style="text-align: center;">Agentteori: Informasjonsasymmetri og Målkonflikt</p> <p style="text-align: center;">Ressursteori: Ressursbegrensninger</p> <p style="text-align: center;">Relasjonsstyring: Uklare forventninger til kompetent kapital og i relasjonen</p> <p style="text-align: center;">Ressursavhengighet: Ikke-gjensidig avhengighetsforhold</p>	<p>Tilførsel og mottak av kompetent kapital kan utfordres av skjulte handlinger og uheldig seleksjon basert på strukturelle utfordringer og informasjonsasymmetri</p> <p>Investors ulike roller skaper utfordringer for tilførsel og mottak av kompetent kapital</p> <p>Ressursbegrensninger fører til redusert tilbud og utbytte av kompetent kapital</p> <p>Ressursavhengighet skaper et ujevnt maktforhold og kan danne grunnlag for nye agentutfordringer</p>
Reduksjon	<ul style="list-style-type: none"> • Forventnings- og målavklaring • Unngår investorer • Kommunikasjon og åpenhet rundt måloppnåelse 	<ul style="list-style-type: none"> • Forventningsavklaring og kartlegging av behov • Avtaleregulering og formalisering av samarbeid • Forstå gründer, bruke tid på relasjon og løse utfordringer gjennom kommunikasjon, egeninnsats og ekstern kompetanse 	<ul style="list-style-type: none"> • Mål- og forventningsavklaring • Klare spilleregler og forutsigbarhet, samt distansering • Hensyntar gründeres personlighet og bygger tillit • Gjensidig forpliktelse i relasjonen • Skaffe/bytte ut ressurser og prioritere 	<p style="text-align: center;">Tiltak for å redusere utfordringer:</p> <p style="text-align: center;">Forventningsavklaring</p> <p style="text-align: center;">Skape forpliktelse</p> <p style="text-align: center;">Informasjonsdeling og åpenhet</p> <p style="text-align: center;">Øke ressursbasen</p>	<p>Forventningsavklaring og objektivitet i relasjon kan øke subjektivt utbytte og er en prioritet</p> <p>Informasjonsdeling og åpenhet er viktige mekanismer kan redusere utfordringer knyttet til informasjonsasymmetri og behov for kontroll</p>

Selv om man i denne oppgaven ikke setter to aktører i samme relasjon opp mot hverandre, så viser perspektivanalysen hva gründerne og investorer subjektivt tenker og har erfart i forhold til potensielle utfordringer og håndtering av disse. Definisjonen av aktørene og informantenes holdning henger godt sammen med forståelsen av relasjonen, og kan være med på å danne grunnlaget for potensielle utfordringer eller velfungerende relasjoner.

Denne studien avdekker at det er utfordringer knyttet til både ressurser og relasjon, og mye tidligere forskning blir bekreftet. Politis (2008) var inne på at investors roller i ulike situasjoner var med på å håndtere utfordringer knyttet til agent-problematikk, relasjonsstyring, ressursbegrensning og ressursteori, og aktiv involvering og/eller monitorering ser i stor grad ut til å være investors måte å håndtere potensielle utfordringer (ansett som risiko) på (De Clercq et al. 2006; Fili & Grünberg 2016; Söderblom et al. 2016).

At gründer er med på å påvirke mottakelsen av den kompetente kapitalen gjennom å være en «gate keeper» og at responsen på investors involvering påvirker hvordan verdi tilføres (Macht 2011), mener jeg å finne indikasjoner på i denne oppgaven. Det illustreres gjennom investors involvering som nevnt i forrige delkapittel, men også særlig sett fra englenes og venturekapitalistenes perspektiv som knytter de største utfordringer mot gründer og gründeres personlighet. Man ser også at entreprenøren kan føle at investor kan virke invaderende og i andre tilfeller ikke forstå hva de holder på med, som virker å påvirke hvordan de responderer på involveringen. Studien

har tidligere diskutert tendenser til at noen gründere ikke ønsker at investor skal involvere seg, og er i dette med på å avgjøre hvordan den kompetente kapitalen blir mottatt. Det kan se ut til at de fleste utfordringer som studien belyser fra entreprenørens perspektiv, knyttes opp mot investors manglende forståelse, interesse og informasjon eller andre mål. Førstnevnte takler de gjerne med å øke informasjonshyppigheten- og mengden. Det blir dermed naturlig å diskutere om forventningsavklaring om arbeidsmetode og målsetting kan være med på å redusere utfordringene de møter på. Under følger en videre diskusjon og teoretiske implikasjoner av funnene i denne studien:

Tilførsel og mottak av kompetent kapital kan utfordres av skjulte handlinger og uheldig seleksjon basert på strukturelle utfordringer og informasjonsasymmetri

Agentteori ble i denne oppgaven benyttet som et rammeverk for å forstå hvordan informasjonsasymmetri kan skape utfordringer (Jensen & Meckling 1976). Når det gjelder utfordringer som oppstår på bakgrunn av ulik tilgang på informasjon og mål- og forventningskonflikt, skildrer litteraturgjennomgangen at mye av dette fører til uheldig seleksjon, skjult handling og overinvolvering fra investors side (Collewaert 2016; Jääskeläinen et al. 2003; Kaiser et al. 2007; Wijbenga et al. 2007) . Denne studien finner støtte for denne type utfordringer:

Studien vitner om at strukturelle forskjeller og ulike målsettinger hos investor og entreprenør representerer utfordringer og påvirker utbyttet partene kan oppleve (Collewaert 2016; Van Osnabrugge & Robinson 2000) . Det fremkommer at erfaringer med venturekapitalistenes involvering kan skape en mistillit hos entreprenøren. Opplevelse av at venturekapitalisten kan skjule sine handlinger for entreprenøren basert på at de har ulike mål eller at han/hun ønsker å gagne egen person, kan skape en utfordring relatert til entreprenørens ønske om å være åpen med investor. Når venturekapitalistene sier de gjerne vil vite alt fra entreprenørens side dersom det oppstår utfordringer, så gjør jo dette saken muligens problematisk dersom slike holdninger eksisterer hos han/henne. Kanskje innehar entreprenøren en tanke om at han selv må løse problemene, da problemer kan føre til at det går negativt utover hans/hennes person. Denne tankegangen illustreres gjerne når entreprenøren sier han må framstå som en «bauta». Grad av åpenhet er helt klart en utfordring som skildres av de ulike perspektivene, men kan etter det perspektivene skildrer se ut til å henge sammen med en holdning om at man arbeider mot felles mål.

Utfordringer knyttet til å balansere grad av personlig og faglig involvering og kontroll (Fili 2014) er for investorer en utfordring, For ventureselskaper gjelder det også å få gründer til å forstå at de må bevare tilstrekkelig distanse, fordi de også må takle agentutfordringer internt i fondet (De Noble 2001; Van Osnabrugge & Robinson 2000). Det at entreprenøren av og til viser manglende forståelse for hvordan venturefond er satt opp, gjør det ikke bare vanskelig for investoren i relasjon, men kan, sett fra forskers perspektiv, også muligens bidra til at entreprenørene knytter utfordringer til person og ikke organisasjonens struktur.

Det at investor øker kontroll for å håndtere risiko, kan skape problemer i forhold til entreprenørens motivasjon (Denis 2004; Wong et al. 2009). Investorene ser ut til å involvere seg og monitorere for å redusere informasjonsasymmetrien og dermed risikoen for skjulte handlinger (Söderblom et al. 2016), men som både entreprenører og investorer selv påpeker, kan dette slå feil vei. Det kan bremse selskapets utvikling og føre til

prioriteringer av saker som tar fokus vekk fra verdiøkende aktiviteter. Overinvolvering / invadering er en konkret utfordring (Kaiser et al. 2007), og investorene nevner grad av involvering og tilknytning som konkrete utfordringer på sin side. Venturekapitalister oppfattes også som relativt utålmodige, men virker også mer overvåkende, mens engler som i større grad oppfattes som mentorer og hjelpere (Fili 2014; Mason 2008; Politis 2008; SæTRE 2003). Det kan dermed se ut til at verdien avhenger av hvordan entreprenøren tolker venturekapitalisten. Zacharakis et al. (2010) sier er det rom for ulike syn på hva som er investors jobb og hvordan entreprenøren tolker dette. Det er en balansering av roller inne i bildet og en forståelse av egne og den andres parts motiver ser her ut til å påvirke om venturekapitalisten oppfattes som positiv eller negativ i sin involvering, og dermed sin verditilførsel.

Ulik tilgang på informasjon skaper utfordringer i forhold til uheldig seleksjon av investeringsobjekter, men selv om litteratur vitner om at englene gjerne er mer utsatt for dette enn venturekapitalistene (Hoyos-Iruarrizaga et al. 2017), så vitner denne studien om at uheldig seleksjon er utfordrende for begge parter. Det knyttes særlig til at entreprenørens livsvalg eller samarbeidsevne først blir avdekket lenger inn i samarbeidet og er vanskelig å avdekke eller glemmes i de tidligste faser. Investor besitter ikke denne type informasjon i tidligste faser (Brettel et al. 2013). Sårbarheten i oppstartsselskaper belager seg i stor grad på menneskene involvert, og private og/eller tilfeldige hendelser er her med på å representere en risiko som kan være vanskelig å forutse for både venturekapitalister og engleinvestorer.

Strukturelle forskjeller skaper også utfordringer for entreprenørene når det gjelder å motta kompetent kapital. De skildrer ulike holdninger til å ta hvem som helst sine penger. Noen entreprenører vil i større grad stille krav til investorene sine, og forstår hva det innebærer, mens det fremkommer at ikke alle vet hva de setter seg utfor. At grad av erfaring kan ha noe å si for hvordan investor oppleves, kan en se tendenser til i tidligere forskning (Zacharakis et al. 2010). Likevel, fordi venturekapitalister f.eks. ikke har ressurser til å alltid involvere seg på personlig og dypt faglig nivå (De Clercq et al. 2006; Van Osnabrugge 2000), så kan de oppleves som noen som ikke er interessert i selskapet eller forstår hva de holder på med. Om situasjonene som skildres faktisk belager seg på manglende forståelse kan jeg ikke i denne studien kontrollere for, men det er opplevelsen som skildres av entreprenørene. Ved å øke informasjonen ønsker entreprenørene å unngå dette, men venturekapitalister sier på sin side at i slike situasjoner opplever de overflod av informasjon og at de heller ønsker beslutningspunkter. Her er det dermed grunnlag for utfordring knyttet til å finne en balansegang og skape en forståelse av relevant informasjon, og overkomme informasjonsasymmetri på en hensiktsmessig måte.

Investors ulike roller skaper utfordringer for tilførsel og mottak av kompetent kapital

Entreprenører kan oppleve at investors involvering og kritikk setter spørsmål ved deres tankesett, mens dette fra investorens side kan være ment som kritisk innfall for å bringe selskapet fremover (Zacharakis et al. 2010). Tilsvarende fremkommer fra investors perspektiv, som skildrer at det å være brysk kan være utfordrende, men er ment som veiledning. *Rollekonflikten* skaper altså utfordringer når det gjelder å tilføre og motta kompetent kapital (Fili 2014). Det kan se ut til at gründer kan ta forretningsmessige bidrag personlig, som kan skape en utfordring knyttet til mottakelse av råd.

Videre er det en utfordring knyttet til å balansere involvering og bevare tilstrekkelig distanse, og man ser at rollen til investor kan endre seg noe basert på situasjonen de befinner seg i. De kan oppleves og selv føle på å være både på samme og ulik side av bordet. Det fremkommer i funnene rundt verditilførsel at entreprenørene kan synes det er enklere å teste ideer på interne, som altså er investorene. Særlig det at engleinvestorer av og til en del av eller får en tett og personlig relasjon til selskapet, gjør at man gjerne står sammen i nye finansieringsprosesser. På den annen side, ser man for venturekapitalister at disse gjerne går over til å sitte på andre siden av bordet i finansieringsprosessene.

Denne «innside»-tankegangen og manglende evne til å bevare distanse, kan dog også by på utfordringer i forbindelse med «kollektiv blindhet» i beslutningstaking. Det kan dermed føre til at man har for mye tiltro til hverandre og ikke er kritiske (De Clercq & Sapienza 2005). Venturekapitalistene skildrer også «det negative avhengighetsforholdet», som kan komme i veien for profesjonell beslutningstaking. Det er dermed utfordringer i relasjon knyttet til balansering av roller og involvering (Fili 2014), distansering (De Clercq & Sapienza 2005; De Clercq et al. 2006) og hard beslutningstaking i tette relasjoner (Sapienza et al. 2000), som kan medføre negative konsekvenser for selskapets utvikling.

Ressursbegrensninger fører til redusert tilbud og utbytte av kompetent kapital

Hadde døgnet hatt flere timer, tror jeg utbyttet av kompetent kapital ville sett færre begrensninger. I litteraturen avdekket jeg at potensielle konsekvenser av investors ressursbegrensninger kan være redusert utbytte og tilbud av kompetent kapital. Det bekreftes av denne studien gjennom resultatene fra de ulike perspektivene. En utfordring er nemlig å vie nok tid til å både tilby og motta kompetent kapital. Samtidig kan investorens prioriteringer eller krav til rapportering og dokumentasjon representere en utfordring for en gründer med begrenset kapasitet og tid, hvilket gjør at dette kan gå på bekostning av det gründer mener er viktigere arbeid og selskapets utvikling (Collewaert 2016; Jääskeläinen et al. 2003; Kaiser et al. 2007; Wijbenga et al. 2007). Entreprenøren står ovenfor utfordringer knyttet til å ha for få interne ressurser som gjerne må svare til investors krav, som igjen kan ta fokus vekk fra selskapets utvikling (Jääskeläinen et al. 2003), samtidig som de ikke nødvendigvis har tid til å bruke investorenes kompetanse nok. Det kan altså se ut til at både investors og entreprenørs ressursbegrensninger gir grobunn for utfordringer knyttet til å dra nytte av kompetent kapital.

Studien vitner likevel om at venturekapitalisten på sin side, mener at inntekter skal prioriteres. På bakgrunn av måten de er satt opp, kan ikke venturekapitalisten gå inn i dybden av sine prosjekter (De Clercq et al. 2006; Van Osnabrugge & Robinson 2000). Følelse av investors manglende interesse og kompetanse er helt klart en utfordring sett fra entreprenørens perspektiv (De Noble 2001), men venturekapitalistene selv mener de ikke skal inneha denne detaljkunnskapen. Uklar forståelse av egen og den andre parts kompetanse og verditilførsel, ser dermed i denne studien ut til å være grunnlag for utfordringer. Entreprenører opplever ulik grad av personlig interesse og tilknytning til prosjektet, som ser ut til å kunne føre til ulik tolkning av investors motiver og målsetting.

En venturekapitalist står ovenfor tidsbegrensninger og ulik evne til å involvere seg i ulike selskaper, samt må prioritere (Hellmann & Puri 2002). Venturekapitalister passer nøye på å bevare distanse og ikke være operasjonelt aktiv, og blir nødt til å foreta prioriteringer basert på behov og eventuell krise (Gomez-Mejia et al. 1990). Det at

de prioriterer risikoen de kan håndtere vitner om at involveringen og den verdien de forsøker å tilføre er en måte å kontrollere investeringene på (Politis, 2008). Det at venturekapitalistene beveger seg inn i tidligere faser, men i utgangspunktet er opptatt av skalering og exit, samt ikke å inneha dybdekompetanse, kan skape utfordringer dersom entreprenørens forventninger ikke samsvarer med dette (Collewaert 2016; Hellmann & Puri 2002).

Engleinvestorene opplever på sin side at de kan bli for involvert og dermed kan befinne seg i en situasjon med begrenset tid. Samtidig belyser studien at engleinvestor har begrenset kompetanse og tid og dermed velger sine investeringer basert på dette. I tillegg står engleinvestor ovenfor mulig kapitalbegrensning i nye investeringsrunder. Likevel ønsker de å vie sine ressurser til dette (Fili 2014).

Fordi det er begrenset med ressurser hos både entreprenør og investor, kan dette gå utover tilbudet og utbyttet av kompetent kapital.

Ressursavhengighet skaper et ujevnt maktforhold og kan danne grunnlag for nye agentutfordringer

At entreprenører ikke kan måle hva slags verdi investor kan tilføre selskapet før i etterkant av relasjonen, skaper et rom for utfordring (Brettel et al. 2013). Entreprenørens perspektiv belyser at investorene har større makt enn dem og flere investorer hevder de ikke går inn i et samarbeid med mindre de er sikret innflytelse. Selv om dette er faseavhengig, kan det se ut til at det er i viktige beslutninger i tidligfase og selskapets kritiske tider at innflytelse blir spesielt viktig (Gomez-Mejia et al. 1990). Til tross for at det poengteres at investor er avhengig av kompetansen i selskapet og gjerne entreprenøren, så er entreprenørens holdning at han i en konfliktsituasjon vil tape for investorens makt. Dette er en klar utfordring når det gjelder ressursavhengighet sett fra entreprenørens perspektiv, fordi det kan føre til at han/hun må ofre egne interesser for tilgang på ressursene. Entreprenøren kan i tilfeller måtte ta en avveining mellom kontroll og selskapets suksess, dersom han ikke evner å styre selskapet på en måte investor ønsker (Wasserman 2008). Selv om det også fremkommer at gründerne vet de sitter på kompetanse og dermed innflytelse, virker det som om det er den finansielle kapitalen entreprenøren er avhengig av som skaper opplevelsen av den ujevne maktdistribusjonen (Collewaert 2016; Gomez-Mejia et al. 1990).

Det fremkommer i funn at både investor og entreprenør anerkjenner at gründer bør besitte kontroll for å være motivert. Særlig engleinvestorene og entreprenørene selv kommuniserer dette, og vitner muligens om at kanskje engleinvestorer som har vært gründerne selv har en forståelse av hva som holder gründer motivert. Videre belyser studien at entreprenørene opplever og kjenner på kroppen det ujevne risikobildet. For mens venturekapitalister sitter på store porteføljer og har en målsetning om å lykkes med denne (Gomez-Mejia et al. 1990), har entreprenøren gjerne ett eller få prosjekter han fokuserer på. Det kan se ut til at det er med på å skape en redusert tillit til venturekapitalisten og gjør det vanskelig å være åpne og ærlige, fordi investoren oppfattes som å takle dårlig nytt dårlig og dermed vil foreta handlinger som vil gå utover gründer. Når det gjelder engleinvestorer skjer dette i mindre grad og de opplever at han/hun investerer i gründer og teamet og troen på dette, kontra selskapets objektive finansielle potensiale.

Man skal dog ikke kimse av ressursene selskapet besitter. Investorene inngår et samarbeid fordi de har troen på selskapet og/eller entreprenøren, og de er i mange tilfeller prisgitt entreprenørens gjennomføringsevne

(Knockaert & Vanacker 2013; Söderblom et al. 2016). For en engleinvestor som ikke har så mange prosjekter, blir investeringene gjerne låst og vanskelig å komme ut av, og eget utbytte er dermed avhengig av selskapets svingninger. Fordi engler har begrenset med mulighet til å følge opp investeringer (Kim & Wagman 2016), kan de ha vansker med å påvirke dette finansielt. Venturekapitalistene bærer en mindre risiko fordi de er mindre involvert og har større porteføljer (Gomez-Mejia et al. 1990), men heller ikke de individuelle prosjektene de har investert i vil lykkes dersom for mange uforutsette hendelser dukker opp. Ofte er det også entreprenøren eller gründeren som besitter dybdekompetansen som kan være kritisk for å lykkes. I tidligfase kan mye forsvinne dersom gründer ikke fullfører, noe som kommer frem av venturekapitalistens perspektiv.

Ressursavhengigheten belyst fra de ulike perspektivene virker å henge sammen med investorenes reelle innflytelse, samt entreprenørens motivasjon for å søke investering (Schmidt 2014). Hvis motivasjonen kun belager seg på finansiell kapital, men investor ønsker innflytelse gjennom å kontrollere sine investeringer, ser det ut til at det her kan være konflikt i interesser. På den annen side, hvis entreprenøren i bunn og grunn er ute etter investors kompetanse og erfaringsgrunnlag, vil kanskje denne innflytelsen virke positivt og maktforholdet blir mindre viktig. Det er mange faktorer som kan spille inn her, og entreprenørens motivasjon om å selv bli rik eller herre over eget selskap (Kim & Wagman 2016; Wasserman 2008), vil nok være med på å styre tolkningen av relasjonen. Ressursavhengighet ser dermed ikke ut til å presentere en så stor utfordring, dersom begge parter er på samme linje og arbeider mot samme mål, fordi makten ikke vil måtte utspilles på samme måte. Dersom målsettingen og interessene viser seg å ikke være på linje, kan det se ut til at ressursavhengigheten faktisk er med på å skape nye agentutfordringer og en negativt holdning til relasjonen (Collewaert & Manigart 2016).

Forventningsavklaring og objektivitet i relasjon kan øke subjektivt utbytte og er en prioritet

Relasjonsutfordringer ser i stor grad ut til å omhandle tosidig innsats og relasjonsstyring, noe som anses som viktig av både investor og gründer. Utveksling av ressurser i relasjon påvirkes i stor grad av forventningene til denne (Huang & Knight 2017). Etersom mange utfordringer unngås ved at hverken investor eller gründer inngår samarbeid fordi de er ukomfortable med relasjon og/eller intensjoner, er det utfordringer i relasjonen i etterkant av investeringen som må håndteres. Disse ser nemlig ut til å henge sammen med partenes subjektive opplevelse av den kompetente kapitalen. En velfungerende relasjon ser ut til å være hovedprioritet hos samtlige, da kjemi, person, felles interesser og målsetting, spilleregler og formaliteter blir særlig vektlagt i respondentenes svar og nevnes i flere omganger i denne diskusjonen. Å bli godt kjent og avdekke eventuelle ulikheter før man inngår et samarbeid, kan se ut til å bli viktig. Dette påpeker det De Clercq et al. (2006) også er inne på.

Videre er både distanse til prosjektet og sin investor/investeringsobjekt, samt objektivitet viktig for begge parter for å unngå å havne i en vanskelig situasjon dersom beslutninger må tas eller uenigheter oppstår (De Clercq et al. 2006). Fra gründerens side kan objektivitet være utfordrende på grunn av emosjonell tilknytning til prosjektet, men for investor kan dette være avgjørende. Som funnene fra venturekapitalistene poengterte, så er distanse viktig for å kunne foreta de riktige, profesjonelle valgene når en arbeider mot målet. Å ha motstridende interesser ved at man er for involvert i virksomheten, kan bli ødeleggende når man skal foreta en exit.

Felles forpliktelse til relasjonen kan bidra til arbeid i «samme retning» og minke potensielle agentutfordringer

De emosjonelle forventningene investor har knyttet til åpenhet og ærlighet fra gründers side, belager seg nok også i stor grad på at de investerer tid og ressurser i noe de ønsker at skal lykkes. Det forklarer forventningen om dedikasjon og innsats fra gründers side, som kan tolkes i lys av en forpliktelse (Schmidt 2014; SæTRE 2003). At gründer er forpliktet kom også frem av ønsket om at gründer er incentivert og dermed kan incentivering tolkes som en måte å redusere risikoen knyttet til relasjon og gründers gjennomføringsevne (Söderblom et al. 2016) og sørge for at de jobber for felles interesser (Denis 2004). Det fremkommer at entreprenøren anser like interesser som en buffer når andre utfordringer skulle oppstå, og kanskje er dette fordi man da har en følelse av felles emosjonelle forpliktelser (Huang & Knight 2017). Ettersom entreprenørene mener de er relativt maktesløse i etterkant av investeringen blir fokus på kartlegging i forkant og/eller samkjøring i målsetting viktig for å ikke senere havne i vanskelige situasjoner. Det er diskutert i tidligere litteratur at strømlinjeformede interesser kan bidra til å redusere sammenstøt (Turcan 2008). Det kan dermed se ut til at like interesser er med på å forme et mer positivt syn på relasjonen (Collewaert & Manigart 2016). Denne studien vitner om at en følelse av felles emosjonelle forpliktelser og mål kan være med på å redusere potensielle agentutfordringer.

Informasjonsdeling og åpenhet er viktige mekanismer som kan redusere utfordringer knyttet til informasjonsasymmetri og behov for kontroll

Tidligere teori poengterer at det er ulike strategier for å håndtere risiko knyttet til prestasjon og relasjon (Söderblom et al. 2016). Som tidligere nevnt er investorenes involvering og verdiaktiviteter gjennomført med mål om å redusere risiko og utfordringer baser på tanker om gründers manglende evne til å prestere og behov for ekstern kompetanse og ressurser (Fili & Grünberg 2016; Söderblom et al. 2016). Når det gjelder reduksjon av potensielle utfordringer, vil engleinvestorer involvere seg aktivt og bruke energi (Huang & Pearce 2015; Söderblom et al. 2016; Van Osnabrugge 2000), mens venturekapitalister belager seg på kontrakter og kontrollmekanismer (Van Osnabrugge 2000). Det belager seg nok i stor grad på venturekapitalistenes makt og målsetting, og engleinvestorenes personlige interesse og evne til å bruke tid.

Monitoreringsaktivitetene er i stor grad med på å skulle hindre agentproblematikk gjennom bedre informasjon (Fili & Grünberg 2016; Söderblom et al. 2016). Fordi mye fokus på monitorering og kontroll kan oppfattes som destruktivt for entreprenørene (Wijbenga et al. 2007), vil en balanse mellom monitorerende aktiviteter og faktisk assistanse basert på entreprenørenes behov, se ut til å være fordelaktig skal man tolke signalene fra perspektivene som i denne oppgaven belyses.

Det er ikke slik at entreprenører ikke vil dele informasjon, men i større grad vil gjøre dette dersom de opplever en interesse hos investor. Det kan virke som om tolkningen til entreprenører av investors manglende forståelse belager seg på mangel av informasjon, hvilket gjør at de anser informasjonsdeling som nødvendig. Dette stemmer godt overens med det faktum at entreprenøren kan redusere informasjonsasymmetri og dermed behov for styring gjennom å rapportere og informere (Kaiser et al. 2007). Det kommer klart frem av alle perspektiver at tillit og åpenhet er viktig i relasjonen, samt at man er ærlig både i form av hva man sier, gjør og hvem man er. Reduksjon

av utfordringer fra begge parter, ser dermed ut til å belage seg på å gjøre en innsats for å bevare dette i relasjonen. Grad av tillit ser også ut til å påvirke investorens behov for styring. Det kan se ut til at en uformell, normativ relasjon, basert på felles målsetting, fører til at entreprenøren ønsker å være mer åpen, hvilket også har vært foreslått i tidligere forskning (Huang & Knight 2017). En følelse av at investoren spiller på lag er dermed en viktig del av entreprenørens oppfattelse av kompetent kapital og villighet til å høre, samt være reseptiv for investors involvering (Macht 2011).

Det ser altså ut til at reduksjon av utfordringer i relasjon og basert på informasjonsasymmetri kan takles gjennom åpen kommunikasjon og samarbeid med gjensidig innsats (Sapienza et al. 2000).

KAPITTEL 6: PRAKTISKE IMPLIKASJONER, SVAKHETER VED STUDIET OG ANBEFALING TIL VIDERE FORSKNING

Praktiske implikasjoner

Denne studien skal være med på å belyse hvordan aktørene kan realisere noe av potensialet i kompetent kapital, gjennom å få en bedre forståelse av de ulike perspektivene og deres forståelse og opplevelse av dette. Dette gjøres for å skape en forståelse av hvordan aktørene generelt tolkes og hvordan de selv tenker. Forhåpentligvis bidrar dette til en bedre forståelse, eventuelt en bekreftelse på tidligere kunnskap som kan være nyttig i praktisk anvendelse av kompetent kapital. Forhåpentligvis har en inklusjon av entreprenørens perspektiv vært med på å skape en større forståelse av hva disse ser etter når de søker kompetent kapital, samt at engleinvestorens perspektiv skaper en forståelse av disse.

En forståelse av hvem man har med å gjøre, felles målsetting og visjoner, ser ut til å danne grunnlaget for en god relasjon, da man har felles tiltro til hverandre. I praksis ser det dermed ut til at forventningsavklaring i forkant av investering kan være med på å redusere potensielle utfordringer som kan oppstå i etterkant av investeringen.

Jeg håper denne studien er med på å informere nye investorer som tenker å investere i tidligfaseselskaper om hva de setter seg selv utfor. Som både gründer- og investorperspektivet belyser, så er ikke dette en passiv investering, og man bør ha like god, om ikke bedre, menneske- og risikoforståelse, som økonomisk forståelse. I tidligfase henger disse komponentene sammen. Samtidig håper jeg det er med på å skape en forståelse blant gründerne om hva slags prosesser de velger å ta del i når de velger investorer som ønsker å bidra aktivt i virksomheten. Det er flere som har gjort dette før meg, men forhåpentligvis er dette med på å belyse noe av dette på en litt annen måte og fra et norsk perspektiv.

Spesifikke praktiske implikasjoner for entreprenør

Denne studien indikerer at til tross for at noen entreprenører mener de bør ta pengene som ligger på bordet og investoren som kommer med denne, så har faktisk entreprenøren en rolle å spille både når det gjelder mottak av kompetent kapital og hva han/hun faktisk får. Entreprenøren selv spiller en veldig viktig rolle i hvordan investor

faktisk evner å tilføre verdi. Entreprenøren som besitter viktige ressurser i form av kompetanse, kan stille krav til investorene og det kan se ut til at de som finner investorer som matcher sine krav har inngått i en relasjon med klare forventninger og forpliktelser. Dette er viktig for entreprenøren å vite, slik at han ikke havner i situasjoner der investor utnytter entreprenørens manglende erfaring med denne type investeringer.

Investor (både engleinvestor og venturekapitalist) forventer personlig anerkjennelse og å være med å skape resultater, i tillegg til potensiell økonomisk avkastning. Dette er dermed en viktig faktor for entreprenører å ta stilling til når de søker denne type kapital, nettopp fordi de selv har en rolle å spille i hvordan investor kan oppfatte personlig utbytte av denne.

Spesifikke praktiske implikasjoner for investor

Denne studien bunner ut i noen spesifikke praktiske implikasjoner for investor: Utsagnene i denne studien vitner om noe negative holdninger til «kompetente investorer» og at entreprenører kan anse investor som lite kompetent eller interessert. Det kan i så måte være viktig for investor å kommunisere klart og tydelig sin målsetting og kompetanse.

Studien finner at en investors kompetente kapital i form av domeneerfaring oppleves som kortvarig, mens generisk entreprenørerfaring har en relativt evigvarende verdi og kan utnyttes i større grad. Dette er dermed en viktig komponent for investorer å merke seg, at verdien de kan tilføre på dette punktet vil kunne forringe. Videre er kompleksitet et element som bør vies oppmerksomhet når det gjelder å tilby kompetent kapital. I dag lever vi i et samfunn der disruptive teknologier blomstrer opp, og det er ikke nødvendigvis slik at investor med mye erfaring har forståelse for denne teknologien. For engleinvestorer som ønsker å være operasjonelt aktive, er det dermed viktig å forventningsavklare med gründer og sikre lik forståelse av jobben som skal gjøres og i den grad investoren bør være involvert og hva slags erfaringer han/hun bør spille på. Kompetent kapital kan oppleves som utfordrende og/eller demotiverende for entreprenøren dersom investors kompetanse oppfattes som mangelfull eller forstyrrende, involvering oppfattes som invadering, eierskap fører til utvanning og/eller investors involvering tar fokus vekk fra selskapets utvikling.

Selv om investorer kan være opptatt av innflytelse og kontroll, så er det viktig å tilpasse seg ulike entreprenører. Det kan skape lite samarbeidsvillige entreprenører, og er på den annen side med på å skape utfordringer i utvekslingen og relasjonen mellom partene. Det man ser her er dermed at investor kan gjøre en innsats i å bidra til entreprenørens mottakelse av kompetent kapital. At aktiv involvering kan tolkes som invadering fra entreprenørens side, kan vitne om at investor i større grad bør evne å tilpasse seg entreprenørens subjektive behov og person, eller alternativt skape en større forståelse hos entreprenøren rundt hva han/hun har begitt seg ut på. Uavhengig av investors motiv, handler det altså om å matche egen kompetanse med entreprenørens behov, og forhåpentligvis vil dette føre til en mer positiv opplevelse av tilbud av kompetent kapital.

Spesifikke praktiske implikasjoner for politiske beslutningstakere

Denne studien påpeker viktigheten av kompetent kapital og har ikke hatt hensikt å belyse dette fra et policy perspektiv eller med hensikt å kunne ut i den type anbefalinger. Den tar for seg potensialet som ligger i kompetent kapital og aktivitetene investor er med på å utføre, hvilket kan være med på å skape en forståelse av hvordan disse bidrar med kompetent kapital. Det er viktig å påpeke og skape en forståelse av at politiske initiativer og eventuelle skatteordninger, vil kunne være med på å enten hindre eller realisere potensialet som ligger i kompetent kapital.

Denne studien bidrar til å forstå hvordan engleinvestorer og venturekapitalister tilfører verdi i form av kompetent kapital. Det er grunn til å nevne at norske incentivordninger, som i skrivende stund har blitt noe bedre når det gjelder privatinvesteringer inn i tidligfase, har en påvirkningskraft på tilbud av denne typen kapital. Videre er det viktig at politiske beslutningstakere har en forståelse av at de har en påvirkning også på hvordan incentiveringen i fond fungerer og hvilken jobb venturekapitalister faktisk gjør. Politiske beslutningstakere kan kanskje ikke gjøre så mye med kompetansen hos de ulike eller viljen deres til å ta risiko, men de kan legge rammer som muliggjør en realisering av potensialet kompetent kapital drar med seg.

Svakheter og begrensninger ved studien

Denne studien kan ikke benyttes til å stadfeste noe konkret eller felles om verken entreprenører, engleinvestorer eller venturekapitalister. Internt i perspektivgruppene har det vært individer med erfaring på flere av områdene og dermed har vært med å belyse flere av perspektivene der det har vært relevant. Det skaper et analytisk problem, fordi en person kan belyse 2 perspektiver med samme holdning og tanke og erfaringsgrunnlag. Videre er det heller ingen kontroll for hva slags venturekapitalister eller engleinvestorer de ulike har vært i kontakt med, hvilket byr på en rekke variasjoner som ikke kan sammenlignes. Videre er det heller ingen kontroll for hvilke stadier de ulike selskapene har befunnet seg i, både når det gjelder de som er intervjuet og de som blir skildret gjennom investorenes erfaringer. At informantene ikke befant seg på samme stadium/bransje, var oppfinner eller hadde kommet inn på et senere tidspunkt som entreprenør, eller hadde samme type erfaringsgrunnlag, vanskeliggjør også en god sammenligning internt i perspektivene også.

Studien har heller ikke sett på sammenhengen mellom investors finansielle bidrag og investeringsstruktur, opp mot monitorering, involvering og verdi. I stedet har den tatt utgangspunkt i at det i tillegg til kompetanseinvesteringer tilbys finansiell kapital. Det er en sterk begrensning ved studiet, fordi det er interesser i selskapet som kan være med på å påvirke dynamikker som i denne oppgaven er berørt, samt om personen representerer seg selv eller er tilknyttet en større gruppe investorer.

En annen klar begrensning ved studien er mengden data på avsatt tid og min evne til å analysere denne. Først og fremst var jeg både intervjuer og analyserer, hvilket kan gjøre at mine forutinntatte meninger og tanker kan ha vært med på å påvirke tolkningen av disse. Videre gjorde utvikling i både oppgave, analyse og ferdigstilling av resultater og presentasjon, at ulike metoder for analyse ble kombinert og kan ha ført til mye prosessering av dataene som kan ha påvirket resultatene.

Jeg vil også påstå at det foreligger en begrensning i den utarbeidede intervjuguiden og gjennomføring av intervjuene, der spørsmålenes generelle karakter kan ha vært utfordrende for informantene å forholde seg til. Den retter seg mot «what's on top of their minds», og dreier seg om retrospektive refleksjoner og erfaringer. Det er klart at med mer konkrete spørsmål, ville kanskje oppgaven bydd på mer konkrete eksempler til å understreke funnene som her ble avdekket, og ikke svar av like generell karakter.

Anbefaling til videre forskning

Denne oppgaven viser tendenser til at definisjonen av kompetent kapital er mangelfull i den form den blir kommunisert og tolket, og jeg har foreslått en generisk definisjon basert på kompetent kapital som en investering som gjøres i selskapene. Diskusjonen skaper dog et spørsmål om kompetent kapital også kan være en eiendel/egenskap hos investor, og ikke bare sosiale ressurser som human og sosial kapital som utveksles sammen med finansiell kapital. Om det så skulle være at en kan se på kompetent kapital på lik linje som human og sosial kapital, så kunne et interessant emne for videre forskning vært å se på hva som øker/reducerer en investors kompetente kapital, hvordan denne omsettes til verdi og hva som påvirker denne. Det er litt på siden av hvordan begrepet har vært benyttet i denne studien, men dog et interessant spørsmål i mine øyne.

Selv om dette har vært en oppgave hvor jeg diskuterer ulike definisjoner og innhold og områder rundt kompetent kapital, så faller det hele ned på en ting: dersom gründer og investor ikke forstår hverandre, så vil de ikke føle hverken forståelse eller gjennomslag for ideer man ønsker å dele. For når gründer selv sier venturekapitalistene ikke skjønner hva de holder på med, så viser det klart at det er grunnlag for utfordringer, være seg om det er venturekapitalistens manglende interesse eller tid til å dykke ned i detaljer eller gründerens evne til å formidle og forstå. Er det én ting som kjennetegner gründerne så er det driven og en stahet som flere av respondentene skildret, mens investor på sin side ønsker påvirkning og kontroll på sine investeringer, men også gjennomslag for kompetanse og erfaring. Jeg er inspirert av en av informantene som poengterte nettopp dette, nemlig at hverken gründer eller investor alltid vet hva slags kompetanse de selv og/eller den annen part besitter. En anbefaling til videre forskning kunne dermed være å se på forståelsen mellom investor og gründer som en potensiell faktor som påvirker utvekslingen av kompetent kapital. Videre vil jeg helt klart anbefale å gjøre en studie basert på aktører som har en relasjon til hverandre. Det kan hindre at man, som denne studien dessverre belyser, blir offer for en rekke «svarte hull» basert på at perspektivene skildrer erfaringer med personer og situasjoner som er både person- og kontekstbetinget og man kan ikke sette disse opp mot hverandre. Dermed vil man ikke kunne skildre oppfattelser av samme situasjon, men generelle holdninger til erfaring med kompetent kapital, som betyr ulike ting avhengig av hvem man prater med og om. Det kunne vært interessant å foreta forskning på dyader der man så på hvordan utvekslingen av kompetent kapital ble oppfattet av investor og gründer som har relasjon med hverandre og som befinner seg i samme kontekst.

En arena for videre forskning kunne også være å se på utfordringer og risiko som årsak-virkning i dyadisk forhold. Å se på om det er ulike årsaker som fører til utfordringer og videre hvordan de så håndteres. Denne oppgaven gir en implikasjon på at ulike forventninger, målsettinger, motivasjoner og relasjonsforståelse er med på å danne grobunn for utfordringer, men er ikke designet for å kunne gi en klar konklusjon på om dette er tilfellet. Studien

skildrer at involvering benyttes for å håndtere eller redusere potensielle utfordringer, men vet investorer egentlig alltid hva de setter seg selv utfor? Holdningene skildret av respondentene kan tyde på at det er ulike erfaringer med investors risikoforståelse. Et dypdykk inn i investors risikoforståelse kunne kanskje vært et interessant emne for videre forskning.

Opgaven vitner også om at aktørers og perspektivenes holdning har mye å si for om kompetent kapital oppfattes som positivt eller negativt, og det kunne vært interessant å grave videre inn i ulike holdninger til ulike typer investorer og hva dette faktisk kommer av. Man ser i Norge en tendens til mangel på privat kapital, samt gründere som føler seg lurt av investorer, så hvordan kan man da ta sikte på at skattelettelser og politiske incentiver vil løse problemet? Dersom det er en grunnleggende holdning hos ulike aktører som påvirker utveksling av kompetent kapital, så er vel dette et område det kan være lurt å forstå. Derfor vil jeg igjen anbefale å grave enda dypere inn i hvordan investor og daglig leder kan samarbeide for å sikre best mulig utveksling av de sosiale ressursene på noe som oppleves som rettferdig av begge parter (Huang & Knight 2017; Macht 2011).

Videre kunne det vært interessant å grave videre i forventninger og se om investor følte at ens personlige forventninger ble innridt, gjennom å følge for eksempel en investeringscase fra inngåelse av samarbeid til exit. Å se på forskjeller i kjønn kunne også vært interessant, ettersom intervjuene i denne studien kun har vært gjennomført med menn. Her kunne man også sett på om hvordan partene fant hverandre, hadde noe å si for forventningene og utvikling i relasjonen, og om tilnærming i relasjon var ulik. Fordi dette studiet belager seg på informantenes erfaringer og er retrospektivt, så er mye også knyttet til hva informantene husker, og dermed ikke nødvendigvis få tak i faktiske reaksjoner underveis i samarbeidet, men informantenes refleksjon over tidligere hendelser. Derfor vil det å kunne følge en relasjon over tid, gjerne med selskaper som både har venturekapitalister og engleinvestorer inne, på samme eller ulikt tidspunkt, være interessant for videre forskning.

Som belyst under begrensninger ved studien, har ikke denne oppgaven tatt for seg sammenheng mellom investert kapital og investors verditilførende aktiviteter og involvering på noen annen måte enn hva som er kommunisert av informantene. Om investor investerer kompetanse mot eierskap eller også har finansielle interesser, vil kanskje være med på å styre behovet for involvering og kontroll. Det vil dermed være et interessant tema for videre forskning å se på entreprenørens reseptivitet og investors involvering basert på investors størrelse på kapitalinvestering. Dette kunne også vært foretatt i en kvantitativ studie, der man også så på eventuell kausalitet.

Til sist er et rom for videre forskning å se på hvor flinke gründere egentlig er til å forstå sine investorer og hvilken jobb de gjør i fasen når de søker investeringer. Tidligere forskning har så langt vært rettet mot pre-investeringsaktiviteter hos engleinvestorer og venturekapitalister, men kunne en kartlegging fra gründers side og hans/hennes erfaringsgrunnlag vært med på å påvirke hvordan kompetent kapital ble utvekslet og oppfattet mellom partene (Macht 2011; Zacharakis et al. 2010)?

KAPITTEL 7: KONKLUSJON OG SVAR PÅ PROBLEMSTILLING

Denne masteroppgaven er gjennomført på bakgrunn av et økende fokus på viktigheten og finansiering av oppstartsselskaper gjennom private investeringer. Denne studien forsøker å tette gap ved å presentere teoretisk og eksplorativ kvalitativ forskning på kompetent kapital og belyse dette fra både entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv. Ved å vie oppmerksomhet til individer som belyser de ulike perspektivene og dermed danne en case-studie, tilfører dette en innsikt i kompetent kapital sett fra tilbyders og mottakers side.

Etter å ha diskutert de 3 forskningsspørsmålene i [Kapittel 5](#), vil jeg i denne delen forsøke å slå det hele sammen i et svar på den øvrige problemstillingen. Hvordan kompetent kapital oppleves av tilbyder (investor) og mottaker (entreprenør) og de underliggende forventninger til denne, har i denne studien blitt undersøkt gjennom å skape en forståelse av aktørenes definisjoner, motivasjoner, verditilførsel, involvering/relasjon og utfordringer og håndtering av disse. Et mål med denne studien har vært å operasjonalisere ulike deler av kompetent kapital og belyse dette fra entreprenørens, engleinvestorens og venturekapitalistens perspektiv. Hensikten med studien har vært å skape en forståelse av hvordan mulighetene som ligger i kompetent kapital kan realiseres på best mulig måte og berike tidligere forskning på emnet. Gjennom å se på de 3 perspektivene isolert, men også diskutere disse opp mot hverandre, vil en til nå forhåpentligvis ha blitt noe klokere på hvordan de ulike ser på kompetent kapital og den verdien og utfordringer det drar med seg. Inklusjon av entreprenørens perspektiv har vært med på å skape en forståelse av kompetent kapital sett fra både tilbyder og mottakers side, samt hvilke forventninger de egentlig har til den andre part i relasjonen og den kompetente kapitalen. Studien bringer også med seg at den er belyst fra et norsk perspektiv og også gir et innblikk i engleinvestorenes verden.

Hvordan forstås «kompetent kapital» av entreprenøren, engleinvestoren og venturekapitalisten og hva kreves av denne type investering?

Denne studien vitner om at kompetent kapital har ulik betydning basert på selskapets bransje, behov og fase, samt investors målsetting og motivasjon. Det er dog enighet om at kompetent kapital har med noe mer enn penger å gjøre. Ulikhetene handler mer om hvordan dette tilbys og det er nettopp derfor en forventningsavklaring kan være grunnleggende for å forstå hva det er man faktisk går inn i. For noen vil det være mer hensiktsmessig at kompetanse og kapital ikke kommer sammen (Choi & Stack 2005), mens andre mener eierskap er en ressurs i seg selv som er med å løfte selskapet. Studien vitner om at en viktig dimensjon og oppfattelse av kompetent kapital omhandler investors evne til å håndtere risiko og forstå seg på tidligfaseselskaper og hjelpe selskapet fremover med sin kompetanse, erfaring og nettverk. Kompetent kapital handler om hva man tilbyr og hvordan man tilbyr dette. Det er en aktiv investering der selskapets behov, fase, entreprenør og situasjon er med på å bestemme hva og hvordan dette bør tilbys. Denne studien ender derfor med en generisk definisjon:

Kompetent kapital omhandler evnen til å benytte kompetanse, erfaring og nettverk (sosial og human kapital) og eventuelt finansiell kapital til å møte entreprenørens behov og håndtere risikoen et tidligfaseselskap står ovenfor i nåværende tidspunkt og lenger fremme.

Motivasjonsfaktorene ser ut til å henge sterkt sammen med investorenes og gründernes forventninger, der førstnevnte forventer å ta del i utviklingen og sistnevnte ønsker faktiske bidrag på strategisk eller operativt nivå. Balansegangen mellom dette og selskapets behov, kan være med på å bestemme om dette er motiverende eller demotiverende faktorer ved kompetent kapital. Forventningene til den kompetente kapitalen omhandler også instrumentelle og emosjonelle faktorer (Huang & Knight 2017), der førstnevnte for en investor betyr entreprenørens innfrielse av plikter og oppnåelse av milepæler, mens sistnevnte handler om entreprenørens dedikasjon, åpenhet og ærlighet. Entreprenøren på sin side forventer at investor bidrar til økt suksess gjennom å aktivt bidra på strategisk eller operativt nivå og gi tilgang til ressurser, og emosjonelt bidrar med støtte, forutsigbarhet og forståelse for situasjonen. Om investor / gründer oppfattes å innfri disse forventningene, ser også ut til å omhandle deres evne til å dele informasjon og være enige i målsetting. Tilbud og mottak av kompetent kapital dreier seg dermed ikke bare om forventninger til hva en gir eller får i form av finansielle og sosiale ressurser (Huang & Knight 2017), men også den annen part i relasjonen.

En positiv opplevelse av kompetent kapital ser ut til å omhandle forståelse av egen (investors) kompetanse og motivasjon, og en (entreprenørens) evne til å tilpasse (søke) dette til selskapet. Investering av kompetent kapital krever balansering av personlig og faglig involvering, og en objektivitet i relasjon (De Clercq & Sapienza 2005), der opplevelse av felles interesser og målsetting ser ut til å kunne bidra til mer åpenhet og positivitet i relasjonen. Det kreves en match mellom investors kapabiliteter og entreprenørens/selskapets behov, og videre gjensidig forpliktelse fra begge parter på både emosjonelt og instrumentelt nivå, gjennom åpenhet og ærlighet i relasjon, dedikasjon og formelle leveranser.

REFERANSER

- Adams, G. & White, J. (1994). Dissertation research in public administration and cognate fields: an assessment of methods and quality. *Public Administration Review*, 54 (6): 565-576. (Siterter etter Perry 1998).
- Adler, P. S. & Kwon, S.-W. (2002). Social capital: Prospects for a new concept. *Academy of management review*, 27 (1): 17-40.
- Amit, R., Glosten, L. & Muller, E. (1993). Challenges to theory development in entrepreneurship research. *Journal of Management Studies*, 30 (5): 815-834. (Siterter etter Cable & Shane 1997).
- Baker, M. & Gompers, P. A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *Journal of Law and Economics*, 46 (2): 569-598. (Siterter etter Gompers et al. 2016).
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17 (1): 99-120.
- Barney, J. B., Moesel, D. D., Busenitz, L. W. & Fiet, J. O. (1994). Determinants of a new venture team's receptivity to advice from venture capitalists. I: Bygrave, W. D., Birley, S., Churchill, N. C., Gatewood, E., Hoy, F., Keeley, R. H. & Wetzel, W. E. (red.) *Frontiers of entrepreneurship research*. Wellesley, MA: Babson College. (Siterter etter Macht 2011).
- Barney, J. B., Busenitz, L. W., Fiet, J. O. & D.D. Moesel, D. D. (1996). New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, 11 (4): 257-272 (Siterter etter Macht 2011).
- Bjørgum, Ø. & Sørheim, R. (2015). The funding of new technology firms in a pre-commercial industry—the role of smart capital. *Technology Analysis & Strategic Management*, 27 (3): 249-266.
- Bottazzi, L., Da Rin, M. & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors?: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89 (3): 488-512.
- Brettel, M., Mauer, R. & Appelhoff, D. (2013). The entrepreneur's perception in the entrepreneur-VCF relationship: the impact of conflict types on investor value. *Venture Capital*, 15 (3): 173-197.
- Bygrave, W. & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, MA.: Harvard Business School Press. (Siterter etter Kaiser et al. 2007).
- Cable, D. M. & Shane, S. (1997). A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *Academy of Management*, 22 (1): 142-176.
- Capizzi, V. (2015). The returns of business angel investments and their major determinants. *Venture Capital*, 17 (4): 271-298.
- Choi, D. Y. & Stack, M. (2005). Who adds value to ventures? Understanding the roles and relative contributions of key advisors in high-technology startups. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 10 (3): 75-87.
- Collewaert, V. (2016). *Angel-entrepreneur Relationships: Demystifying Their Conflicts*. Handbook of Research on Business Angel. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. 176-198 s.
- Collewaert, V. & Manigart, S. (2016). Valuation of Angel-backed Companies: The Role of Investor Human Capital. *Journal of Small Business Management*, 54 (1): 356-372.
- Croce, A., Guerini, M. & Ughetto, E. (2016). Angel Financing and the Performance of High-Tech Start-Ups. *Journal of Small Business Management*, 00 (00).
- De Clercq, D. & Sapienza, H. J. (2005). When do venture capital firms learn from their portfolio companies? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (4): 517-535.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O. & Sapienza, H. J. (2006). An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20 (3): 90-112.
- De Clercq, D. & Manigart, S. (2007). *Handbook of Research on Business Angel*. Landström, H. (red.). The Venture Capital Post-Investment Phase: Opening the Black Box of Involvement. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. 193-218 s.
- De Noble, A. F. (2001). Raising finance from business angels. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 3 (4): 359-367.
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of corporate finance*, 10 (2): 301-326.
- DNB. (2015). En million ideer - Veien fra drøm til å lykkes som gründer: DNB.
- DNB. (2016). DNB NXT - Fra oppstart til vekst - idé møter kapital.
- Dubois, A. & Gadde, L.-E. (2002). Systematic combining: an abductive approach to case research. *Journal of business research*, 55 (7): 553-560.

- Dybvik, L., Ragnøy, M. M. & Severinsen, R. A. (2012). *Business Angels & Non-Financial Contributions From Value Adding Activities to Realized Valuable Output*. Masteroppgave. Trondheim: NTNU, Industrial Economics and Technology Management. 121 s.
- Ellinger, A. D., Watkins, K. E. & Marsick, V. J. (2005). *Case study research methods*. Swanson, R. A. & Holton, E. F. (red.). Research in organizations: Foundations and methods of inquiry. California: Berrett-Koehler Publishers, Inc. 327-350 s.
- Faber, J., Castaldi, C. & Muskens, R. W. M. (2016). Venture capitalist-induced relational fit and new venture performance: a Dutch biotech comparative case analysis. *Venture Capital*, 18 (3): 237-256.
- Fili, A. (2014). Mentoring the CEO or monitoring the ROI? The business angel's interrole in the venture relationship: KTH Royal Institute of Technology.
- Fili, A. & Grünberg, J. (2016). Business Angel Post-investment Activities: A Multi-level Review. *Journal of Management & Governance*, 20 (1): 89-114.
- Fjellheim, A. J. (2015). *Norske gründerbedrifter visner i dødens dal: Kan offentlige midler få gode ideer til å spire?*. Masteroppgave: Norges miljø- og biovitenskapelige universitet, Handelshøyskolen.
- Freear, J., Sohl, J. E. & W.E., W. J. (1995). Angels: personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship & Regional Development*, 7 (1): 85-94. (Sitert etter Hoyos-Iruarrizaga et. al. 2017).
- Gioia, D. A., Corley, K. G. & Hamilton, A. L. (2013). Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. *Organizational Research Methods*, 16 (1): 15-31.
- Gomez-Mejia, L., Balkin, D. & Welbourne, T. (1990). Influence of venture capitalists in high tech management. *Journal of High Technology Management Research*, 1 (1): 103-118.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N. & Strebulaev, I. A. (2016). How Do Venture Capitalists Make Decisions?: National Bureau of Economic Research.
- Gray, D. E. (2014). *Doing research in the real world*. 3rd utg. London: SAGE.
- Grünfeld, L. (2010). Kompetent kapital og smart arbeidskraft.
- Grünfeld, L. A., Hansen, B. H., Grimsby, G. & Eide, L. E. (2010). [Forretningsengler i Norge] Omfang, betydning og behov for offentlig involvering. Oslo: Menon Business Economics. 60 s.
- Gullander, S. & Napier, G. (2003). Handbook in business angel networks – The Nordic case. Tilgjengelig fra: <http://www.nordicinnovation.org/Global/Publications/Reports/2004/Promoting%20Business%20Angel%20Networks%20Nordic%20Region.pdf> (lest 08.08.2017).
- Harel, S. (2013). Investors as Capabilities: Intra-Investor Complementarities and Startup Performance.
- Harrison, R. T. & Mason, C. M. (2000). Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 2 (3): 223-242.
- Hechavarría, D. M., Matthews, C. H. & Reynolds, P. D. (2015). Does start-up financing influence start-up speed? Evidence from the panel study of entrepreneurial dynamics. *Small Business Economics*, 46 (1): 137-167.
- Hellmann, T. & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The journal of finance*, 57 (1): 169-197.
- Hellmann, T. & Thiele, V. (2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. *Journal of Financial Economics*, 115 (3): 639-653.
- Hoyos-Iruarrizaga, J., Fernández-Sainz, A. & Saiz-Santos, M. (2017). High Value-Added Business Angels at post-investment stages: Key predictors. *International Small Business Journal*: 1-20.
- Hsu, D. K., Haynie, M., Simmons, S. A. & McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16 (1): 1-25.
- Huang, L. & Pearce, J. L. (2015). Managing the unknowable: The effectiveness of early-stage investor gut feel in entrepreneurial investment decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60 (4): 634-670.
- Huang, L. & Knight, A. P. (2017). Resources and relationships in entrepreneurship: an exchange theory of the development and effects of the entrepreneur-investor relationship. *Academy of Management Review*, 42 (1): 80-102.
- Jackson, W. E., Bates, T. & Bradford, W. D. (2012). Does venture capitalist activism improve investment performance? *Journal of Business Venturing*, 27 (3): 342-354.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3 (4): 305-360.
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag*. Oslo: Abstrakt forlag.
- Jääskeläinen, M., Maula, M. & Seppä, T. (2003). Allocation of attention and the performance of venture capitalist. *Working paper* 24.

- Kaiser, D. G., Lauterbach, R. & Verweyen, J. K. (2007). Venture capital financing from an entrepreneur's perspective. *The international journal of entrepreneurship and innovation*, 8 (3): 199-207.
- Kim, J. H. & Wagman, L. (2016). Early-stage entrepreneurial financing: A signaling perspective. *Journal of Banking & Finance*, 67: 12-22.
- Knockaert, M. & Vanacker, T. (2013). The association between venture capitalists' selection and value adding behavior: Evidence from early stage high tech venture capitalists. *Small Business Economics*, 40 (3): 493-509.
- Langeland, O. (2010). Kompetent kapital og finansiering av innovative bedrifter i tidlige faser. Oslo: Norsk institutt for by- og regionforskning.
- Large, D. & Muegge, S. (2008). Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research. *Venture Capital*, 10 (1): 21-53.
- Lindsay, N. J. (2004). Do business angels have an entrepreneurial orientation? *Venture Capital*, 6 (2-3): 197-210.
- Lindstrom, G. & Olofsson, C. (2001). Early stage financing of NTBFs: an analysis of contributions from support actors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3 (2): 151-168.
- Macht, S. & Robinson, J. (2009). Do business angels benefit their investee companies? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 15 (2): 187-208.
- Macht, S. A. (2011). The role of investee company managers in business angels' involvement: empirical insights from dyadic data. *Venture Capital*, 13 (3): 267-293.
- Madill, J. J., Haines, J., G. H. & Rlding, A. L. (2005). The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital*, 7 (2): 107-129.
- Mason, C. (2016). *Researching business angels: definitional and data challenges*. Handbook of Research on Business Angels. Cheltenham: UK: Edward Elgar Publishing Limited. 25-52 s.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (1996). Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, 8 (2): 105-126.
- Mason, C. M. (2006). Informal sources of venture finance. I: *The life cycle of entrepreneurial ventures*, s. 259-299 New York: Springer US.
- Mason, C. M. (2008). The real venture capitalists: a review of research on business angels. 1-55.
- Miles, M. B., Huberman, A. M. & Saldaña, J. (2014). *Qualitative Data Analysis: A Methods Sourcebook*. Los Angeles: SAGE.
- OECD. (2011). Financing High-Growth Firms The Role of Angel Investors
- Park, H. D. & Steensma, H. K. (2014). When Do Venture Capitalists Become Board Members in New Ventures? I: Villalonga, B. (red.) b. 31 *Finance and Strategy (Advances in Strategic Management)*, s. 231-251: Emerald Group Publishing Limited.
- Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Oxford University Press.
- Perry, C. (1998). Processes of a case study methodology for postgraduate research in marketing. *European journal of marketing*, 32 (9/10): 785-802.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York, NY: Harper & Row Publishers. (Sitert etter Söderblom et al. 2016).
- Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go? *Venture Capital*, 10 (2): 127-147.
- Prahalad, C. K. & Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 68 (3): 79-91.
- Ragozzino, R. & Blevins, D. P. (2015). Venture-Backed Firms: How Does Venture Capital Involvement Affect Their Likelihood of Going Public or Being Acquired? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40 (5): 991-1016.
- Ras-Vidal, D. (2016). *Risikokapitalen må bli smartere*. Dagens Næringsliv: Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/meninger/2016/11/13/2052/Innlegg/risikokapitalen-ma-bli-smartere> (lest 08.08.2017).
- Reitan, B. & Sorheim, R. (2000). The informal venture capital market in Norway ? investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital*, 2 (2): 129-141.
- Sapienza, H. J., Korsgaard, A., Goulet, P. K. & Hoogendam, J. P. (2000). Effects of agency risks and procedural justice on board processes in venture capital-backed firms. *Entrepreneurship & Regional Development*, 12 (4): 331-351.
- Schmidt, D. (2014). *Entrepreneur's choice between Venture Capitalist and Business Angel for Start-Up Financing*. Hamburg: Anchor Academic Publishing.

- Seawright, J. & Gerring, J. (2008). Case selection techniques in case study research: A menu of qualitative and quantitative options. *Political Research Quarterly*, 61 (2): 294-208.
- Shane, S. & Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48 (3): 364-381.
- SæTRE, A. (2003). Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5 (1): 71-94.
- Söderblom, A., Samuelsson, M. & Mårtensson, P. (2016). Opening the black box: triggers for shifts in business angels' risk mitigation strategies within investments. *Venture Capital*, 18 (3): 211-236.
- Sørensen, M. (2007). How smart is smart money? A two-sided matching model of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 62 (6): 2725-2762.
- Sørheim, R. (2003). The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital*, 5 (4): 337-364.
- Turcan, R. V. (2008). Entrepreneur-venture capitalist relationships: mitigating post-investment dyadic tensions. *Venture Capital*, 10 (3): 281-304.
- Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2 (2): 91-109.
- Van Osnabrugge, M. & Robinson, J. (2000). *Angel Investing: Matching start-up funds with start-up companies*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Vinje, V. (2014). *Kompetent Kapital - Innovasjon, eierskap og skatt*. Oslo: Civita AS.
- Wasserman, N. (2008). The Founder's Dilemma. *Harvard Business Review*.
- White, B. A. & Dumaj, J. (2017). Business angels: a research review and new agenda. *Venture Capital*, 19 (3): 183-216.
- Wijbenga, F. H., Postma, T. J. B. M. & Stratling, R. (2007). The Influence of the Venture Capitalist's Governance Activities on the Entrepreneurial Firm's Control Systems and Performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31 (2): 257-277.
- Wiltbank, R. (2005). Investment practices and outcomes of informal venture investors. *Venture Capital*, 7 (4): 343-357.
- Wong, A., Bhatia, M. & Freeman, Z. (2009). Angel finance: the other venture capital. *Strategic change*, 18 (7-8): 221-230.
- Yin, R. K. (2014). *Case Study Research: Design and Methods*. Los Angeles: SAGE.
- Zacharakis, A., Erikson, T. & George, B. (2010). Conflict between the VC and entrepreneur: the entrepreneur's perspective. *Venture Capital*, 12 (2): 109-126.

APPENDIX

Vedlegg 1 - Sammenheng mellom forskningsspørsmål, teori og intervjuguide

Se neste side

HVORDAN FORSTÅS «KOMPETENT KAPITAL» AV ENTREPRENØREN, ENGLEINVESTOREN OG VENTUREKAPITALISTEN OG HVA KREVES AV DENNE TYPE INVESTERING?

FORSKNINGSSPØRSMÅL/ TEORIKAPITTEL	Deduktive tematiske koder	Tematikk belyst i teori	Spørsmål til entreprenør	Spørsmål til investor
HVA ER KOMPETANT KAPITAL, OG HVORFOR SØKES/TILBYES DETTE?	Definisjon Motivasjon	Definisjon Engleinvestorer og Venturekapitalister som kilder til kompetent kapital Motivasjon	Definisjon og motivasjon <ul style="list-style-type: none"> • Hvordan definerer du kompetent kapital? • Hva motiverer deg til å søke investering fra engle- og/eller venturekapitalister? 	Definisjon og motivasjon <ul style="list-style-type: none"> • Hvordan definerer du kompetent kapital? • Hva motiverer deg til å investere i tidligfaseselskaper?
HVORDAN TILFØRER INVESTORENE VERDI GJENNOM KOMPETENT KAPITAL OG HVORDAN OPPLEVES DETTE?	Verditilførsel Involvering	Verditilførsel Relasjon og involvering i mottak/tilførsel av kompetent kapital	Verditilførsel <ul style="list-style-type: none"> • Hvordan tilfører investor verdi? • Hvordan involverer investor seg? • Hva er forskjellen på hvordan en engleinvestor og en venturekapitalist tilfører verdi? • Hva er forskjellen på hvordan en engleinvestor og en venturekapitalist involverer seg? 	Verditilførsel <ul style="list-style-type: none"> • Hvordan tilfører du verdi til selskapene du investerer i? • Hvordan involverer du deg? • Er det forskjell på hvordan du involverer deg i de ulike selskapene? I så fall, hvordan?
HVILKE UTFORDRINGER KAN OPPSTÅ OG HVORDAN LØSES DISSE?	Forståelse av relasjon*** Forventninger Rolle* Utfordringer ved mottak / involvering Utfordringer i relasjon Personlige utfordringer Utfordringer med den annen part Risiko / tidligfase	 Ressursteori Agentteori Ressursavhengighet Relasjonsstyring	Forståelse av relasjon <ul style="list-style-type: none"> • Hvor formell / uformell er relasjonen? • Hva forventer du at en investor skal bidra med? • Hvilken rolle mener du investor har/har hatt ovenfor selskapet?* • Hva forventer du selv å bidra med i retur? Utfordringer som kan oppstå <ul style="list-style-type: none"> • Hvilke utfordringer møter du på når du mottar kompetent kapital? • Hva er forskjellen på utfordringene du møter på når det gjelder engle- og venturekapitalinvestering? • Hva anser du som største risikofaktorer når du mottar kompetent kapital / når investor involverer seg? • Hva kan være utfordrende i relasjon med investor når dere utveksler kompetanse? • Hva kan være utfordrende med selve investoren? • Hva er dine personlige utfordringer når det gjelder mottak av kompetent kapital? 	Forståelse av relasjon <ul style="list-style-type: none"> • Hvor formell / uformell er relasjonen? • Hva forventer du tilbake fra entreprenøren/selskapet? • Hvilken rolle mener du investor har ovenfor grunder/selskapet?* • Hva forventer du å bidra med i retur? Utfordringer som kan oppstå <ul style="list-style-type: none"> • Hvilke utfordringer møter du på når du involverer deg i selskapene? • Hva anser du som største risikofaktorer når du investerer i tidligfase? • Hva kan være utfordrende i relasjon med entreprenøren når dere utveksler kompetanse? • Hva er dine utfordringer som investor når det gjelder å tilby kompetent kapital? • Hva kan være utfordrende med selve entreprenøren/selskapet når du forsøker å involvere deg/tilby kompetanse?
	Håndtering av utfordringer Forhold til andre investorer / Hvordan man forholder seg til VC vs. BA**	Håndtering av utfordringer	Håndtering av utfordringer <ul style="list-style-type: none"> • Hvordan håndterer du utfordringer du evt. møter på når du mottar kompetent kapital? • Forholder du deg ulikt til forretningsengler og venturekapitalister? I så fall, hvordan? ** 	Håndtering av utfordringer <ul style="list-style-type: none"> • Hvordan håndterer du utfordringer du evt. møter på når du involverer deg i selskapene? • Hva slags forhold har du til andre investorer når de kommer inn i selskapet? **
	*rolle ble et aktuelt spørsmål utover i studiet, men er innbakt i øvrige resultater			
	**disse spørsmålene skulle se om man kunne avdekke forskjeller når det gjaldt håndtering av utfordringer og bruk av andre investorer. Resultatene ga noe ulike svar, og handlet mer generelt om forhold til andre investorer. Relevante funn er innbakt i resultatene.			
	*** Forståelse av relasjon har også hatt mye å si for håndtering av utfordringer og involvering			
	Denne tabellen har gjennomgått en del endringer som en naturlig del av oppgavens utvikling.			

Vedlegg 2 – Navn på respondenter

Tusen takk til alle respondenter!

De som har ønsket å bli navngitt er:

Navn	Rolle	Selskap
Chul C. Aamodt	<i>Adm.Dir</i>	enerWE
Arne Peder Blix	<i>CEO</i>	Friend Software Corporation AS
Morten Wiese	<i>Managing Partner</i>	Pier X Venture hub
Lars Armyr	<i>COO</i>	Correlate AS
Johan Gjesdahl	<i>Partner</i>	Alliance Venture
Jørgen A. Nilsen	<i>Partner</i>	Televenture Management
Rune Rinnan	<i>Owner</i>	Televenture Capital AS
Joachim S. McLean	<i>Investment Coordinator</i>	Venturelab
Joakim W. Hauge	<i>CEO</i>	Upfeed AS
Bjarne Tvette	<i>Business Development Manager</i>	Inven2 AS
Daniel Döderlein	<i>Founder and CEO</i>	AUKA



Norges miljø- og biovitenskapelig universitet
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway