



Norges miljø- og  
biovitenskapelige  
universitet

**Masteroppgave 2019 - 30 stp**

Norges miljø- og biovitenskapelige universitet  
Handelshøgskolen

## **Hvordan overleve dødens dal – En studie i investeringskriterier**

How to survive the valley of death –

A study of investment criteria

**Andreas B. Gundersen & Finn-Magnus Holden**

Entreprenørskap og Innovasjon, Master

## Forord

Vi avslutter mastergraden vår i entreprenørskap og innovasjon ved Norges miljø- og biovitenskapelige universitet i Ås, Etter to år på NMBU vil vi trekke frem forelesere som har gitt ekstra av seg selv. Elin Kubberød, Nils Sanne og ikke minst vil vi takke vår veileder Professor Bernt Aarset for grundig veiledning under utarbeidingen av denne masteroppgaven. Takk for dine konstruktive tilbakemeldinger.

Vi vil takke investorene som brukte sin dyrebare tid til å bidra til å undersøke dette feltet i Norge. Takk for åpenhet, tillit og kunnskap som har gitt oss verdifull informasjon. Til dere andre som ikke er nevnt ved navn, takk for hjelpen med å innhente relevante informanter.

Vi håper denne oppgaven vil bidra til økt kunnskap om investeringskriterier for entreprenører i Norge. For det er entreprenører som er en av de viktigste faktorene for jobbskapning i Norge.

God investering!

Oslo, Mai 2019.

Andreas Bossonney Gundersen & Finn-Magnus Holden

## Sammendrag

*“Man ser med en gang at det er et foretak som ikke kan skalere, da er det rett ut.*

*Vi er go big or go home.” - **Investor***

Hvorfor får noen entreprenører investering, i den fasen andre går konkurs? Er det riktig forretningsmodell, entreprenørens formidlingsevne, eller er det relevant nettverk?

Ved å lese denne avhandlingen vil du lære hva som skal til for å få en investering. Du vil lære hva som skal til å overleve den såkalte dødens dal, hvor oppstartsselskaper går konkurs. Du vil også få innsikt i hvordan en tidligfase-investor evaluerer i en investeringsprosess. Du vil lære hvordan disse investorene får kontakt med potensielle investeringsobjekter, hvordan de beslutter hvilke selskaper som får investering og hvilke kriterier som avgjør det. Kriteriene er til for å kartlegge potensielle avkastningsmuligheter i håp om å hente inn en gevinst.

Denne avhandlingen har som hensikt å avdekke hva som skal til for å få en investering i Norge og problemstillingen er derfor formulert følgende:

*“Hvordan evalueres oppstartsselskaper av Norske tidligfase-investorer?”*

Studiet baserer seg hovedsakelig på teorien i modellen *“Model of venture capital investment activity”* av Tyzoon T. Tyebjee og Albert Bruno som er ledende forskere innen investeringskriterier og aktiviteter. Vi fordypet oss i prosessene de omtaler som *“screening”* og *“evaluating”*. I tillegg benytter vi kjent forskning fra Fried, V. H., & Hisrich, R. D, MacMillan, I. C., Kirsch D., Goldfarb B., & Gera A. og Kaplan A. N., & Strömberg P.

## 1.0 Innledning

### 1.1 Motivasjon og bakgrunn

Tidlig i et oppstartsselskaps livssyklus, vil gründerens kapital ikke tilfredsstillende selskapets behov for videre vekst. Dødens dal kjennetegner den kritiske tiden der gründeren må innhente ekstern kapital for å overleve, og sikre en videre vekst i selskapet. Investeringer er blitt en viktig ressurs for oppstartsselskaper og sørger for at de tåler motstanden de utsettes for.

Formålet med denne oppgaven er å gi entreprenører innsikt i hvordan investorer tar beslutninger. Vi kommer ikke til å ta for oss teori rundt aksjehandel. Kjent teori rundt aksjer passer bedre for selskaper som er på børs, eller er av tilsvarende størrelse. Vi legger derfor vekt på fasen før selskapet får en verdivurdering av aksjene i selskapet. Dette er en fase som interesserer en bestemt type investorer som aktivt søker etter mindre selskaper med kort historikk og begrensede oppnåelser. Denne investoren er i denne avhandlingen omtalt som *tidligfase-investor*. Kriteriene som ligger til grunn for beslutningene denne investoren tar, er ikke alltid enkle å kartlegge. Kriteriene er mange og former ofte et helhetsinntrykk som kan være subjektivt. For å lykkes med innhenting av kapital, er det derfor viktig å vite hva en investor ser etter. Det finnes relevant og grundig teori på beslutningsprosesser og atferd hos akkurat denne typen investor i USA og enkelte deler av Europa, men lite om norske investorer spesifikt. Markedet i Norden er i endring og det er stadig flere og større investeringer i oppstartsselskap hvert eneste år (Nikolaisen, 2017). For å kunne støtte en slik vekst, må kunnskapen av investeringsprosessen økes.

I denne oppgaven forholder vi oss til den første personen - eller potensielle investoren - oppstartsselskapet må snakke med for å komme videre i investeringsprosessen. Vi samler i denne oppgaven data fra fem selskaper som investerer i oppstartsselskap. Det er viktig at selskapene vi intervjuer opererer innenfor samme investeringsfase, da kriterier kan variere avhengig av hvilken fase oppstartsselskapet er i. Vi analyserer deretter hvilke kriterier investorer i teorien mener er viktige opp imot kriterier norske investorer mener er viktige.

Vi har som mål om å øke kompetansen rundt avgjørende investeringskriterier i Norge. Oppgaven vil gi bedriftene innsikt i hvilke områder i forretningsmodellen som burde optimaliseres for å møte evalueringskriteriene til norske investorer på best mulig vis. Forskning på dette området er svært viktig for å skape flere arbeidsplasser i Norge. I tillegg vil denne innsikten gi store selskaper som driver med entreprenørskap innad i organisasjonen et tydeligere bilde på hva interne prosjekter bør legge vekt på.

Vi har selv investert i oppstartsselskaper og er i dag medeiere i hvert vårt selskap som har hentet ekstern kapital på sammenlagt 14,9 MNOK. En av disse oppstartsselskapene er for øyeblikket i forhandlinger om å hente inn ytterligere 3 MNOK i investeringer. Dette gir oss en sterk kombinasjon av praksis og teoretisk forståelse innen feltet.

### 1.3 Oppgavens bidrag og formål

Ifølge Tyebjee & Bruno (1984) har 29 fond som investerer i små selskaper 63% høyere avkastning enn markedsindeksen til Standard & Poor's 500. Ifølge Poindexter 1976 (siteret i Tyebjee & Bruno, 1984) har denne måten å investere på høyere risiko og variabilitet, men høyere avkastning. Dette funnet støttes av Charles River Associates (1976). Det er viktig for samfunnet at det finnes fond som investerer i nye bedrifter. To av tre arbeidsplasser skapes i nye bedrifter og potensialet for vekst i antall oppstartsselskaper er stort (Reve, 2017). Videre hevder han at det er de disse bedriftene som betyr mest for jobbskaping og omstilling i Norge.

Det er nok kapital i Norge, men det er ikke alltid kapitalen møter de riktige prosjektene (Reve, 2017). En rapport av Carmine Pellegrino siteret i abelia.no (2017) viser at Norge er et av de eneste nordiske landene som har større tilgang på oppstartsselskaper enn på vekstkapital. Dette kan vise til at det er mye kapital, men at denne kapitalen ikke er tilgjengelig for oppstartsselskapene.

I følge thenordicweb.com (2018) har det skjedd en økning med 76.3% i antall investeringer i første halvdel av 2018 sammenlignet med første halvdel av 2017. Hvis vi ser på forholdet mellom Norge og Sverige, hadde vi 32 investeringer i Q1 2018,

mens svenskene hadde 101 investeringer. Det viser til at markedet i Norge i stor grad er i endring. Ifølge abelia.no (2017) er vi inne i en positiv utvikling, men ligger fortsatt på 13. Plass i Europa. De hevder at vi må bygge et bedre fungerende kapitalmarked for vekst.

## 1.4 Oppbygning av oppgaven

Opgaven består av seks hovedkapitler: Innledning, teori, metode, analyse og funn, refleksjon og avslutningsvis konklusjon. Teoridelen er strukturert etter kriterium-kategoriseringen til Tyebjee & Bruno (1984) med støtte fra annen forskningsbasert litteratur stammende tilbake til 1970-tallet. Teoridelen kondenseres til én problemstilling med tre underliggende forskningsspørsmål, som til sammen former grunnlaget i oppgaven.

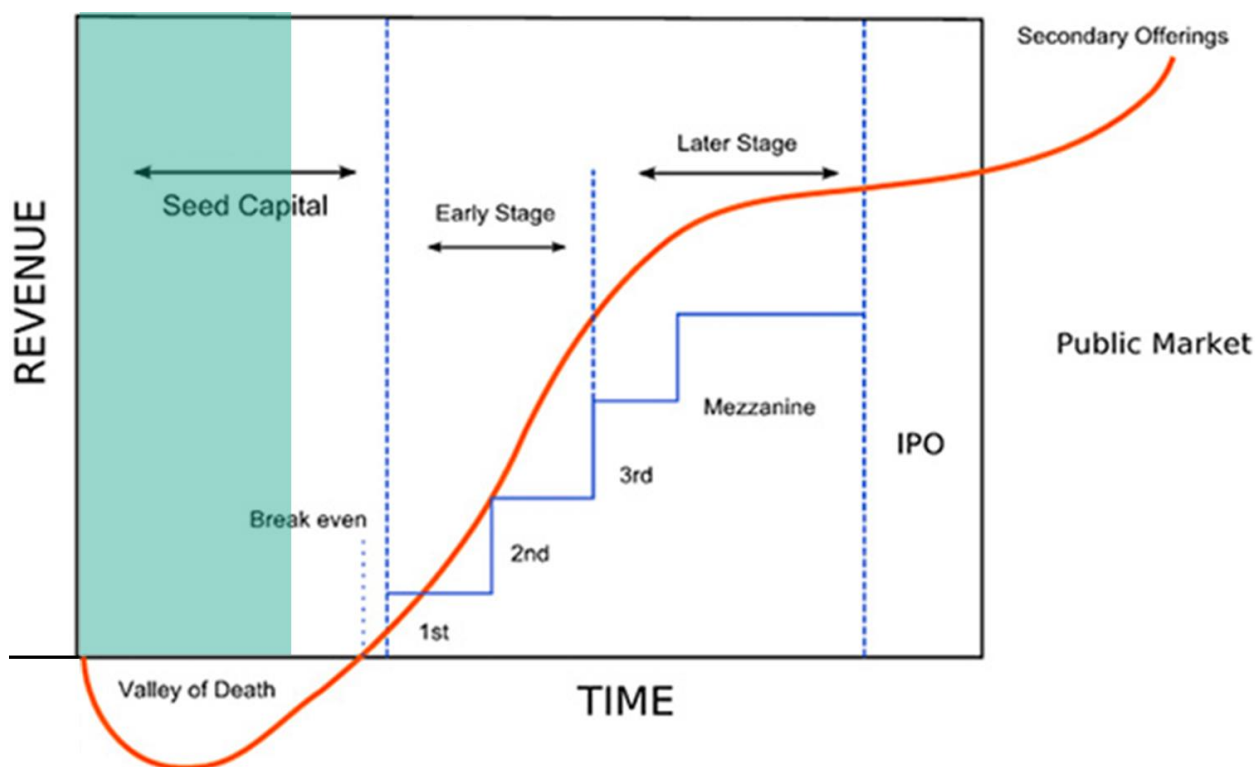
I etterfølgende kapittel redegjør vi for valg av metode, forskningsdesign, datainnsamling, innhenting av informanter, gjennomføring av metode, analyse av data og til slutt reliabilitet, validitet og etiske avveininger. Kapittel 4 består av analyse og funn, der vi samler og oppsummerer empiri i henhold til det teoretiske rammeverket. I kapittel 5 reflekterer vi over funnene i lys av teorien, før vi avslutningsvis i kapittel 6 konkluderer oppgaven med teoretiske og praktiske implikasjoner, anbefalinger til videre forskning, samt begrensninger og svakheter i oppgaven.

## 1.5 Avklaring av investeringsprosessen

Det finnes forskjellige finansieringsmetoder, litteraturen til investor Nicolaj Højer Nielsen (2017) beskriver prosessene i finansiering av oppstartsselskaper på en tydelig og enkel måte, og oppsummerer metodene som finnes for å få finansiering på følgende måte:

Man kan selge produktet før lansering, selge eierandeler, etablere konvertible obligasjoner, ta lån eller få offentlig finansiering. Man kan også “bootstrappe” selskapet som betyr at det ikke hentes inn kapital, men at man bygger selskapet fra grunnen av (Nielsen, 2017). Det finnes også forskjellige måter å innhente kapital på gjennom venner og familie, crowdfunding, bransjeinvestorer som store selskaper,

engleinvestorer, selskapsinvestorer og venture kapitalister. Disse investorene legger inn kapital i forskjellige faser i livsløpet til selskapene. Fasene kategoriseres som følger; pre-såkornsinvestering, såkorninvestering, og en rekke andre serieinvesteringer før selskapet enten går på børs, blir kjøpt opp, slår seg sammen eller går konkurs (Nielsen, 2017). Figur 1 viser hvilken del av prosessen vi ser nærmere på.



Figur 1: Dødens dal og oppstartsselskaps faser for finansiering. Det grønne området representerer inngangen på investeringen i oppstartsselskapet.

I denne oppgaven ser vi på investorer som interesserer seg i oppstartsselskapers aller første investeringsbehov, som skal hjelpe dem å dekke den negative pengeflyten og unngå den såkalte dødens dal der mesteparten av oppstartsselskaper opphører (figur 1). Dette innebærer skyhøy risiko for alle involverte parter. I følge Forbes (2013) overlever kun 10% av oppstartsselskapene de første tre årene. Investorer som investerer i oppstartsselskaper skiller seg derfor fra andre investorer som for eksempel aksjeinvestorer på flere måter. Dette er investorer som i veldig stor grad ser på entreprenørens ferdigheter, markedskunnskap og tekniske kompetanse. Ofte tar de beslutninger basert på en helhetsfølelse eller "gut-feel" av det generelle inntrykket de får av entreprenøren etter ett eller flere møter. De

driver med høy risiko og avkastning, og har en bred portefølje for å redusere risikoen så mye som mulig.

Amerikanske investorer skiller seg også fra Norske investorer i beløpene som investeres. Ifølge en rapport utført av Menon economics (2017) investerte Norske investorer 5 690 millioner NOK i Norske selskaper i 2017. Sammenlignet med dette, investerte amerikanske investorer ifølge en rapport av PWC (2017) 71 milliarder dollar i 2017.

Vi oppdaget at det er et klart mønster i den samlede forskningen, der kriterier som omhandler entreprenøren og teamet i oppstartsselskapene er spesielt høyt vektlagt. Dette er noe som har fanget vår oppmerksomhet og interesse. Vi har av den grunn lagt ekstra vekt på dette temaet i oppgaven for å utforske hvorfor det er tilfellet.

□



# Innholdsfortegnelse

|   |    |
|---|----|
| Forord .....                                      | 1  |
| Sammendrag .....                                  | 2  |
| 1.0 Innledning.....                               | 3  |
| 1.1 Motivasjon og bakgrunn .....                  | 3  |
| 1.3 Oppgavens bidrag og formål .....              | 4  |
| 1.4 Oppbygning av oppgaven .....                  | 5  |
| 1.5 Avklaring av investeringsprosessen .....      | 5  |
| 2.0 Teoretisk rammeverk .....                     | 10 |
| 2.1 Investeringsaktivitet .....                   | 11 |
| 2.2.1 Avtalens opprinnelse .....                  | 13 |
| 2.2.2 Screening .....                             | 15 |
| 2.2.3 Evaluering .....                            | 16 |
| 2.2.4 Strukturering .....                         | 21 |
| 2.2.5 Etter investeringen.....                    | 21 |
| 2.3 Problemstilling og Forskningsspørsmål.....    | 22 |
| 3.0 Metode.....                                   | 24 |
| 3.1 Design:.....                                  | 24 |
| 3.2 Datainnsamling.....                           | 25 |
| 3.3 Informanter .....                             | 25 |
| 3.3.1 Utvalg.....                                 | 25 |
| 3.3.2 Rekruttering .....                          | 26 |
| 3.3.3 Investorernes profil .....                  | 27 |
| 3.4 Etikk og anonymisering av tredjepart.....     | 28 |
| 3.5 Gjennomføring .....                           | 29 |
| 3.5.1 Intervjuguide .....                         | 29 |
| 3.5.3 Forberedelser til intervju .....            | 30 |
| 3.5.4 Gjennomføring av intervju .....             | 30 |
| 3.6 Analyse av data.....                          | 32 |
| 3.6.1 Fenomenologisk innholdsanalyse .....        | 32 |
| 3.6.3 Struktur av analysen.....                   | 33 |
| 3.7 Reliabilitet, validitet og overførbarhet..... | 34 |
| 3.7.1 Reliabilitet.....                           | 34 |
| 3.7.2 Validitet (begrepsvaliditet) .....          | 35 |

|   |    |
|---|----|
| 3.8 Etiske avveininger .....  | 36 |
| 3.9 Begrensninger .....   | 36 |
| 4. Analyse og funn .....  | 38 |
| 4.1 Avtalens opprinnelse .....  | 38 |
| Oppsummerende analyse for avtalens opprinnelse .....  | 39 |
| 4.2 Screening .....   | 39 |
| Oppsummerende analyse for screeningprosessen .....  | 41 |
| 4.3 Evaluering .....  | 42 |
| 4.3.1 Kriterier til markedspotensial .....  | 42 |
| 4.3.2 Kriterier til produkt differensiering .....   | 44 |
| 4.3.3 Kriterier til kompetanse i ledelse .....  | 46 |
| 4.3.4 Kriterier til motstand mot eksterne trusler .....   | 51 |
| 4.3.5 Kriterier til investeringsgevinst .....   | 52 |
| Oppsummerende analyse for evalueringsprosessen .....  | 54 |
| 4.8 Samlende diskusjon .....  | 55 |
| 5. Refleksjon .....   | 56 |
| 5.1 Forskningsspørsmål 1: <i>Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?</i> .....              | 56 |
| 5.2 Forskningsspørsmål 2: <i>Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?</i> ..... | 58 |
| 5.3 Forskningsspørsmål 3: <i>Hva er de viktigste kriteriene ved en evalueringsprosess?</i> .....        | 60 |
| 6. Konklusjon .....   | 68 |
| 6.1 Anbefalinger til videre forskning .....   | 69 |
| 6.2 Praktiske implikasjoner .....   | 69 |
| 6.3 Anbefalinger til entreprenører .....  | 70 |
| 6.4 Begrensninger .....   | 71 |
| Litteraturliste .....   | 73 |
| Vedlegg 1: Intervjuguide .....  | 76 |
| Vedlegg 2: Begrepsavklaring .....   | 79 |
| Vedlegg 3: Oversikt over kriterier og utvalg .....  | 80 |

## 2.0 Teoretisk rammeverk

Den samlede forskningen strekker seg tilbake til 1974. Forskingen er i denne oppgaven kategorisert i fem forskjellige hovedkategorier, med fem underpunkter som anses som spesielt viktige i denne oppgaven:

- Avtalens opprinnelse
- Screening
- Evaluering
  - Kriterier til markedspotensial
  - Kriterier til produktdifferensiering
  - Kriterier til entreprenørielle egenskaper
  - Kriterier til strategi
  - Kriterier til investeringsgevinst
- Strukturering
- Aktiviteter etter investering

Investeringskriterier er tidligere kategorisert av Tyebjee & Bruno (1984) men det har skjedd mye både i form av forskning og samfunn siden den tid, og kategoriene må derfor suppleres. Det er viktig for oss at det er en sammenheng mellom teori, analyse og forskningsspørsmålene. Vi har derfor organisert teori, analyse og intervjuguide etter kategoriene til Tyebjee & Bruno for å holde oppgaven oversiktlig.

Den første studien som omhandler kriterier ble utført av Wells (1974). Denne ble modifisert og gjennomført videre av Tyebjee & Bruno (1984,1985). Fried & Hisrich (1994) hevder at studiene utført av Tyebjee & Bruno (1984,1985) ikke har fremvist alle aktivitetene under en investeringsprosess, og har derfor undersøkt videre på dette ved å benytte seg av et industripanel. Vi har også hentet teori fra kvantitative undersøkelser utført av MacMillan et al. (1985) samt kritikk fra Zacharakis & Meyer (1995) om disse kvantitative undersøkelsene. I tillegg til dette har vi hentet inn forskningen til Kaplan & Strömberg (2000) som har undersøkt selskaper som allerede har fått investeringer, og til slutt Kirsch (2006) som intervjuet en investor med et utvalg av 1063 forretningsplaner.

Den samlede teorien gir oss en grundig oversikt og dyp forståelse av forskningen på dette området.

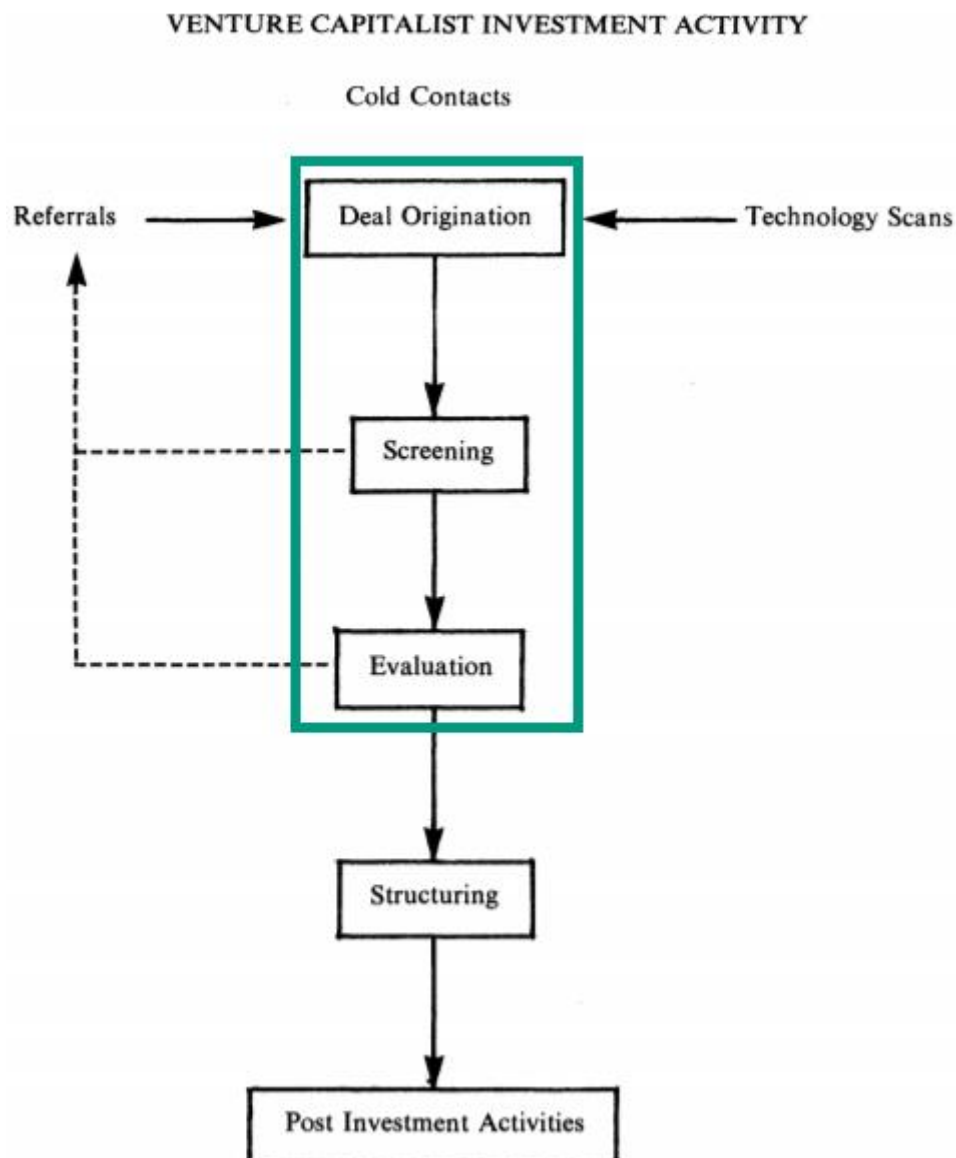
Kaplan and Strömberg (2000) gir oss en annen vinkling enn tidligere undersøkelser som sier noe om framtidige investeringer i selskaper. Undersøkelsen ser på hvordan en investors evaluering av selskapene relaterer seg til resultatet av oppstartsselskapene. Denne undersøkelsen sier noe om atferden til investorene, uten å indikere hvordan fremtidige investeringstilbud vil forekomme.

Fried & Hisrich (1994) har selv påpekt viktige områder for fremtidig forskning. Forskningen vi har samlet dekker et bredt spekter av investeringsprosessen. Siden våre egne undersøkelser forholder seg til selskaper i en bestemt fase, har vi funnet frem til de delene av forskningen som dekker fasen vi forholder oss til i oppgaven. Det vil være stor forskjell på kriterier til et selskap som henter kapital for første gang, og et selskap som har hentet kapital i flere serier tidligere. Mye av denne forskningen er før dot-com boblen som skapte et stort skifte fra hardware til softwaret utvikling. I tillegg er denne forskningen utført på et helt annet geografisk område som kan ha helt andre kriterier enn i Norge. Dette argumenterer for viktigheten av forskning på dette feltet i Norge.

Investeringsbeløpene i forskningen til Tyebjee & Bruno (1984) varierer mellom 850,000 og 200,000,000 NOK, beregnet med dagens dollarkurs og inflasjon i betraktning. Det som skiller informantene våre og venture kapitalistene i teorien er mengden kapital som investeres, lokasjon og varierende faser for investering.

## 2.1 Investeringsaktivitet

Figur 2 illustrerer investeringsaktiviteten til en venturekapitalist eller investor og er modellert som en sekvensiell prosess som omfatter fem trinn (Tyebjee & Bruno, 1984). Fried & Hisrich (1994) bygger videre på denne modellen og påpeker at evalueringsprosessen kan sekvenseres ytterligere for å gi et mer detaljert bilde av prosessen. Siden vi i denne oppgaven kun ser på de aller tidligste delene av avtalens opprinnelse, screening og evaluering, anser vi figur 2 til å være en tilstrekkelig representasjon av investeringsprosessen.



*Figur 2: Venture capitalist investment activity (Tyebjee & Bruno, 1984).*

De tre første stegene i figur 2 er omrisset, da det er disse som står i fokus i denne oppgaven. De resterende to stegene vil bli kort beskrevet og omtalt i oppgaven for å bidra til en helhetlig forståelse av prosessen.

Fem-trinns modellen er imidlertid svært deskriptiv og mangler et teoretisk grunnlag. Modellen er med andre ord ganske enkel. En mer dekkende & spesifisert modell ville derimot ikke klart å fange opp heterogeniteten i de forskjellige investorfondenes praksiser. Wells' (1974) modell hadde et mer spesifikt bilde av

investorkapitalforvaltning, men modellen var skreddersydd til hvert av fondene i utvalget hans (Tyebjee & Bruno, 1984).

### 2.2.1 Avtalens opprinnelse

Det første steget i Figur 2 er “Deal origination” eller starten på en investeringsavtale som handler om hvordan investeringssselskapet blir kjent med oppstartsselskapet. Investorer kan gjøres oppmerksomme på potensielle investeringsmuligheter gjennom tre forskjellige kilder; uoppfordret kontakt, henvendelser og teknologi- og markedssektoren.

(Tyebjee & Bruno, 1984). I dette steget har nettverk og mellommenn en viktig rolle, derfor er nettverket til oppstartsselskapet en medvirkende faktor for å få investering. Oppstartsmiljøet er dårlig definert sammenlignet med selskaper som er på børs eller er definert som store eller mellomstore selskaper. Selskaper som er på børs har blant annet informasjonsplikt. oppstartsselskaper er ofte i en så tidlig fase at det ikke eksisterer noen form for tilgjengelig offentlig informasjon. Det er utfordrende å finne potensielle investeringsavtaler, enten om investoren er aktivt på utkikk etter potensielle avtaler, eller om oppstartsselskaper selv tar kontakt med investeringssselskapet.

#### Uoppfordret kontakt

I studiet utført av Tyebjee & Bruno (1984) viser det seg at 25,6% av 90 avtaler i utvalget stammer fra “cold-contacts” eller kontakter uten relasjon til investoren. En typisk respons på dette er ofte at entreprenøren blir forespurt om å ettersende en forretningsplan. I Kirsch et al. (2006) sin studie fikk 277 av 1063 selskaper investering. Ikke ett eneste av forslagene som fikk finansiering var uoppfordret (Kirsch et al. (2006).

#### Referanser

Den andre kilden foregår gjennom en henvendelsesprosess, Tyebjee & Bruno (1984) hevder at 65% av avtalene stammer fra henvendelser. En tredjedel av henvendelsene kom fra innsiden i investormiljøet, 40% ble henvist av selskaper som tidligere har fått investering og personlige bekjente, og de resterende 10% ble henvist av banker og meglere i bransjen. Av de avtalene som er henvist av andre investorer, representerer et betydelig antall av de gjeldende investorene tilfeller der

de refererer med intensjon om å hente inn deltakelse fra investorer i andre fond. Dette er også støttet av Kaplan & Strömberg (2000) som omtaler dette som en risikofaktor. Andre investorer kan både gi positiv eller negativ informasjon om entreprenøren eller selskapet som søker investering. Denne praksisen blir stadig mer utbredt da investorfond søker å diversifisere porteføljene sine over flere investeringsavtaler. Dette gjør det mulig å legge til investeringer i porteføljen uten å måtte ta stilling til det administrative aspektet. I slike tilfeller faller mesteparten av arbeidet på hovedinvestoren.

ifølge Mason & Harrison (2003) ser de på rollen til den som henviser i en litt annen sammenheng. En case-studie der vi følger en entreprenør som legger et teknologisk prosjekt frem for tretti investorer understreker dette. Mason og Harrison (2003) karakteriserer englenes reaksjoner i en åpen undersøkelse, der investorene trekker frem kritikk til entreprenøren & beskriver han som "patetisk", og "forferdelig." Mason og Harrison (2003) oppdaget at  $\frac{2}{3}$  av grunnene til at forslaget til entreprenøren ble forkastet, skyldtes svakheter i innhold, struktur og innhold på presentasjonen. Investorene konkluderte med at de kastet bort verdifull tid som de kunne spart, dersom en bekjent hadde gått god for entreprenøren i forkant.

### Utforskning av teknologi og marked

Den tredje kilden "technology scan" handler om å lete etter potensielle avtaler i miljøet. Investoren søker aktivt etter nye investeringsmuligheter hos bedrifter i oppstartsfasen eller med behov for skaleringskapital. Investoren overvåker miljøet for potensielle kandidater gjennom et uformelt nettverk og deltakelse i konvensjoner, messer og spesielle konferanser (Tyebjee & Bruno 1984).

Et paradigme i dette tilfellet er at investeringselskaper med høy ekspertise innen feltet har ofte en mer passiv rolle, og det er forventet at de skal bli tilbudt kontrakter. Investorer av mindre skala er ofte ute i markedet og innhenter selv tilbud fra de selskapene de ønsker. Dette kan bety at investorer med en mer aktiv rolle i miljøet kan få bedre avtaler enn passive investorer (Yung, i Cumming, 2012).

## 2.2.2 Screening

Det andre steget i figur 2 er “Screening” hvor investeringsselskaper plukker ut noen selskaper som skal få ytterligere gjennomgang for en potensiell avtale og er den fasen hvor de fleste bedriftene får avslag. Den første screeningprosessen er relativt rask og kan noen minutter (Hall & Hofer 1993). Tyebjee & Bruno (1984) kategoriserer disse fire kriteriene:

### Størrelse på investering og investeringspolitikk

Investeringsselskaper har ofte få ansatte som jobber med selskapene. Som er resultat av dette investerer selskapene kun i en brøkdel av tilbudene.

Screeningkriterier reflekterer områder investeringsselskapene er kjent med, særlig når det gjelder teknologi, produkt og markedet.

Investorer co-investerer ofte med andre investorer. Sitert i Tyebjee & Bruno 1984 (Brophy 1981) anslåes det at 80% av investeringsavtalene i 1980 innebar deltagelse av mer enn en investor, og om lag en tredjedel av avtalene involverte fem eller flere deltagere. I følge Kaplan & Strömberg (2000) handler dette ofte om at lav verdivurdering av selskapet skaper positiv evaluering og høy verdivurdering skaper en risikofaktor. MacMillan et al. (1985) hevder at det handler om å ha en fornuftig størrelse på kapitalen til en fornuftig andel aksjer. Videre skriver de at det kan være utfordringer med å bli utvasket, dersom det kommer nye investorer i fremtiden. Kirsch et al. (2006) hevder at forespørsel om høyere summer øker sannsynligheten for å få finansiering.

### Teknologi- og markedssektor fit

29 av 46 respondenter i forskningen til Tyebjee & Bruno (1984) viser til at Investorer investerer i en bestemt teknologi eller marked. Det er ikke kun selskapet som er interessant, det er fremtiden i teknologien eller et marked. Denne typen investor er kjent i markedet og har spesialisert seg på noen teknologier, særlig kommende teknologier fremfor modne teknologier. Dette støttes av Kaplan & Strömberg (2000) som hevder investorers portefølje skal kunne passe godt med det nye selskapet som skal evalueres. I følge Tyebjee & Bruno (1984) er tre av fire selskaper som består en



screeningprosess teknologi-intensive næringer. Bare en tiendedel er forbruksvarer og over 90% er produksjonsbedrifter.

### Geografisk plassering

Når en investor investerer i et selskap, forventes det regelmessige møter med oppstartsselskapet. For å spare tid, velger noen investorer å investere kun i oppstartsselskaper som er enkle å komme til. Dette innebærer en fysisk nærhet mellom oppstartsselskapene og investoren, som for eksempel begrenser seg til samme by. I følge Tyebjee & Bruno (1984) har kun 9 av 46 investorer dette kriteriet. Dette kriteriet blir ignorert dersom et annet selskap co-investerer med investoren og kan være tilgjengelig for dette selskapet. Porteføljer til investorer inneholder ofte et geografisk område fordi entreprenører ofte kontakter investorer i sitt eget geografisk område. I nærheten av hjemmet sitt, banken, advokater og nettverket sitt.

### Fase av investering

I følge Tyebjee & Bruno (1984) investerer 46 av 22 investorer i flere deler av bedriftens livssyklus og i forskjellige faser:

- 23% Designfasen,
- 23% Fungerende prototype
- 54% Produkter i produksjon.

I undersøkelsen til Tyebjee & Bruno (1984) er 45,6% av selskapene oppstartsselskaper, 22,2% i første runde med ekspansjon av produktet og 21,1% i andre del av ekspansjonsfasen. Forskingen viser at risikopreferansene er forskjellige hos investorer. Noen investorer investerer kun ved første runde, andre venter på senere investeringsrunder, og noen investerer kun i andregangs investeringsrunder dersom de har investert i selskapet tidligere.

### 2.2.3 Evaluering

“Evaluation” innebærer en vurdering av risiko og avkastning knyttet til avtalen. Investeringselskaper veier risiko og avkastning i sin beslutningsprosess basert på en subjektiv oppfatning av selskapet. Hos selskaper på børs kan man for eksempel bruke en teknisk analyse, som bruker historikk for å si noe om fremtiden. Figur 3

viser hvilke kriterier som er viktige og burde vurderes for å få en investering. Det er verdt å nevne at disse kriteriene ifølge Tyebjee & Bruno (1984) ligner de som finnes i flere produktevalueringsmodeller (Montgomery & Urban 1969; O'Mera 1961; Pressmier 1982).

Figur 3 viser hvordan Tyebjee & Bruno (1984, 1985) samlet egne funn og stilte dem ved siden av funnene til Wells (1974) og Poindexter (1976). Samlingen gjør det enkelt å sammenlikne kriteriene som prioriteres i hvert forskningsprosjekt. Det er viktig å merke seg at lederegenskaper dukker opp øverst hos alle tre, etterfulgt av kriterier som involverer marked, produkt eller avkastning. Dette er et interessant funn som er verdt å ta med seg videre i denne oppgaven for å forstå hva som er viktig i en evalueringsprosess.

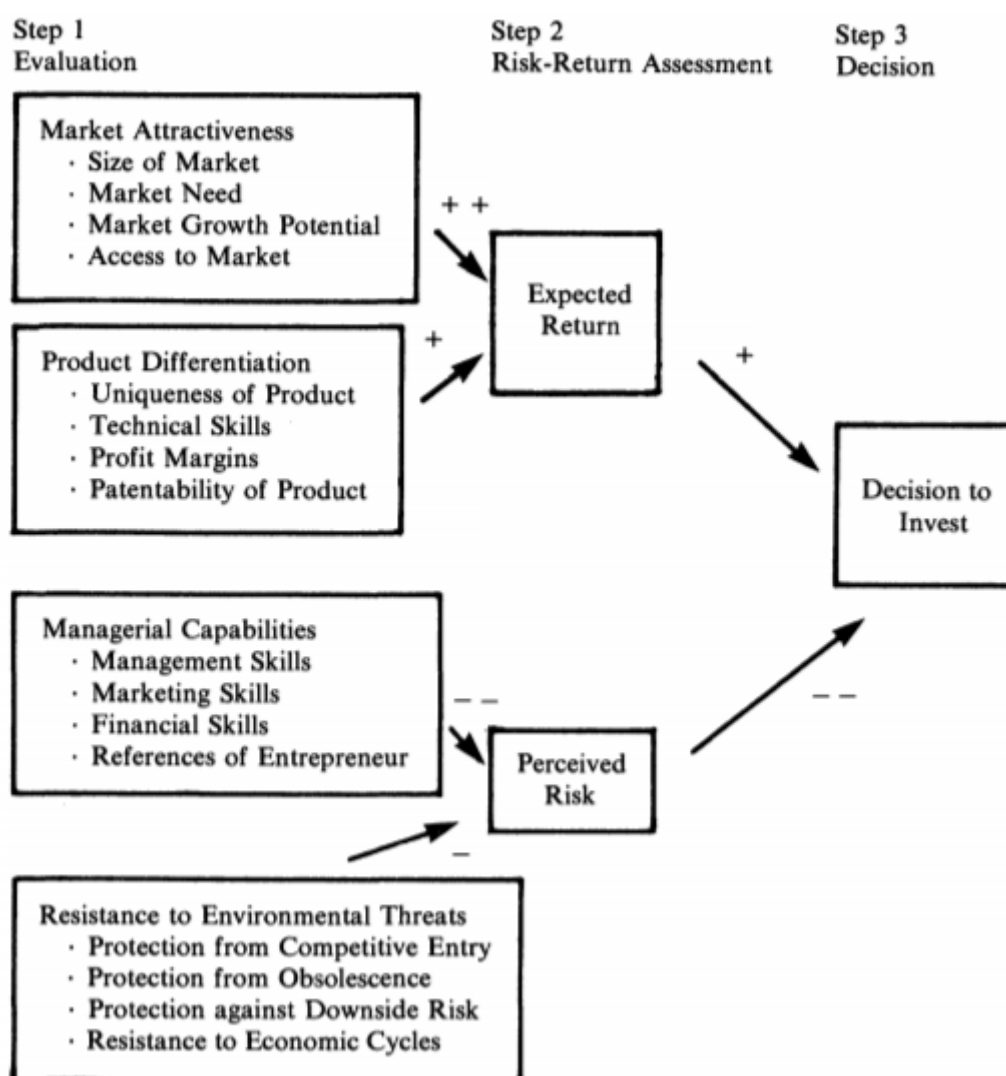
**TABLE 1**  
*Venture Evaluation Criteria*

| WELLS (1974)<br>Sample: Eight Venture Capital Firms<br>(Personally interviewed) |                | POINDEXTER(1976)<br>Sample: 97 Venture Capital Firms<br>(Mailed questionnaires) |                                | TYEBJEE & BRUNO (Study I)<br>Sample: 46 Venture Capitalists<br>(Telephone survey, open-ended questions) |  |
|---|----------------|---|--------------------------------|---|--|
| Factor  | Average Weight | Investment Criteria by Rank Order Of Importance                                 | Factor                         | % of Respondents Mentioning   |  |
| Management Commitment   | 10.0           | 1. Quality of Management  | 1. Management Skills & History | 89  |  |
| Product   | 8.8            | 2. Expected Rate of Return  | 2. Market Size/Growth          | 50  |  |
| Market  | 8.3            | 3. Expected Risk  | 3. Rate of Return              | 46  |  |
| Marketing Skill   | 8.2            | 4. Percentage Equity Share of Venture   | 4. Market Niche/Position       |   |  |
| Engineering Skill   | 7.4            | 5. Management Stake in Firm   | 5. Financial History           | 20  |  |
| Marketing Plan  | 7.2            | 6. Financial Provisions for Investor Rights                                     | 6. Venture Location            | 11  |  |
| Financial Skill   | 6.4            | 7. Venture Development Stage  | 7. Growth Potential            | 11  |  |
| Manufacturing Skill   | 6.2            | 8. Restrictive Covenants  | 8. Barriers to Entry           | 11  |  |
| References  | 5.9            | 9. Interest or Dividend Rate  | 9. Size of Investment          | 9   |  |
| Other Participants in Deal  | 5.0            | 10. Present Capitalization  | 10. Market/Industry Expertise  | 7   |  |
| Industry/Technology   | 4.2            | 11. Investor Control  | 11. Venture Stage              | 4   |  |
| Cash-Out Method   | 2.3            | 12. Tax Shelter Consideration   | 12. Stake of Entrepreneur      | 4   |  |

Figur 3: Venture evaluation criteria (Tyebjee & Bruno, 1984).

Figur 4 er en skjematisk fremstilling av hvordan evalueringskriteriene har betydning for Investorens beslutning om å investere. Kort oppsummert er markedets tilregnelighet og produktets differensiering knyttet til forventet avkastning. Et kompetent ledelsesteam og motstand mot miljøtrusler indikerer en lavere risiko for kommersiell svikt. Til slutt blir beslutningen om å investere bestemt ved å vurdere risiko versus avkastning. Investorer er som forventet risikounnvikende og avkastningsorienterte i sin beslutning, men er villige til å investere i risikofylte avtaler,

dersom avtalene også involverer en høy potensiell profitt. Figuren viser med andre ord hvordan de forskjellige kriteriene veies opp mot hverandre. Dette er spesielt viktig for oppstartsselskaper som ønsker å vite hva de bør prioritere for å komme over dødens dal. Figur 4 unnlater å inkludere “cash-out potential” eller investeringsgevinst fordi potensialet ikke ser ut til å påvirke verken oppfattet risiko eller avkastning. Dette er spesielt overraskende fordi uten fusjon, oppkjøp eller børsnotering vil det være vanskelig for investoren å hente inn noen form for gevinst. Korrelasjonen mellom forventet risiko og avkastning viste seg i artikkelen å ikke være statistisk betydelig (Tyejee & Bruno, 1984).



Figur 4: VC evalueringsprosess for investering (Tyejee & Bruno, 1984).

\*Symbolene ++, +, -, -- indikerer retningen og størrelsesgraden for parameterne som beskriver forholdene mellom variablene.

### Kriterier til markedspotensial

Første kriterium er vekst i markedet (Bruno & Tyebjee 1984, MacMillan et al. 1985, Kaplan & Strömberg 2000). Markedet må være av betydelig størrelse og ifølge funnene Fried & Hisrich (1994) ha et signifikant potensial for vekst i inntektene. Det må også være en tilgang i markedet og et eksisterende behov i markedet (Bruno & Tyebjee 1984).

### Kriterier til produktdifferensiering

Produktdifferensiering handler om entreprenørens evne til å skape et unikt produkt som kan patenteres og utkonkurrere eksisterende selskaper i dette markedet (Tyebjee & Bruno 1984). Investorer bryr seg lite om tekniske utfordringer med en prototype, så lenge entreprenøren har tekniske ferdigheter som kan løse utfordringene. 63% av avtalene i forskningen til Tyebjee & Bruno (1984) ble beskrevet som nye teknologier eller nye versjoner av eksisterende teknologi. Innovasjon handler ofte om å lage noe helt nytt som gir entreprenører en midlertidig monopolistisk posisjon i markedet. Dette vil gi selskapet gode inntekter, så lenge det er et behov i et stort nok marked.

Ifølge Fried & Hisrich (1994) er et kriterium at det skal være et nytt konsept, enten nytt produkt eller tjeneste. Produktet må enten allerede fungere, eller kunne bli lansert i markedet innen 2-3 år. Som tidligere nevnt var 18% beskrevet som produktet som selskaper har sett fungert godt av andre selskaper. Dette betyr at det er omdiskuterte kriterier om hva som er nytt. Definisjonen av nytt kan også omhandle nye produkter eller tjenester i nye markeder.

### Kriterier til kompetanse i ledelse

Det tredje kriteriet er kompetanse i ledelse. Kaplan & Strömberg (2000) fant at selskaper som har gått på børs, har sterk ledelse. Det er ingen funn som støtter sannsynligheter for at selskaper som har sterke produkter eller muligheter i markedet går på børs. Dette betyr at selskaper som tidligere har fått investeringer basert på produktet, vil ha mindre sjanser til å gå på børs. En tolkning av resultatene til Kaplan & Strömberg (2000) er at investorer er bedre på å evaluere entreprenører enn å evaluere markedet. Siden det er høyst sannsynlig at entreprenører med sterk ledelse er de som går på børs, vil fokus på forretningsplan kun være støy. Franke et al.

(2006) hevder derimot at investorer ofte investerer i entreprenører som har lik bakgrunn som sin egen. Ifølge Bernhard et al., (2006) kan slike investeringer være riktig. Det kan være lettere for investorer å evaluere entreprenører som har likhetstrekk med investoren.

Manglende kompetanse innen ledelse gir en merkbar økning i oppfattet risiko (Bruno & Tyebjee 1984). En sterk ledelse gir best effekt når det gjelder mitigering av risiko. Et annet kriterium er at entreprenøren må kunne gjøre en innsats over lengre tid, være fleksibel og godt kjent med markedet (MacMillan et al. 1985, Fried & Hisrich 1994). I følge Kirsch et al. (2006) øker sannsynligheten for finansiering dersom entreprenøren har entreprenøriell erfaring.

Entreprenøren burde ha demonstrert lederskap i tidligere arbeidssituasjoner ikke bare under gode tider, men også under tider hvor lederen er under press. Hvis ikke burde entreprenøren være villig til å ansette en ny daglig leder for å korrigere denne mangelen (Bruno & Tyebjee 1984, MacMillan et al. 1985, Fried & Hisrich 1994). Entreprenøren må også kunne evaluere og reagere til risiko på en riktig måte, og har planlagt hvordan disse risikoene skal jobbes med (MacMillan et al. 1985, Fried & Hisrich 1994).

Entreprenøren burde ha relevant erfaring til entreprenørskap. Man kan gjerne ha feilet, men det burde vises til hvordan vedkommende har utført en god innsats personlig i tidligere selskaper (MacMillan et al. 1985, Fried & Hisrich 1994). Her burde det henvises til entreprenørens erfaring innen finans, markedsføring og kunne gis overbevisende referanser, som viser hvordan entreprenøren har lyktes i tidligere situasjoner (Bruno & Tyebjee 1984). Entreprenøren må ha personlig integritet og kunne formidle selskapet på en riktig måte (Fried & Hisrich 1994). Dette er også argumentert for av MacMillan et al. 1985) som hevder at 31% av investorene har formidlingsevne som et kriterium.

### Kriterier til motstand mot eksterne trusler

Det fjerde kriteriet representerer oppstartsselskapets evne til å motstå eksterne og ukontrollerbare trusler eller bli foreldet. Dette kan være alt fra endringer i teknologi, sensitivitet til økonomiske sykkluser, lave barrierer til markedet for konkurransen.

Dette er noe som støttes av Bruno & Tyebjee (1984). Kaplan & Stomberg (2000) hevder at entreprenører, konkurranse og strategi er relatert til prestasjon. Dersom selskapene har en god strategi, elimineres utfordringene med konkurranse.

### Kriterier til Investeringsgevinst

I følge MacMillan et al. (1985) hevder 50% av investorer at de ønsker en investeringsgevinst på 10x på investeringer etter 5-10 år. De hevder videre at kun 44% av investorer har realisering av kapital som et kriterium. Bruno & Tyebjee (1984) sine funn indikerer at oppstartsselskaper bør ha en fremtidig strategi for å slå seg sammen, bli kjøpt opp eller gå på børs for å kunne skape en gevinst. Dette bør skje etter 5-10 år, noe MacMillan et al. (1985) forskning bekrefter. Forskningen til Fried & Hisrich (1994), hevder at investorene ønsker en exit mellom 3-10 år etter investering, og gi en gevinst på 30-70%.

### 2.2.4 Strukturering

Dersom evalueringen er godkjent, starter en forhandlingsprosess for å strukturere avtalen på pris, beløp og form. Dette kan være grense for maksimal verdistigning, prisen på aksjene eller beskyttende avtaler som begrenser investeringsutgifter og lederlønn (Tyebjee & Bruno 1984). Selv om investoren har en liten posisjon i selskapet, forhandler investorene og entreprenørene om hvor mye kontroll av styret, endringer i ledelsen eller ha bestemte avtaler på tilbakekjøp, fusjon, oppkjøp eller børsnotering. For å begrense myndigheten til investorene kan entreprenørene tynne ut egenkapitalen til de opprinnelige investorene ved å heve ytterligere kapital fra andre investorer. Sitert i Tyebjee & Bruno (1984) (Cooper & Carleton 1979; Glassmeyer 1981)

Dersom entreprenørens forventninger ikke når målene, kan en investor lage en "earn-out" avtale hvor entreprenøren må gi fra seg større andel aksjer i kompensasjon for mål som ikke er oppnådd. Sitert i Tyebjee & Bruno (1984) (Leland & Pyle 1977; Ross 1977).

### 2.2.5 Etter investeringen

Etter gjennomført investering har ofte investeringsselskapet nær kontakt med oppstartsselskaper for å beskytte investeringen sin. Ifølge Tyebjee & Bruno (1984) er dette en studie som er laget på grunnlag av flere tidligere studier. (Dorsey 1977; Hoffman 1972; Poindexter 1976; Timmons & Gumpert 1982; Wells 1974). Når avtalen er fullført utvides relasjonen fra investor til samarbeidspartner. Den nye relasjonen kan skape innflytelse i markedet og blant leverandører (Tyebjee & Bruno 1984). Investorene driver svært sjeldent med den daglige driften, men kan gripe inn og ansette nye ledere hvis det er nødvendig. Videre hevder Tyebjee & Bruno (1984) og MacMillan et al. (1985) at investorene vanligvis vil ha avkastning i løpet av 5-10 år. I denne perioden spiller ofte investorene en aktiv rolle mot fusjon, oppkjøp eller børsnotering.

### Kritikk til forskningen

Fried & Hisrich (1994) hevder at forskningen deres er generisk. Forskningen dekker alle typer aktive eierfond. Investorer som investerer i forskjellige faser vil ha forskjellige kriterier. De hevder at det må mer forskning til på spesifikke faser.

Framgangsmåten til MacMillan et al. (1985) har blitt kritisert av Zacharakis & Meyer (1995), som hevder at respondenter har en tendens til å svare det som er forventet av dem, fremfor det som er ærlig. Et annet poeng som tas opp er at respondentene ikke nødvendigvis er bevisste sine egne avgjørelser, eller at de kan feilaktig velge ut de faktorene de under reelle evalueringsscenarioer ikke hadde valgt. Et tredje poeng er at man i etterkant av avgjørelser ikke alltid klarer å rasjonalisere egne tanker og følelser. I tillegg er det fort gjort for individer å gi seg selv æren for suksesser, og skylde feiltakelser på eksterne krefter som de selv ikke styrer.

## 2.3 Problemstilling og Forskningsspørsmål

Oppstartsselskaper er viktige for nye arbeidsplasser, og investorer spiller en sentral rolle for skaleringen av disse oppstartsselskapene. Vi ønsker å vite hva som skal til for å få en investering i Norge og har derfor formulert følgende problemstilling:

*“Hvordan evalueres oppstartsselskaper av Norske tidligfase-investorer?”*



Dette er en prosess som ifølge Fried & Hisrich (1994) tar 129,5 timer av investorens tid og i gjennomsnitt 97.1 dager å gjennomføre. For å få relevante data ønsker vi å se på den aller første delen av denne prosessen. Vi har valgt å avgrense oppgaven til å se på hvilke kriterier oppstartsselskapene må ha for å få komme videre fra første delen i denne prosessen. Vi forventer å finne frem til interessante svar, som avslører om norske tidligfase-investorer evaluerer oppstartsselskaper på andre måter enn det teorien fremlegger.

**F.S.1:** *Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?*

Dette forskningsspørsmålet baserer seg på å avdekke hvordan tidligere investeringer har kommet i kontakt med investor. Vi skal avdekke hvordan prosessen fungerer i teoridel 2.2.1 “avtalens opprinnelse”.

**F.S.2:** *Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?*

Dette forskningsspørsmålet baserer seg på å avdekke de viktigste kriteriene i screeningfasen. Vi skal avdekke hvordan prosessen fungerer i teoridel 2.2.2 “screening”.

**F.S.3:** *Hva er de viktigste kriteriene ved en evalueringsprosess?*

Dette forskningsspørsmålet baserer seg på å avdekke de viktigste kriteriene. Det har som formål å analysere tredje steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984). Her ser vi på kriteriene for markedspotensialet, produktdifferensiering, entreprenørielle egenskaper, strategi og investeringsgevinst. Vi skal avdekke hvordan prosessen fungerer i teoridel 2.2.3 “Evaluering”.



## 3.0 Metode

### 3.1 Design:

En fenomenologisk tilnærming til et kvalitativt design går ut på å utforske og beskrive et bestemt fenomen og forståelsen og erfaringene til de involverte menneskene (Johannessen et al. 2011). Fenomenet som utforskes i denne oppgaven handler om hvordan norske tidligfase-investorer tar beslutninger. Det er ingen stegvis prosess, derfor er det vanskelig å få et klart bilde av beslutningsmønstre hos investorer på grunn av de mange faktorer som gjør hvert investeringscase helt unikt. Samtidig vil evalueringen av disse casene også være subjektiv. Problemstillingen “*Hvordan evalueres oppstartsselskaper av Norske tidligfase-investorer?*” legger grunnlaget for en eksplorativ tilnærming. Ved å undersøke hva forskningen viser og sette dette opp mot egne funn, gikk vi inn i dybden på hvordan den norske tidligfase-investoren tenker sammenliknet med investorer i resten av verden. Det var derfor hensiktsmessig av oss å benytte oss av en fenomenologisk tilnærming til vår kvalitative undersøkelsesmetodikk.

Både primær- og sekundærdata ble benyttet. Sekundærdataene ble samlet for å belyse eksisterende litteratur rundt investeringskriterier og investeratferd. Dette hjalp oss i møte med informantene ved å gi oss en god oversikt over hvordan investorer tenker.

Vi benyttet oss av individuelle dybdeintervjuer da det var hensiktsmessig for studien vår (Johannessen et al. 2011). Etter vår vurdering var den beste måten å forstå norske investorer på og hvordan de tar beslutninger, å møte dem for en dialog. Vi valgte derfor ut flere relevante informanter som hadde en passende profil, og gjennom et flercasestudie, gjennomførte vi individuelle dybdeintervjuer med hver informant som én enkelt analyseenhet (Johannessen et al. 2011).

Vi ønsker med denne oppgaven at entreprenører skal kunne ha en større innsikt i hva investorer ser etter, for å forenkle den langvarige og kompliserte prosessen som er å finne og overbevise riktig investor. Ifølge Johannesen et al. (2011) må man forstå mennesket for å forstå verden. For å kunne forstå oss på det tidligere nevnte fenomenet, ble intervjuguiden satt sammen i lys av vårt teoretiske rammeverk, for å

forsøke å avdekke informantenes synspunkter, erfaringer og innvendinger om egen praksis og prosedyrer. Vi tok deretter utgangspunkt i bestemte investorkriterier nevnt i teorien, for å undersøke nærmere hvordan informantene stilte seg i forhold til andre investorer. Tidligere forskning på dette området har vært kritisert for enkle surveys hvor fondene skal rangere kriteriene.

*“The perceptual, emotional and cognitive processes which ultimately lead to the choice of a decision alternative must also be studied if we want to gain an adequate understanding of human decision”* Sandberg (1988), sitert i Freid & Hisrich (1994).

## 3.2 Datainnsamling

For å samle inn data skal vi benytte oss av en-til-en dybdeintervju med lydopptak. For å kunne besvare problemstillingen *“Hvordan evalueres oppstartsselskaper av Norske tidligfase-investorer?”*, er det viktig at vi fikk en grundig forståelse av svarene til informanten. Det er viktig at vi får innhentet data som er basert på en investorens erfaringer og oppfatninger av investeringskriteriene. Dette kommer best frem når informanten kan bestemme hva som tas opp i intervjuet (Johannessen et al. 2011). Ikke bare ønsker vi å vite hva investoren ser i fremtidige investeringer, men vi ønsker at investoren skal komme med konkrete eksempler på selskaper som har fått investering og hvilke selskaper som ikke har fått investering, og hvorfor. Dette vil gi oss en indikasjon på om kriteriene faktisk spiller en rolle, eller om det er andre faktorer som kan være nødvendig for entreprenører å vite om.

## 3.3 Informanter

### 3.3.1 Utvalg

Valg av kriterier for utvalg av informanter er tett knyttet til problemstillingen (Jacobsen, 2015). Det var viktig for oss at utvalgene investerte i samme investeringsfase og investerte i beløp som var i samme kategori. En kriteriebasert utvelgelse handler om å velge informanter som oppfyller spesifikke kriterier (Johannessen et al. 2011). Vi har valgt å sette kriterier som er knyttet til investorfondene, roller i selskapet og geografisk lokasjon for å sikre relevans til vår problemstilling. Kriteriene vi har valgt for utvelgelsen av informanter vises i tabell 1:

| Kriterier         | Beskrivelse og begrunnelse   |
|-------------------|--|
| Profesjonalitet   | Investorene skal ha en trinnvis utvalgsprosess for sine kandidater. De skal være anerkjente og ha en tydelig posisjon i oppstartsmiljøet i Norge.  |
| Opphav            | Utvalget trenger ikke være norske, men skal være lokalisert i Norge. Det er mulig for utvalget å drive virksomhet internasjonalt, så lenge deler av virksomheten foregår i Norge.                        |
| Rolle i selskapet | Utvalget skal enten være daglig leder eller beslutningstaker i kontakt, screening og/eller evalueringsprosessen.   |
| Bakgrunn          | Bakgrunnen til utvalget kan være variert, da det finnes stor variasjon i bransjene det investeres i. Bakgrunn og erfaring spiller liten rolle, vi heller er interessert i hvordan de praktiserer rollen. |
| Investeringsbeløp | Mellom 300,000 - 5,000,000 NOK   |
| Investeringsfase  | Investorene skal investere i tidlig fase. Dette kan være fra idefasen til inntektsfasen.   |

Tabell 1: Utvalgskriterier

Et utvalg av forskjellige selskaper som investerer var viktig for å øke validiteten i oppgaven. Ved å ha spesifikke kriterier og intervjuer forskjellige investorer kan vi begrense tilfeldige funn i undersøkelsen. Dette innebærer at en mer bevisst velger ut enkeltpersoner, som kan gi god informasjon (Jacobsen, 2015). Underveis kom informantene med tips om hvilke andre investorer som kunne stille til intervju. Selv om utvalget hadde vært større, fulgte ikke investorene de kriteriene vi hadde satt i oppgaven, derfor ble disse utelatt fra undersøkelsen. Dette mener vi gjør oppgaven mer troverdig.

### 3.3.2 Rekruttering

For å komme i kontakt med informanter måtte vi bruke vårt eget nettverk for å få svar. Prosessen startet i oktober 2018 med direkte e-poster til diverse investorer, uten treff. Siden vi har allerede et eksisterende nettverk innen investormiljøet fant vi fort ut at vi måtte bruke nettverket vårt for å nå ut til investorene vi trengte. Vi formet en liste med åtte kjente investorer og investorfond, som var både tidligere bekjentskaper, investorer for våre egne selskaper, og del av vårt nettverk. Målet vårt

var å intervju 4-7 informanter og fem av de vi spurte svarte tidsnok. Vi lyktes hovedsakelig med å ta kontakt med investorer på LinkedIn, og fortelle dem at andre investorer i samme miljø hadde allerede takket ja, til å stille til intervju.

For å sikre at besvarelsene til informantene våre baserer seg på investeringskriterier i samme investeringsfase, ville vi snakke med folk med lik autoritet og stillingsgrad i fondene de tilhørte. Det var en klar fordel at vi allerede var kjent med informantene, når det kommer til rekrutteringen. Vi slapp å måtte kontakte sentralbord, resepsjon eller sekretærer og tok direkte kontakt med de informantene vi ville ha tak i. Vi tok personlig kontakt med en informant som tilfeldigvis befant seg på samme kontor plass i Oslo som en av forfatterne og fikk booket første intervju. Vi sendte deretter ut e-poster til syv potensielle informanter, der vi sakte men sikkert fikk booket fire informanter til intervju. E-postene (Eller linkedIn meldingene) inneholdt informasjon med oversikt over tema, anonymitet, frivillighet og konfidensialitet. I utgangspunktet ønsket vi ikke anonymisere intervjuene for å skape kredibilitet i oppgaven, men vi valgte likevel å skjerme informantens personopplysninger og sensitive data, for å ivareta interessene deres. Alle informanter er reelle aktører innen oppstartsmiljøet.

### 3.3.3 Investorenes profil

Utvalget består av fire tidligfase-investorer og et kapitalinnhentingsprogram som fasiliterer investeringer. Vi sikrer oss med dette utvalget at vi treffer på riktig type investor som investerer i riktig fase. Informantene har alle lederstillinger, med ansvar for viktige beslutningsprosesser ved investeringer. Informantene som deltok i denne undersøkelsen vises i under i tabell 2. Investorene er omtalt i tilfeldig orden og eventuelle nummereringer på investorene er ikke systematiserte.

| Informant nr. | Funksjon            | Stilling               |
|---------------|---------------------|------------------------|
| 1             | Tidligfase-investor | Daglig leder           |
| 2             | Tidligfase-investor | Innovation manager     |
| 3             | Tidligfase-investor | Investeringsanalytiker |
| 4             | Tidligfase-investor | Daglig leder           |

Tabell 2: Utvalg

### 3.4 Etikk og anonymisering av tredjepart

Ved gjennomføring av intervjuene har vi tatt hensyn til etiske problemstillinger. Forskningen berører mennesker, spesielt i forbindelse med datainnsamling som for eksempel i intervjuer (Johannessen, Tufte og Christoffersen 2010) Enkelte svar i vår intervjuguide kunne inneholdt sensitiv data for informanten. Naturligvis ønsket vi at alle i undersøkelsen skulle delta frivillig, og at ingen følte seg presset til å delta (Johannessen et al. 2010).

Dersom vi ikke hadde valgt en - til - en intervjuer, kunne enkelte informanter holdt tilbake eller ikke svart åpent. Siden spørsmålene våre innebar investeringer, og informantene av og til nevnte tidligere investeringer kunne andre investorer sett på dette som potensielle investeringsprosjekter. Denne måten å intervju på er hensiktsmessig når temaet som diskuteres er intimt eller personlig, når det å skille seg ut i en gruppe kan være negativt, eller hvor det er flere temaer som skal diskuteres (Johannessen, et al. 2016).

Etiske rammeverk ble diskutert med en investor for å vite hva vi skal stille spørsmål om og hva som er sensitiv informasjon, der informantene settes i en posisjon som kan skape ubehag, eller hvor de føler informasjonen kan sette arbeidsforholdet i fare. Ubehagene fantes sted ved svar vedrørende spørsmål om tidligere investeringer eller informasjon om tredjeparter. Vi har med hensyn til dette utelatt funn som gir oss sensitiv informasjon. Tredjeparter vil bli fullstendig anonymisert og det vil ikke være mulig å spore informasjonen tilbake til kilden. Dette gjelder utsagn som kan være gjenkjennbare eller knyttet til bedrifter eller individer.

Det er både gunstig og ugunstig at informantene ble anonymisert i denne oppgaven. På den ene siden gjorde dette informantene mer åpne i intervjuene, som gjør at besvarelsene ble mer ærlige. I tillegg ble det mer behagelig og flytende tekst i analysen og vi fikk konkretisert funnene fremfor å gjenfortelle ordrett og i en bestemt rekkefølge. På den andre siden, fikk vi ikke nevnt navnene på selskapene vi

intervjuet, som vi mener kunne vært fordelaktig for oss, ved å bekrefte tyngden hos investorene vi intervjuet. Oppgaven vår er i tråd med forskningsetiske lover og retningslinjer.

## 3.5 Gjennomføring

Av utvalget presentert over, ble det gjennomført totalt fem individuelle dybdeintervjuer. Vi redegjør videre for forberedelser og gjennomføringen av intervjuene.

### 3.5.1 Intervjuguide

Intervjuguiden ble utformet på forhånd. Guiden var utviklet semistrukturert for å kunne gå i dybden av fenomenet, og for å holde samtalen åpen men basert på bestemte stikkord. Dette var for å sikre at vi fikk svarene vi så etter, samtidig som vi ikke utelukket relevant informasjon underveis i intervjuet. Vi benyttet oss av stikkord og “prompts” for å drive intervjuet fremover uten bruken av ledende spørsmål (McCracken et al. 1988). Vi var ute etter en åpen dialog uten strenge rammer. Hele premisset med oppgaven var å undersøke hvordan norske investorer ser verden. Det innebærer å nå frem til informantenes virkelighetsoppfatning uten å påvirke svarene på noen måte. For å styrke validiteten av oppgaven, er intervjuguiden utviklet basert på forskningsspørsmålene våre. Vi kategoriserte intervjuene etter hvordan kontakten skjer mellom entreprenør og investor, screening-prosessen og evaluering av kriteriene. Det var laget rom for å notere ned oppfølgingsspørsmål. Dersom det dukket opp nye funn under intervjuene sørget vi for å notere det ned for å gå i dybden på dem til de neste intervjuene. Dette var hensiktsmessig for å se om det var en sammenheng mellom investeringskriteriene til de forskjellige investorene. For å få grundige svar i intervjuene, stilte vi oppfølgingsspørsmål og innhentet på denne måten mer data. Oppfølgingsspørsmål viste seg å bli svært givende for oppgaven. Delvis strukturerte intervjuer kan gi en balanse mellom standardisering og fleksibilitet som gir intervjueren muligheten til å bevege seg frem og tilbake (Johannessen, Tufte og Christoffersen 2016). Dette viste seg å være viktig for å innhente informantene på hva vi egentlig spurte om, eller be dem utdype videre dersom svaret ikke var presist nok.

Vi spurte informantene om de kunne nevne spesifikke caser som eksempelvis fikk eller ikke fikk investering og hvorfor. Dette var for å sikre at informantene gjorde en kobling mellom spørsmålene vi spurte, og de casene de selv har vært borti før. I tillegg var det interessant og bekreftende for oss å høre om hva informantene husker som avgjørende faktorer i beslutningsprosessen. Svarene ble ofte konkrete og opplysende, og hjalp oss med kartleggingen av informantenes tanker om kriterienes viktighet.

### 3.5.3 Forberedelser til intervju

Det var avgjørende å lese seg godt opp på teorien før intervjuene, derfor skrev vi ferdig teori og leste oss opp på området før vi gjennomførte intervjuer. Flere samtaler med investorer på forhånd og tidligere erfaring med innhenting av kapital gjorde at vi fikk en grundig forståelse av prosessen. Dette var essensielt for å stille riktige spørsmål til en kompleks prosess. God teoretisk forståelse gjorde at vi kunne enkelt fange opp svar som var relevante til våre forskningsspørsmål.

Vi anså å intervju profesjonelle aktører som hensiktsmessig for å gjøre en vellykket testing av intervjuet. Vi intervjuet første investor, ved første utkast av en intervjuguide og fant ut at Intervjuet var noe langt. Etter vår vurdering var det best å spørre om for mye enn for lite og vi fikk en umiddelbar forståelse av hva som kunne kuttes bort. Investorene har en hektisk hverdag og det var viktig for oss å forholde oss til et intervju under 60 minutter. Vi startet med denne investoren fordi vi kunne få et nytt intervju ved behov, slik at vi kunne gjøre endringer i oppgaven. Etter dette intervjuet, la vi til i intervjuguiden at informantene skulle prøve å være konkrete i svarene for å korte ned tiden i intervjuene. Etter denne endringen i intervjuguiden opplevde vi fikk en bedre flyt i samtalen og intervjuene ble kortere.

### 3.5.4 Gjennomføring av intervju

Intervjuene ble gjennomført over tre uker i mars 2019. Alle intervjuene ble gjennomført fysisk hos investor. Dette var viktig for oss for å kunne lese ansiktsuttrykk og få en tettere relasjon til informanten. Intervjuene hadde en varighet mellom 37 minutter og 72 minutter.

Vi hadde klare roller under intervjuene. Den som hadde kontaktet informanten og hadde en relasjon som kunne skape tillit mellom partene ledet intervjuet. Den andre parten noterte, observerte og kom med oppfølgingsspørsmål ved behov.

Innledningsvis presenterte vi oppgaven, vår problemstilling og hensikten med oppgaven.

Vi startet samtalen med å gjøre informanten trygg i sin posisjon. Vi nevnte at det ikke fantes noen gale svar, at alt kunne anonymiseres, at de kunne si ifra dersom det var sensitiv data og at vi kom til å stille vage spørsmål slik at de kunne føle seg trygge dersom de ikke helt forsto spørsmålet. Målet med dette var at informantene skulle føle gjensidig respekt og bygge en relasjon. Vi ønsket å gi informantene all grunn til å svare åpent og ærlig.

Oppvarmingen hadde som hensikt å gjøre informantene trygge i sin posisjon. Det var naturlig å lede samtalen i en retning som gjorde spørsmålene enkle å svare på.

Innledningsvis spurte vi om bakgrunn, erfaring og stilling for å få i gang dialogen.

Dette hadde to funksjoner, både som oppvarming og for å undersøke de forskjellige informantenes likhetstrekk. Underveis i intervjuet ble det oppmuntret til oppfølgingsspørsmål, hvor informanten måtte utdype hvorfor de har bestemte kriterier i evalueringsfasen. Spørsmålene baserte seg på evalueringer som blir sett på som avgjørende for potensielle fremtidige investeringer. Vi var spesielt bevisste på å ikke legge føringer, for å sikre at informanten ikke svarte med teoretisk "best practice" men heller med subjektive virkelighetsoppfatninger.

Siden vi valgte å stille åpne spørsmål måtte vi til tider konkretisere spørsmålene, gi eksempler og lede informanten inn på det vi var ute etter. Oppklaringssvarene var derfor mer ledende enn hovedspørsmålene. Vi hadde utfordringer med å holde intervjuene åpne, enkelte ganger forsto ikke informanten hvilken informasjon vi var ute etter. I samtlige intervjuer opplevde vi at informanter måtte styres inn mot intervjuguiden, noen av svarene falt utenfor vårt område.

I ett av intervjuene med en varighet på 37 minutter var investoren mer konkret i svarene, i dette tilfellet ble strukturen bak intervjuguiden brukt nøye.

Oppfølgingsspørsmål ble brukt ved svar som ga oss begrenset informasjon. Vi brukte



også stillhet som et verktøy for å gi investorene tid til å tenke og for å få utdypende svar på eget initiativ.

## 3.6 Analyse av data

### 3.6.1 Fenomenologisk innholdsanalyse

Når man benytter seg av et fenomenologisk design, er det hensiktsmessig å analysere meningsinnhold. Det samles inn datamateriale som fortolkes av forskeren, med hensikt å forstå seg på og finne mening ved folks tanker (Johannessen et al. 2011). I denne oppgaven forsket vi på et fenomen som omhandler norske investorer og hvordan de tar beslutninger. Vi ønsket strukturere informasjonen på en måte som både reduserte mengden, men som også gjorde den forståelig når det kommer til investorene refleksjoner og erfaringer. Investorens forståelse av investeringskriterier og deres meninger rundt hvordan et oppstartsselskap bør ta stilling til disse kriteriene, var et fenomen vi ville etterforske. Samtidig var vi interesserte i å utforske hvordan investorenes erfaringer og bakgrunn påvirket deres forståelse av fenomenet vi presenterte for dem. Ifølge Kirsti Malterud (2003) sitert i (Johannessen et al. 2011), består analyse av fire hovedsteg:

#### Helhetsinntrykk

Vi noterte underveis i intervjuet og samme dag som intervjuene ble gjennomført startet vi med transkriberingen. For å sørge for at vi fikk med oss inntrykk som ikke kun blir oppfattet på lydbånd ble var det essensielt at intervjuene var friskt i minnet. Vi noterte lange pauser og hvilke inntrykk vi fikk hvilke kriterier som var viktigst for informanten.

#### Koding

For å lage en systematisk gjennomgang av datamaterialet, valgte vi å bryte ned data ved kategorisere våre funn etter forskningsspørsmålene. For å gjennomføre dette valgte vi å printe ut transkriberingen av intervjuene for å dermed fargelegge funn. Vi valgte en åpen koding som handler om å bryte ned, sammenligne og kategorisere funn gjennom analyse utsagn. Dette ga oss muligheten til å sette begrepsmessige merkelapper på ulike fenomener (Johannessen et al. 2016). Målsetningen var å se

om det var en sammenheng mellom teori og empiri basert på utsagn av informantene.

For å sørge for at normene overholdes vil vi under transkriberingen sørge for at kodingen og tolkningen ikke lyses i vår favør.

### Kondensering

Hensikten med kondensering er å abstrahere meningsinnholdet som ligger i de etablerte kodene (Johannessen et al. 2011). Oppsummerte funn ble kategorisert i en tabell for hvert forskningsspørsmål.

### Sammenfatning

Vi sammenfattet dataen for å utforme nye beskrivelser. Dette ble gjort for å ha et redusert materiale å jobbe med (Johannesen et al. 2011).

### 3.6.3 Struktur av analysen

I analysen er hvert kapittel er analysert og delt opp etter "*Model of venture capital investment activity*" av Tyzoon t. Tyebjee og Albert Bruno (1984). Våre funn er delt opp etter kapitlene i teorien. Evalueringskapittelet i analysen er delt opp etter Figur 4. VC evalueringsprosess for investering. Siden investeringsgevinst ikke er en risikofaktor, finnes ikke dette kapittelet i den visuelle delen av modellen, men er fortsatt en del av teorien til figur 4. Kapitlene under investeringsgevinst er supplert av MacMillan et al. (1985), Fried & Hisrich (1994) og Kirsch (2006).

Vi har strukturert analysen etter teorien og forskningsspørsmålene.

Kapittel 4.1 består av "*Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?*" Dette spørsmålet skal analysere første steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984) "*Avtalens opprinnelse*".

Kapittel 4.2 består av forskningsspørsmålet "*Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?*" Dette spørsmålet skal analysere andre steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984) "*Screening*".

Kapittel 4.3 - 4.7 består av forskningsspørsmålet “Hva er de viktigste kriteriene i en evalueringsprosess?” Dette spørsmålet skal analysere tredje steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984) “Evaluation”.

I Kapittel 4.8 oppsummerer vi intervjuene analysen. Dataene blir oppført i en tabell for å lage en enkel oversikt, slik at vi kan tolke dette opp mot forskningsspørsmålene.

## 3.7 Reliabilitet, validitet og overførbarhet

### 3.7.1 Reliabilitet

I vår undersøkelse, har vi tatt reliabilitet i betraktning ved å sørge for at vi samler inn data på en måte som kan stoles på. Det vil si at typen data, metode for innsamling, og hvordan dataene ble bearbeidet var sentrale faktorer i vurderingen av reliabiliteten (Johannessen et al. 2011). Under hele prosessen har vi forsøkt å dokumentere metode, data og avgjørelser, samt resultater gjennom oppgaven (Ryen 2002, gjengitt i Johannessen et al. 2011). Vi har forsøkt å gjøre forskningsprosessen vår så transparent som mulig, ved å beskrive hver case individuelt og ved å dokumentere stegene i denne prosessen.

Under første intervju fikk vi testet intervjuguiden og fant ut hvordan vi kunne formulere oss bedre og hvordan gjennomføre intervjuene på best mulig måte etter det. Vi fikk gått gjennom og revidert intervjuguiden, slik at spørsmålene i undersøkelsen kunne treffe bedre som målingsverktøy, og gi oss bedre svar på fenomenene vi utforsket. Vi forsøkte å fremstå som nøytrale i løpet intervjuene og unnlot å fremvise egne meninger gjennom bestemte formulering, tonefall eller kroppsspråk. Vi unnlot å bekrefte eller avkrefte om vi selv var enige eller uenige i standpunktene deres, og sørget heller for å lytte aktivt på deres forklaringer. Spørsmålene ble formulert med informantens meninger og erfaringer i fokus. På denne måten kunne vi sikre en god reliabilitet i oss selv som forskere.

For kvaliteten på dataenes skyld, var det hensiktsmessig å sørge for at informanten var komfortabel med oss. Under intervjuene forsøkte vi å være bevisste på at måten vi formulerer oss på kan påvirke svarene til informantene. Dette henger også

sammen med hvordan vår tilstedeværelse i rommet ble oppfattet gjennom alt fra kroppsspråk, antrekk og utstråling. Det er viktig med tillit mellom informanter og intervjuere i åpne kvalitative intervjuer. Om informanten ikke får tillit til oss som intervjuere kan det føre til at vi får dårlige data, eller at informanten holder igjen på informasjon ved å bli innesluttet og lukket. Dette er derfor naturligvis noe vi prøver å unngå, ved å forsøke å vinne tilliten til informanten.

Vi tok opptak av intervjuene etter å ha fått dette godkjent av informantene. Alle opptakene ble videre transkribert for å sørge for at dataene enkelt kunne samles, filtreres, oppsummeres og sammenlignes i analysen.

### 3.7.2 Validitet (begrepsvaliditet)

Ifølge Johannesen et al. (2011) er ikke dataen selve virkeligheten, men en representasjon av den. Validitet handler om hvorvidt et fenomen kan gjengis presist og i hvor stor grad dette kan gjøres (Hammersley i Silverman 2014). Vi forsket med denne undersøkelsen på et fenomen og det var derfor viktig at vi vurderte gjengivelsen av dataene som ble samlet med hensyn, og om dataene på fenomenet har rot i virkeligheten. Relasjonen mellom de konkrete dataene og fenomenet som studeres beskrives av Johannesen et al. (2011) som begrepsvaliditet.

Vi var bevisst på at utvalgets tolkning av temaene kunne variere, og at det kunne føre til variasjoner i svarene deres. I vårt tilfelle var det i tillegg avgjørende at investorfondene vi snakket med befant seg innenfor riktig fase og investeringsbeløp. Om informantene investerte i senere faser, hadde vi som formål å ekskludere de fra utvalget og innhente andre, mer passende informanter. Vi gjennomførte fem intervjuer, som alle fylte utvalgskriteriene vi hadde satt. Vi oppdaget fortløpende at det var likheter i deres tankegang og besvarelser, noe som videre styrket validiteten i oppgaven. Det var etter vår vurdering grunnlag til å konkludere med at datagrunnlaget i stor grad var tilstrekkelig og med realistiske trekk.

Vi brukte som nevnt i kapittel 3.5 fenomenologisk innholdsanalyse for å analysere intervjuene. Kategoriseringen av dataene foregikk ved å gå gjennom transkriptene hver for oss, for så å vurdere hvordan dataene skulle kodes. På denne måten kunne vi sette opp hver våre funn, stille disse kritisk opp mot hverandre og til slutt

sammenligne dem for å se etter eventuelle variasjoner i funnene. Etter sammenligningen trakk vi felles konklusjoner på helhetsinntrykket og funnene, som vi sendte videre til gjennomlesing og godkjenning, for å forsikre oss om at det kunne brukes i oppgaven. Vi drøftet så den innsamlede teorien opp imot konklusjonen fra analysen, med mål om å sammenligne investorenes besvarelser med temaene i teorien.

### 3.8 Etiske avveininger

Vi benyttet oss av kvalitative intervjuer som metode og har derfor tatt stilling til personvern av enkeltindivider. Av den grunn var det viktig for oss å sette oss inn i retningslinjer for personvern og forskning, samt å undersøke om forskningsprosjektet er meldepliktig. Forskningsetikk handler om prinsipper, regler og retningslinjer for vurdering av om handlinger er riktig eller gale” (Johannesen et al. 2011). Vi startet forskningsprosjektet ved å gå gjennom retningslinjene til Den nasjonale forskningsetiske komité for naturvitenskap og teknologi, eller NENT (2016). Retningslinjene oppsummerer hvordan man kan praktisere forskningsetikk og hvilke hensyn vi som forskere må ta.

Frivillighet: Vi informerte om at deltakelsen var frivillig, og at informantene kan selv velge om og når de vil trekke seg fra studien. Informasjonen som er lagret på informanten som velger å gjøre dette vil slettes.

Transkribering: Det ble i starten av intervjuene oppklart med informantene på lydbånd at intervjuene skulle tas opp, med deres godkjenning. På denne måten gjorde vi vår jobb med transkribering lettere, og økte på samme tid validiteten i dataene. Lydopptakene vil i henhold til NSD sine retningslinjer bli slettet ved prosjektslutt.

### 3.9 Begrensninger

En begrensning som vi var nødt til å erkjenne var at vi i de fleste tilfeller forholdt oss til informanter som en av oss kjenner personlig gjennom nettverk eller tidligere investeringsrelaterte aktiviteter. Vi har av den grunn forklart at det var viktig for forskningens skyld at vi i løpet av intervjuene legger kjennskapene til side. På en

annen side kan det også ha hjulpet med å gjøre informantene mer komfortable under intervjuet, og at de svarte mer åpent.

I tre av tilfellene representerte informanten et investorfond som tidligere har investert eller gitt et investeringstilbud til selskapene vi selv jobber i. Vi gjorde dem oppmerksomme på at vi i løpet av intervjuene ikke ville diskutere våre egne selskaper, men heller andre selskaper som enten har eller ikke har fått investering hos dem. Vi opplevde heller ikke at intervjuene med disse informantene ble påvirket av denne tilknytningen til oss eller selskapene våre. I ett av tilfellene spurte en investor før intervjuet, hvorfor en av forfatterne hadde investert i et selskap. For å ikke lede informanten til å svare de samme kriteriene, måtte vi svare med at vi kan snakke om det ved en senere anledning.

## 4. Analyse og funn

Åpne spørsmål har gitt oss en dypere forståelse av kriteriene. Vi har brukt teori som rammeverk, for å enkelt kategorisere funnene. Mengden stoff om de forskjellige temaene i analysedelen er basert på funn som er poengtert kritisk, er gjentatt av flere investorer, og hvor mye de ble diskutert under intervjuene. Dette skyldes bruken av åpne intervjuer.

Sensitiv informasjon er anonymisert og vi refererer i denne delen av oppgaven til informantene våre som “investorer”. Investorene er omtalt i tilfeldig orden og eventuelle nummereringer på investorene er ikke systematiserte.

På grunn av vår bakgrunn som entreprenører og at vi tidligere har hentet kapital, er det hensiktsmessig å være bevisst over sitt eget engasjement i eget arbeid. Vi har vært bevisste på egne holdninger og tatt stilling til at vi må være i stand til å trekke oss tilbake og se den innsamlede dataen i et fugleperspektiv (Johannessen et al., 2010).

### 4.1 Avtalens opprinnelse

Denne fasen knyttes til forskningsspørsmålet “*Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?*” Dette spørsmålet skal analysere første steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984) “**Avtalens opprinnelse**”. I denne kategorien har vi ønsket å finne ut hvordan noen av deres eksisterende oppstartsselskaper som tidligere har fått investeringer kom i kontakt med dem.

#### Uoppfordret kontakt

To av investorene hevder at 40 og 70% av de selskapene som har fått investering, er kommet gjennom uoppfordret kontakt. Resterende investorer hevder at de har investert i selskaper de allerede har en tilknytning til fra før. Dette viser til at det er stor differanse mellom investorene på dette området. To av investorene poengterer også at de er veldig forskjellig fra de andre investorene i denne fasen, hvor en av de nevner at de er mer villig til å møte nye selskaper, fremfor de andre investorene.

En av investorene hevder det ofte er kontakt mellom selskapet som søker investering og selskapene i porteføljen til investoren, eller er i samme industri. Dette kan være fordi selskapene vet at investoren er interessert i den type marked eller teknologi. Majoriteten av investorene hevder at alle må gjennom en søknadsprosess på nett, uansett om du ikke har tilknytning til selskapet eller ikke. Vi får en oppfatning om at søknadsprosessen på nett er en formalitet som også skal systematisere data.

### Referanser

Investorene nevner at de ser på referanser som leads av høyere kvalitet. Det gis inntrykk for at de fleste investeringer kommer gjennom et profesjonelt nettverk, men i få tilfeller gjennom et sosialt nettverk. Enkelte investorer bruker mentorer eller andre investorer som kvalitetssikrede kilder, og slipper disse selskapene automatisk videre i evalueringsfasen. Det anses som positivt dersom investorene kjenner andre investorer som kunne interessert seg i slike selskaper ved senere investeringsfaser.

### Utforsking av teknologi og marked

Investorene hevdet at de brukte inkubatorer, konsulenter og events som kilder til potensielle investeringer. En av investorene hevdet at de kjente de fleste selskapene fra før. Disse funnene sier noe om at alle investorene er ute og søker etter potensielle investeringer, men de bruker forskjellige tilnærminger.

### Oppsummerende analyse for avtalens opprinnelse

Vi ser at det er viktig for nettverk dersom et selskap skal komme i kontakt med en investor. Skal en entreprenør hente penger, burde han sørge for at han får tilknytning til en inkubator og er med på eventer i oppstartsmiljøet. For å finne ut hva en investor er ute etter, kan man bruke søknadsskjemaene som veiledere.

## 4.2 Screening

Består av forskningsspørsmålet *“Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?”* Dette spørsmålet skal analysere andre steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984) **“Screening”**.



### Størrelse på investering og investeringspolitikk

Av de Investorene som har svart på hvor mye de investerer, Investeres det 300 000 NOK - 2 MNOK i et selskap. Størrelsen på hvor mye kapital som er tilgjengelig er et av argumentene for hvorfor det er slik. En av investorene at et kapitalbehov på over 20 millioner før man har en positiv bunnlinje, gjør at de sannsynligvis ikke er den rette partneren. Det poengteres også at investorene tar kontakt med hverandre for å co-investere, dersom de har selskaper som passer inn i deres investeringsportefølje. Dette kan bidra til en større investering.

En investor hevdet at selskaper som har fått inn 3 - 4 MNOK tidligere har mest sannsynlig kommet for langt. Har selskapet gjennomført investeringer på 1 million og solgt 50% av selskapet, vil dette være et selskap som utelukkes. *“Da har du ødelagt eierstrukturen”*.

### Teknologi- og markedssektor fit

Alle investorene nevner at det skal være en fit mellom investoren og oppstartsselskapet som skal investeres i. Funnene handler om hvilken grad de kan hjelpe bedriftene å skalere. Det kan godt være svakheter i selskapet som får investering, så lenge investoren kan bidra til å dekke disse svakhetene. En av investorene snakket om et oppstartsselskap som hadde fått investering, og hadde svakheter innenfor teknologiutvikling. Investoren hadde tidligere investert i et utviklingselskap som hadde mulighet til å hjelpe oppstartsselskapet med dette.

Enkelte investorer bruker konsulenter, som gir innsikt i oppstartsselskapenes utfordringer. Dersom de kjenner til oppstartsselskaper som kan løse problemet, har de både en god fit mellom konsulentenes oppgave og oppstartsselskaper de allerede har i sin portefølje. Det skal være selskaper som matcher en bestemt industri, slik at hjelpen kan tilbys enkelt.

### Geografisk plassering

Kun ett selskap hevder de ikke har spesifikke krav til geolokasjon. Det vil si at investoren begrenser seg ved å kun søke etter geografisk nærliggende oppstartsselskaper. Selv om selskapet ikke sitter i inkubatoren lengre, betyr ikke

dette at investoren har solgt seg ut av selskapet. Selskapet kan vært i en fase hvor de ikke lengre trenger like mye støtte som selskaper som er i en tidligere fase.

### Fase av investering

Da vi stilte spørsmålet om hvilken fase som investeres i, hevder en av investorene at det investeres i selskaper som er yngre enn 5 år.

*“Vi ser mange selskaper som ligger 3-4 år før kommersialisering så da går pengene rett til utvikling. Det er farlig. Med mindre det er en spesiell teknologi så er det et rødt flagg. Det finnes andre måter å finansiere det før de burde komme til oss”*

Dette viser til at investoren var interessert i hvor lang tid det tok før selskapet skulle kommersialiseres, fremfor hvor lenge de hadde holdt på, eller hvilken fase de var i. De så på om selskapet hadde tjent penger, uten investeringer.

Investorene hevder de er i en tidlig fase, etter “friends, family and fools”. Selskaper som har kommet for langt kan være uinteressante for enkelte investorer. Dette kan være selskaper som allerede har inntekter på 1 million kroner og har alle andre kriterier på plass, men er i en annen fase enn det investoren fokuserer på. *“Vi investerer i selskaper som er små, eller i en tidlig fase hvor vi skal spille en rolle”.*

En av investorene hevder at den fasen som investeres i, bestemmes av hvor mye kapital som er på bok. Har du mindre kapital, er du mer villig til å ta risiko og kan heller ikke investere like mye kapital.

### Oppsummerende analyse for screeningprosessen

Akkurat som at investoren “screeener” selskapet, burde selskapet gjøre det samme for å finne ut om de har verdier som kan benyttes utenom kapital. Vi ser at en god innsikt av investorers portefølje er en viktig faktor for dette. Selskapet må vite hvilket marked som investeres i, og om det kan finnes en sammenkobling mellom eksisterende investeringer og selskapet som blir presentert.

Enkelte investorer prioriterer selskaper som har tilknytning til inkubatorene. Inkubatorene kan også fungere som verktøy for å bevise til investoren at selskapet kan gi en potensiell avkastning.

Selskapet må også vite hvilken fase som investeres i. Utvalget i denne avhandlingen nevner både at selskapet må være ungt, men kommet seg forbi stadiet der friends, family and fools investerer. Selskapene må også vite hvor mye de trenger i kapital og hvor mye som skal til for at selskapet skal kunne bygge et produkt som tjener penger. I tillegg må selskapet sørge for å ikke selge bort en markant eierandel til friends, family and fools.

Det handler ikke kun om å finne selskaper tidlig nok, til at avkastningen på investeringen er større. Investoren skal være en viktig støttespiller i den fasen de er i.

## 4.3 Evaluering

Denne delen består av forskningsspørsmålet *“Hva er de viktigste kriteriene i en evalueringsprosess?”* I dette spørsmålet analyseres tredje steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984) **“Evaluering”**. Hvor vi evaluerer kriterier til markedspotensial, produktdifferensiering, kompetanse i ledelse, motstand mot eksterne faktorer og investeringsgevinst.

### 4.3.1 Kriterier til markedspotensial

I denne delen skal vi analysere første steg av Figur 4. *VC evalueringsprosess for investering* av Tyebjee & Bruno (1984).

#### Størrelse på markedet

I møte med spørsmålet om størrelse på markedet hevdet en investor at det innebar risiko dersom markedet ikke er stort nok. Selv om oppstartsselskapene har hatt alle kriterier på plass, investeres det ikke dersom markedet ikke er stort nok. Vi fikk en oppfatning om at det ikke fantes noen mal på hvor stort markedet skulle være.

Selskapene skal inn i milliardmarkeder og markedene skal være i vekst. En investor hevder de bruker eksperter for å validere størrelse og vekst; *“Et lite marked kan være lite i dag, men en trend kan føre til at det blir gigantisk”*

Skalering er viktig. Det er høy-risiko, og det forventes at selskapene feiler, derfor er potensialet til å skalere viktig. *“Man ser med en gang at det er et foretak som ikke kan skalere, da er det rett ut. Vi er go big or go home”.*

En annen investor derimot, legger ingen krav til størrelse. *“Vi kan godt investere i et selskap som har maks potensial på 50 millioner”.* Der gjøres ingen markedsanalyser før investeringer og de forventer at selskapene har gjort en enkel markedsanalyse, men de forventer ikke at selskapene skal bruke eksterne konsulenter for å gjøre en undersøkelse. De ser også etter at selskapene kan finne nisjer, for å ta en sterk posisjon i et mindre marked. De hevder at det er unødvendig å gå inn i et marked som er fullt av alternativer og som er overmodne. Funnet handler hovedsakelig om forståelse av markedet enn at markedet er stort nok.

### Behov

Fire av investorene sier at valideringen av behovet handler om å se på salg eller etterspørsel. Det kan også handle om at selskapene har brukere eller signert noe med bedrifter. Dette handler å validere etterspørselen i markedet, men vi får en oppfatning om at det spørres helt hvem som er kjøpere av produktet. Er det en lengre salgsprosess, er det forståelig at selskapet ikke har solgt produktet, men de burde ha en form for validert behov i markedet. *“De skal ha en forståelse for det kunden vil ha”.*

Det er viktig med etterspørsel hvor de hevder at selskaper som tidligere har fått investeringer har allerede bevist at de kan skalere før det investeres. Slik fikk investoren inntrykk av et selskap som kunne få en ny investering ved senere anledning. Videre forteller en investor om at det handler om å dekke ett behov. Investoren mener det er greit at man skal dekke flere behov, men det er viktig å vite hvorfor disse behovene skal dekkes og hvordan det skal løses. Så kan de senere finne ut om det er satt riktig fokus.

Det som er utfordrende er at det er mange av selskapene som sitter på inkubator som produserer noe som ikke eksisterer fra før. Da er det utfordrende å determinere behovet i markedet.

## Vekst

Tre av investorene hevdet at vekst i markedet er viktig. *“Vi skal tro på at det blir svært, vi ser i dag på trender i digitalisering av industrier.”*

Man skal ha realistiske mål til markedsvekst. *“Hvis du skal gjøre noe i stagnerende markeder så skal de gjøre det på en måte som utdaterer de eksisterende aktørene”*

## Tilgang til markedet

*“Vi har en workshop med selskapene våre der vi prøver å se på deres strategi, for å ta de litt ned på jorden. Veldig ofte går det saktere enn hva de tror. Vi vet av erfaring at i salg tar det fra første kontakt 7-8 mnd, særlig i bedriftsmarkedet. Vi ser på realistiske planer”.*

En annen investor nevner at tilgang til markedet absolutt er noe de tenker på. *“Vi investerer primært i bedriftsmarkedet og litt privatmarkedet, men salg til administrasjon og stat er vanskelig å selge til”.* Dette betyr at selskaper som har utfordringer med tilgangen til markedet burde ha en god strategi for hvordan de skal komme i kontakt med disse selskapene.

Det ble nevnt ved et eksempel at et selskap som hadde forklart at de skulle entre et helt annet marked enn det markedet konkurrentene var i. De ville inn i et marked som ikke allerede var beskyttet av andre aktører. Det tydet på at de har god innsikt i markedet.

En investor sier det handler like mye om hvilken salgskanal som skal brukes, hvordan skal den bygges og hvor mye skal til for å nå 50 000 salg på et år.

### 4.3.2 Kriterier til produktdifferensiering

I denne delen skal vi analysere andre steg av Figur 4. *VC evalueringsprosess for investering* av Tyebjee & Bruno (1984).

## Unikt

Da vi stilte spørsmål om kriterier til produktdifferensiering hevdet én at det var viktig at produktet var unikt og ikke kopi av 10 andre produkter, noe som blir nevnt igjen i oppsummeringen av intervjuet. En annen sier at hvis man er førstemann i et nytt marked, og har et produkt som kan selges, er produktet verdt å investere i, selv om

det er kopierbart. *“Om et selskap gjør noe som er fjorårets nyhet, kan det føre til at de ikke får investering”.*

*“Innovasjon er ekstremt viktig.”* sier en annen, og understreker at det er viktig at produktet er unikt. Da brukes det mentorer og eksperter innen feltet for å sjekke markedet for konkurrenter eller substitutter til løsningen.

Det ble også nevnt av en av investorene at de ikke investerer i produkter som ikke er salgbare. Teknologien skal ikke fremtidens teknologi, det skal være mulig å produsere en tidlig versjon akkurat nå.

*“En app som har en slags kombinasjon av en database og lokaliseringsfunksjonalitet, da er jeg i utgangspunktet ganske skeptisk. All denne informasjonen er allerede tilgjengelig i utgangspunktet.”*

Vi opplever at denne investoren hevder at enkle løsninger som har substitutter som leverer samme problem på en like enkel måte, ikke vil få investering. Basert på kroppsspråk og tonefall tolket vi at investoren er generelt skeptisk til nye apper. Det nye produktet trenger ikke erstatte dagens løsning, og kan løse problemer i et annet segment. Denne investoren hevder å se etter banebrytende teknologier.

### Teknisk kompetanse

Da vi stilte spørsmålet om teknisk kompetanse hevdet en av investorene at de selv har god teknisk kompetanse. Denne investoren fører en grundig teknisk undersøkelse for å verifisere produktet.

En annen investor mente at teknisk kompetanse var det første de legger merke til. Senere i intervjuet nevnte de at teknisk kompetanse var et av kriteriene i et selskap som tidligere hadde fått investering.

En investor nevnte en tidligere investering ved manglende teknisk kompetanse, så det var ikke en utelukkende faktor, men poengterte at det var et viktig kriterie.

## Profittmargin

Ingen av investorene har nevnt eller uttrykt viktigheten av overskudd eller fortjeneste, men har hevdet at salg er viktig. En av investorene driver en inkubator som også brukes som en måte å se fremdrift på. De ser på hvor lang tid entreprenørene bruker på å få salg. *“Et godt team har en teknisk del, og en kommersiell del. hvor de har et sterkt fokus på salg”. “Det er viktig å ha folk som tar opp telefonen, en doer”.*

Vi oppfatter av det har kan påvirke beslutningen dersom selskapet ikke får salg.

## Patent

To av investorene investerer kun i software, og hevder at patenteringsmuligheter og merkevarebeskyttelse handler om beskyttelse og differensiering av hardware. En annen hevdet at det ikke må være et produkt som kan patenteres eller merkevarebeskyttes. Det å være innovative og det første som inntar et marked er et konkurransefortrinn i seg selv. De ser derfor ikke på patent som et kriterium til å få investering.

*“Hvis det skal være noe vits med patent så må det være for å beskytte en kommersiell mulighet som man har tenkt å utnytte. Hvis ikke har ikke patentet noe verdi.”*

Dette utsagnet kommer fra en investor som hevder at patent handler mer om strategi, enn patentet i seg selv. Patentering i seg selv kan lede andre inn på hva selskapet utvikler. Det kan være lett å lage lignende produkter på en annen måte. Vi opplever at vedkommende investor ikke er særlig opptatt av patent, men begrunnelsen til å søke patentbeskyttelse.

En investor hevdet at de sjekket merkevarebeskyttelse og patentering som en formalitet, men dette var ikke et kriterium som de oppfattet som viktig.

### 4.3.3 Kriterier til kompetanse i ledelse

I denne delen skal vi analysere tredje steg av Figur 4. *VC evalueringsprosess for investering* av Tyebjee & Bruno (1984).

## Kompetanse innen ledelse

Ingen av investorene hevder at kompetanse innen ledelse er et viktig kriterium. Det er nevnt andre kriterier til ledelsen, derfor har vi valgt å legge dette vekt på dette.

En av investorene formidler at investeringer i selskaper handler om at entreprenøren blir vurdert personlig i hele investeringsprosessen. *“Har du mål, visjon og er hyggelig vil andre jobbe med deg”*. De hevdet at de så mer på personlige egenskaper, fremfor tidligere erfaring med lederskap.

*“Det er et gult flagg om ledelsen krever høy lønn, da tyder det på at de ikke vet hvordan de skalerer selskapet, og at de heller er interesserte i å lønne seg godt.”* hevder en annen investor, men dette er ikke en faktor som utelukker selskapene. Vedkommende poengterer at de stiller med kurs for lederutvikling.

Tre av investorene hevdet at rekruttering var et viktig kriterium *“Gründeren skal ha en evne til å plukke ut folk som er gode rundt seg”*. Dette er argumentert som gode forutsetninger til å lykkes som entreprenør og er enda viktigere enn idéen. Mens en annen sier *“At man tiltrekker seg world class people.”* i dette tilfellet henvises det til en tidligere investering som har lyktes og vi opplever dette som et viktig kriterium som investoren poengterer. Det er også nevnt at det er lettere å rekruttere nå enn noensinne *“folk synes det er kult med oppstartsselskaper”*.

Et kriterium en av investorene har er kartlegging av kompetansehull. Under en tidligere investeringsrunde var det et selskap som var gode på teknologi, men hadde svakheter i kompetanse i ledelse. Selskapet hadde fått beskjed av en investor om å bytte CEO, og dette var helt greit. Denne investoren ser på tidligere ledererfaring som veldig positivt, spesielt hvis det er i samme industri. *“Nyankommer må prøve og feile, det er dyrt”*.

Da vi stilte spørsmålet om selskaper som ikke har fått investering sa en av investorene at det vanskeligste er hvis teamet ikke er godt nok. *“Jeg kan ikke si til deg; jeg tror ikke på deg. Da sier vi heller noe annet.”* Dette betyr at avslag på investering kan komme av at du trenger tyngre kompetanse i teamet ditt, selv om investoren formidler noe annet.



Vi opplever at svaret som handler om å jobbe hardt over tid, handler om at entreprenørene ikke skal bli utbrent. Da vi stilte spørsmålet om hvorvidt man må være hardtarbeidende svarte en investor;

*“Det skal være bærekraftig, altså at man ikke over arbeider, men jeg liker å se at folk sitter igjen og jobber. Det er ikke et krav hvis man virkelig tror på det man gjør, og brenner for det så gjør det at man jobber mer med det. Det blir mer enn en jobb, det blir ditt liv.”*

Vi opplevde at en av investorene har en langsiktig horisont på investeringen. De ønsker entreprenører som jobber hardt, men vet når de skal ta pauser, slik at de heller kan holde på i en lengre periode.

*“Innovasjon kommer ikke hvis du ikke har en hjerne som fungerer optimalt. Man skal gjerne se at de jobber hardt, men at de kobler helt ut i helgene. De som jobber hardt hele uken ender opp med å kræsje.”*

En annen investor hevder at det å jobbe hardt over lengre tid avhenger av så mange personlige faktorer. Alder, sivilstatus og er du foreldre er risikofaktorer som entreprenør. Det handler om å være dedikert og jobbe fulltid med selskapet.

*“Noen gründere er drømmere og optimistiske over hva de skal få til. Det er typisk stayere vi ser etter. De som vil gjennomføre en ide. Det er dette jeg er opptatt av.”*

Ved spørsmålet som omhandler formidlingsevne svarer én at det hender det er utfordringer dersom oppstartsselskapene ikke gjør produktet sitt godt nok forstått. Alle investorene er enige om at dette er et viktig kriterium. De ser på at det skal være en logisk fremstilling, med entreprenørens evne til å få frem hva som er den store ideen. *“Skal man hente ekstern kapital så er pitching veldig viktig”*

Mye av grunnen til at man får en investering handler om det første øyeblikket hvor gründeren forteller om ideen og hvor banebrytende den er.

og er noe som ikke skal bli undervurdert. En investor hevder at det skal være en person i teamet som kan dette feltet når teamet blir større enn fire personer.

Investorene har forskjellige førstegangsintervjuer på 15 minutter, hvor de har avgrenset intervjuene for å se hvor flinke entreprenørene er i å skape en interesse på kort tid. Det er en test i salgsevne. En annen investor hevder de ikke er så opptatt av 3-4 minutter pitchen, at det kan ta en time og et intervju før man skjønner hva som er styrken i ideen og behovet.

En investor forteller om et selskap som tidligere har fått investering som hadde en eksepsjonell evne til å formidle konseptet enkelt; *“Det traff rett hjem”*. En annen investor hevder at formidlingsevne er noe som kan læres bort på to måneder. *“Vi prøver å tilgi folk for dårlige presentasjoner, så lenge en annen verdi er der”*.

### Kompetanse innen markedsføring & finans

To investorer avviste at det er nødvendig med kompetanse innen finans og markedsføring, og hevder at slike kunnskaper er nødvendige i en senere fase enn ved første investeringsrunde. Dette støttes av tre andre investorer som mente at det ikke handlet om å ha inn spesifikt kompetanse på markedsføring og finans, men å ha komplementær kompetanse i teamet, gjerne en med forretningsutvikling eller salgskompetanse innen bedriftsmarkedet eller privatmarkedet.

En investor forteller også om et selskap som tidligere har fått investering uten høy kompetanse innen teknologi. Selskapet hadde blant annet sterk kompetanse innen salg og markedsføring, de hadde allerede solgt produktet, noe som formet en interessegruppe hos investorene. Dersom det ikke er noen på den kommersielle delen i selskapet tar investorene det som et dårlig tegn.

### Tidligere erfaring

*“Noen gründere er drømmere og optimistiske over hva de skal få til. Det er typisk stayere vi ser etter. De som vil gjennomføre en ide. Det er dette jeg er opptatt av.”*

Dette er den første og eneste investoren som hevder de har en strategi for å se på ytelsesevne. De ser på CV'en og sammenligner denne prosessen med en

rekrutteringsprosess. De kartlegger hull i CV'en, om entreprenørene har jobbet i en lengre periode i et selskap og om gjeldende selskaper er sammenkoblet.

Videre forteller en investor om selskaper som har fått investering basert på kompetanse, fremfor idé. Det var et selskap som hadde startet et selskap før. *“Et bra team med en ok idé, er bedre enn det omvendte”*. Det å tidligere ha erfaring med entreprenørskap er ekstremt positivt dersom man har gjort en suksessfull exit.

To andre evaluerer selskapene spesifikt på tidligere erfaring med entreprenørskap. Det var poengtert at det er viktig at denne gründererfaringen hadde et positivt resultat, særlig hvis du har gjort en exit tidligere. Det blir ikke sett på som et kriterium, men noe de evaluerer selskapet med. Videre hevder en av investorene at det er begrensninger i hva en entreprenør kan fra før, det viktigste er ydmykhet og evne til å lære av andres erfaring.

Ved spørsmålet om relevant erfaring hevder en av investorene at det ikke er et kriterium, men det er positivt hvis selskapet har lyktes tidligere. *“Det som er viktig er entreprenører som ser et problem og løser det”*.

Da vi stilte spørsmålet om selskaper som tidligere har fått investering, nevnte en annen investor at selskapet bør ha solid kompetanse i markedet det skulle inn i. *“Kombinasjonen av produkt og marked er noe vi ser etter. Skaleringspotensiale og spesiell teknologi”*.

For å få plass på en av inkubatorene som drives av en av investorene, handler det om en kombinasjon av troen på personen og løsningen. Her evalueres det om entreprenøren faktisk leverer det som er lovet og om nettverket er stort nok til videre progresjon. Dette ser vi også på som en sammenheng med relevant erfaring. Entreprenøren skal gjerne ha jobbet i et marked hvor dette problemet er oppstått. Investoren nevnte et selskap som hadde fått investering som hadde både god domene-erfaring og et sterkt team som kunne skalere selskapet.

Feiling, oppleves som ok, men repeterte feilinger oppleves negativt. Vi opplevde at investorene så på det som både positivt og negativt, avhengig av hvordan selskapet

formidlet hvorfor de feilet. *“Dersom selskapet har feilet er det helt avhengig av hvordan selskapet feilet.”* Vi fulgte opp svaret angående positivt resultat, og lurte på hva hvis et selskap har feilet?

*“Det er mange som prøver halvveis. Er man et sånn type menneske så vil du sikkert mislykkes igjen, fordi du ikke ga jernet da. Det handler om årsaken til feiling”.*

Dersom entreprenørene har feilet, hevder en annen investor at det er like relevant erfaring som suksess. De er dermed interessert i reflektert feiling, om entreprenøren har lært noe, eller hva de påstår grunnen er til feiling.

Da vi stilte spørsmålet om tidligere erfaring med entreprenørskap hevdet en av investorene at det er et kriterium de stiller høyt. I samme spørsmål nevner investoren at dette gjelder selv om selskapet har feilet. Da er det viktig å være ærlig, fremfor å gjemme tidligere feil. De nevner også at de har tilfeller har ringt tidligere investorer eller referanser og spurt hvorfor de feilet. I nesten alle tilfellene er det positivt.

#### 4.3.4 Kriterier til motstand mot eksterne trusler

I denne delen skal vi analysere fjerde steg av Figur 4. *VC evalueringsprosess for investering* av Tyebjee & Bruno (1984).

Vi har ikke gjort noen funn på investorenes synspunkter på beskyttelse og motstand mot utsletting, motstand mot nedtur-risiko, eller motstand mot økonomiske sykluser. Dette kan bety at dette er noe investorene bryr seg om i en senere fase i investeringsprosessen.

#### Konkurrenters tilgang til markedet

Da vi stilte spørsmålet om konkurrenters tilgang til markedet, svarte én investor; *“Jeg blir nervøs hvis du sier at det ikke er noen konkurranse. Hvis det ikke er noe konkurranse så kan det ikke være et marked.”*

Investoren fortsetter med at det handler om å vite hvilke konkurrenter selskapene har, og stiller oss et avslørende spørsmål som de stiller seg selv ofte; *“Hvilke*

*konkurrenter og substitutter finnes det, hvorfor har ingen tenkt på dette før og hvorfor har ingen gjort det?”*

Neste investor svarer med at de ønsker at selskapene skal gå inn i markeder som har lite konkurranse i seg. Tredje investor hevder at de ser på hvilken strategi selskapene bruker for å beskytte ideen sin. Dersom et selskap har et produkt som er lett å kopiere og det er penger i produktet, burde de ha en god strategi for å beskytte seg.

En annen investor sier det alltid vil være mange konkurrenter, derfor fokuserer de på egenskapene i teamet og hvor mye de klarer å selge. *“Teknologien kan være bra, men får du ikke solgt noe så går ikke bedriften opp og frem”*. De ønsker også at selskapet skal ha en versjon av produktet, slik at de kan bidra med skalering.

Fjerde investor ser på konkurranse som en balanse mellom validering av marked og et rødt flagg. Vi for en formening om at dersom det er mange tilbydere i markedet og ideen ikke er unik nok, er det mer en risikofaktor fremfor en avkastningsfaktor.

#### 4.3.5 Kriterier til investeringsgevinst

I denne delen skal vi analysere tilhørende del av Figur 4. *VC evalueringsprosess for investering* av Tyebjee & Bruno (1984).

##### Forventet investeringstid

Da vi stilte spørsmålet om hvor lenge første investor ser for seg å investere, svarte en av dem med; *“Vi lager regler for dette i en senere anledning. Man må ta det case by case”* En annen investor ser for seg å være investorer i 5 - 10 år, mens en annen forventet å være investorer i 5 - 7 år.

Vi opplever at tredje investor ikke har satt dette som et kriterium og at dette ikke er noe som er nødvendig å bruke tid på ved sitatet *“Det er greit med forventet investeringstid, men hva skal vi gjøre annerledes?”* Videre hevder denne investoren at siden de investerer i en så tidlig fase, kommer ikke en stor prosentandel av de som får investering til å lykkes. De hevder de må ha et større volum av selskaper, for å ha potensiell avkastning som et kriterium.

## Forventet avkastning

Da vi stilte spørsmålet om avkastningskrav for første investor svarte vedkommende at de ikke har et fast kriterium til det.

Andre investor ser på investeringer som en del av et samfunnsoppdrag. Svaret på spørsmålet om avkastningskrav og om investering kan gjøres likvide handlet om at investoren har som oppdrag om å få selskaper til å bli lønnsomme. Det er et økonomisk aspekt, men det viktigste er at selskapene vokser.

Tre investorer nevner hvor mye de ønsker i avkastning. Kriteriet skal være en avkastning på 5x - 10x, 7x - 12x og 50x - 100x av kapitalen som er investert. Dette begrunner at det er svært store forskjeller i investeringskriterier.

## Exit strategi

Ingen av investorene vi intervjuet nevnte at de har hatt noen exits, og to av de i liten grad fører en exit-strategi. En av disse nevnte videre at de ikke tar utbytte av potensiell avkastning. Dersom de får en positiv avkastning på investeringen, skal kapitalen brukes til nye investeringer. En annen investor hevder at det er negativt hvis selskapet sier at de skal på børs, men opplever at det er positivt hvis entreprenøren vet hvilke selskaper som kunne vært interessert i et oppkjøp. Vi opplever dette svaret som at børsnotering er unødvendig å snakke om i den fasen selskapene er i.

En annen investor svarte; *“Vi er et investeringsselskap, så vi er pålagt å ivareta våre investorers interesser og det gjør vi ved å gi dem en gevinst på investeringene”*.

De evaluerer altså en exit-strategi. De ser på potensielle oppkjøpere, hvordan de kan vokse til å bli et ledende selskap, eller at selskapene produserer noe som en markedsleder vil kjøpe opp.

Siste investor hevder at i noen investeringskontrakter er exit-intensjoner formalisert, men ikke alltid. Det er ikke spesielt interessant om det er et selskap som skal bygges opp over tid, det er mer interessant om gründerne vil selge etter kort tid.

## Andre grunner til investering

Da vi spurte om investeringer kan gjøre likvide, hevdet en av investorene at de også investerer for å lære. En annen nevnte at investorene ofte ikke kun er ute etter å gjøre sine investeringer likvide, men de investerer også fordi investorene synes det er gøy.

## Oppsummerende analyse for evalueringsprosessen

I evalueringsfasen er det ingen mal på kriteriene, og mye handler om å ha en god innsikt og refleksjon av strategi og forretningsmodellen. Vi ser at selskapene burde være i et marked hvor de kan ta en betydelig posisjon, nok til å kunne skalere virksomheten. Investorene er opptatte av valideringen av produktet og ønsker at selskapene skal ha konkrete salg eller bedrifter som har lagt inn bestilling av produktet. Derfor kan det være nødvendig å ha et segment innen bedriftsmarkedet eller privatmarkedet. Investorene forventer at produktet skal være unikt, men det kan finnes eksisterende konkurrenter, så lenge konkurrentene er i et annet marked enn selskapet. Konkurransen kan også være en validering av ide. Teknologien skal være mulig å produsere nå, men skal fortsatt være banebrytende. For å bygge dette burde selskapet ha en god teknisk og kommersiell kompetanse for å lykkes i evalueringsfasen. Entreprenøren burde ha en evne til å få med seg de riktige folkene og en evne til å formidle selskapet på en måte som gjør at investorene forstår både konseptet og den store ideen bak forretningsmodellen.

Investorene forventer ikke at selskapet går i overskudd, at selskapene skal ha patent, tidligere erfaring i ledelse, men at de har reflektert rundt dette. Selskapene trenger ikke kompetanse innen markedsføring og finans i denne fasen, men forventer at selskapene har komplementær kompetanse i teamet. En kombinasjon av teknisk og kommersiell kompetanse. Kompetanse er et viktigere kriteriet enn selve ideen.

Entreprenøren kan gjerne feilet tidligere, men investorene hevder at det handler om grunnen til feilingen.

Investeringene er interessert i avkastningskrav fra 5x - 100x, de forventer også å investere i selskaper i 5-10 år. Dette har ingen mal og investorene forventer ikke en strategi for børsnotering, men at selskapene burde reflektert om potensielle

investorer i senere faser. I tillegg så investeres det både for lærdom og for at de synes det er gøy, men vi oppfattet ikke dette som et kriterium for investering.

## 4.8 Samlende diskusjon

Vi oppsummerte intervjuene ved å spørre om investorenes viktigste investeringskriterier, som vist i tabell 3. Investorene er rangert i tilfeldig orden.

### 7.1 Kunne du gi oss de investeringskriteriene du tenker er viktige umiddelbart?

|                   |  |
|-------------------|--|
| <b>Investor 1</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Team (recruiting power, visjon, kompetanse, likeability)</li> <li>• Stort nok marked</li> <li>• Funding terms</li> <li>• Kommersialiseringsrisiko</li> <li>• Formidlingsevne</li> <li>• Unikhet</li> </ul>          |
| <b>Investor 2</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Komplimentært team</li> <li>• Hardtarbeidend</li> <li>• Produkt</li> <li>• Ønsket for å investere egne penger i selskapet.</li> <li>• Attraktivt produkt</li> <li>• Recruiting power</li> </ul>                     |
| <b>Investor 3</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Team (vilje og egenskaper)</li> <li>• Store muligheter og ikke nisje</li> <li>• Skalerbar forretningsmodell</li> <li>• Umettet marked</li> </ul>  |
| <b>Investor 4</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Troverdige skalerbar forretningsidé</li> <li>• Team</li> <li>• Teknologien</li> <li>• Kapitalbehov</li> <li>• Exit sannsynlig innen 5 år</li> <li>• Mulighet for likvidering</li> <li>• Vekst i markedet</li> </ul> |
| <b>Investor 5</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Størrelsen på markedet</li> <li>• Komplimentært team</li> <li>• Teknologi</li> <li>• Etterspørsel</li> <li>• Orden fra cap tables til gjeldsstruktur.</li> </ul>  |

Tabell 3: Investorenes viktigste kriterier



## 5. Refleksjon

Formålet med denne oppgaven har vært å belyse hvordan norske investorer evaluerer kriterier i oppstartsselskaper, sett i lys av de kategoriserte investeringskriteriene til Tyebjee & Bruno (1984), med støtte av annen forskning rundt investeringskriterier. I denne delen av oppgaven skal vi diskutere hvordan problemstillingen og forskningsspørsmålene kan besvares basert på funnene vi har gjort i analysedelen. Vi vil da kunne se nærmere på hvordan funnene våre stemmer overens med - eller strider imot - det teoretiske rammeverket. Videre vil vi diskutere i hvilken grad funnene samsvarer eller avviker fra teorien, ved å gå i dybden på hvordan investorer i Norge stiller kriteriene sine sammenliknet med forskningsresultatene i teoridelen. På denne måten får vi ikke bare sett på likheter og ulikheter, men også belyst det som er viktig for norske oppstartsselskaper å legge vekt på i søken etter potensielle investorer. Vi vil trekke frem eksempler fra spesifikke investorer som vi har intervjuet for å forsøke å avsløre dette. Målet for denne refleksjonen er å diskutere, rasjonalisere, og fremme relevante bidrag til både entreprenører og investorer som vil skape vekst i nye bedrifter.

For å svare på vår problemstilling har vi delt opp dette kapittelet etter forskningsspørsmålene.

### 5.1 Forskningsspørsmål 1: *Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?*

Dette forskningsspørsmålet baserer seg på å avdekke hvordan oppstartsselskaper har kommet i kontakt med investor. Vi skal avdekke hvordan prosessen oppleves i analysedelen og sammenligne dette med i teoridelen "Avtalens opprinnelse"

I forskningen til Tyebjee & Bruno (1984) viser det seg at 25,6% av selskapene tok kontakt uoppfordret. I vår analyse er svaret svært variabelt. Enkelte investorer hevder at 40-70% av selskapene tar kontakt uoppfordret. Mens andre investorene hevder de investerer i selskaper de allerede har en tilknytning til fra før.

Tyebjee & Bruno (1984) hevder at 65% av avtalene stammer fra henvendelser. En tredjedel av henvendelsene kom fra innsiden i investormiljøet, 40% ble henvist av selskaper som tidligere har fått investering og personlige bekjente, og de resterende

10% ble henvist av banker og meglere i bransjen. Ingen av våre informanter har nevnt banker og meglere i bransjen, men investorene nevner at de får investeringer fra både investormiljøet og et profesjonelt nettverk. Investorene ser på referanser av høyere kvalitet, og enkelte investorer har en markant andel selskaper i porteføljen som kommer fra henvendelser. Det at Kirsch et al. (2006) hevder at ingen av 1063 forespørsler blir investert uoppfordret, sier mer om at investorer er forskjellige på dette feltet, fremfor at selskapene må ha referanser for å få en investering. Det argumenteres av en enkelt investor at de har kjennskap til alle selskapene som investeres i, og en annen investor hevder at hele 70% av selskapene som investeres i, er uoppfordret kontakt. Det kan argumenteres at henvendelser kan gi selskapene mulighet til å gå direkte inn i evalueringsprosessen, uten bli screenet. Og at personen som henvender selskapet til investoren, er en profesjonell part som selv gjør en screening. Den profesjonelle parten vet størrelsen på investeringen, fit, geolokasjon og fasen investoren investerer i. Dette kan være en faktor for en høyere sannsynlighet for investering, men det betyr ikke at et selskap ikke får investering uten henvendelse. Det argumenteres også for i oppsummeringen av analysen om det er et positivt trekk at selskaper får med seg profesjonelle parter i styret til selskapet. Vi ser på dette som en viktig faktor for henvendelse inn til investorer.

Det hevdes også at det er en positiv risikofaktor dersom investorene kjenner andre investorer som er interessert i slike selskaper i en senere fase. Det er viktig at selskapene har en langsiktig forståelse for hvem som potensielt kan investere i en senere fase, slik at de ikke kun forventer at det er investoren som skal ha en strategi for denne fasen.

Yung, (i Cumming, 2012). hevder at investeringsselskaper med høy ekspertise innen feltet har en mer passiv rolle, og at investorer av mindre skala er mer ute og innhenter tilbud. Vi har ingen funn som kan argumenteres for at enkelte investorer er mer profesjonelle enn andre, og det oppleves at ingen av selskapene har en betydelig forskjell i størrelse. Informantene investerer i samme fase og har lite eller ingen exits. Vi har derimot funn som argumenterer for forskjellige tilnærminger for å undersøke markedet. Vi opplever at et selskap som får inkubatorplass og møter opp på eventer har en større sannsynlighet til å knytte et nettverk som kan gi henvendelser eller bli screenet av investorer.

## Oppsummerende svar på F.S.1

Ser man overordnet på hva teorien vektlegger og vår analyse, kan det se ut til at det er sammenhenger mellom teorien og funnene, som kan fortelle oss om at nettverk både ved henvisning eller å være i miljøet er en viktig faktor for å komme i kontakt med investorer.

## 5.2 Forskningsspørsmål 2: *Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?*

Dette forskningsspørsmålet baserer seg på å avdekke de viktigste kriteriene i screeningprosessen. Vi skal avdekke hvordan prosessen oppleves i analysedelen og sammenligne dette med i teoridelen "Screeningprosessen". I teorien hevdet de at Investorer co-investerer ofte med hverandre. I analysen fant vi at investorene tar kontakt med hverandre for å co-investere dersom de har selskaper som passer inn i deres investeringsportefølje.

MacMillan et al. (1985) hevder at det handler om å ha en fornuftig størrelse på kapitalen til en fornuftig andel aksjer. En av investorene hevdet at mengden kapital handlet også om hvor mye de hadde på bok, og at det var en av de viktigste faktorene for størrelsen på kapitalen som ble investert. De investorene som har svart på hvor mye de investerer i et selskap ligger fra 300k - 2 millioner. Derfor er det viktig å vite hvor mye penger selskapet trenger i denne fasen. Trenger selskapet å hente mer kapital for å bygge en løsning, er det viktig at de henter penger fra flere investorer samtidig, som også kan co-investere.

Det er også viktig å ikke ødelegge eierstrukturen allerede i friends, family and fools fasen. Investorer hevder det er en risikofaktor hvor andre investorer har en for høy andel av eierstrukturen, har du hentet 3-4 millioner tidligere har du sannsynligvis kommer for langt til at tidlig-fase investorer kan kjøpe seg en betydelig andel i selskapet. Investorene så også på om man hadde hatt vekst, uten investeringer. Da er det viktig å forstå at selskapets verdi kan også komme for høyt for investorer i denne fasen. Så det gjelder å finne en balanse mellom for høy inntjening, og validert etterspørsel i markedet.

Det handler om å finne ut hvilken fase investorene er interessert i. I følge Tyebjee & Bruno (1984) investerer venture kapitalister hvor 23% av selskapene er i designfasen, 23% har en fungerende prototype og 54% av produktene var i produksjon. I analysen er investorene mest interessert i å snakke om hvor mye kapital som skal inn, hvor mye penger som er tjent, og om det er andre kriteriene er på plass. Det handler om selskapet om de ligger rett før kommersialisering av produktet. Det kan tenkes at få av investorene investerer i selskaper som ikke har et salgbart produkt. Men siden forskningen til Tyebjee & Bruno er fra 1984, tenker vi også at det er forventet at de fleste selskapene produserer hardware og vil derfor ha en lengre produksjonsperiode.

*“Vi investerer i selskaper som er små, eller i en tidlig fase hvor vi skal spille en rolle”.*

Vi får en formening om at flere av investorene bruker inkubatorer som et screeningsverktøy for investeringer. Mange av selskapene har forretningsplaner som blir ferdig utviklet i inkubatorene. Selskapene i inkubatorene, må overbevise investorene at dette er et selskap som kan kommersialiseres. “Det gjør at vi finner veldig mye som ikke er bra, men vi finner også juvelene tidlig”. Dette betyr at selskaper kan bruke inkubatorene også til å bli screenet av investorene.

Kaplan & Strömberg (2000) hevder at det skal være en god fit mellom investorers portefølje og det nye selskapet som skal evalueres. Alle investorene nevner at det skal være en fit mellom investoren og selskapet som skal investeres i. Funnene handler om i hvilken grad de kan hjelpe bedriftene å skalere. Det kan godt være svakheter i selskapet som får investering, så lenge investoren kan bidra til å dekke denne svakheten. Dette viser til at det er viktig for selskapet å ha en forståelse for svakheter og om investoren kan hjelpe til med å til å skalere selskapet videre. Vi ser at fit kan hjelpe selskapene inn i et nytt marked med investorer med et godt nettverk. Innhenting av ny kapital kan også dekke svakheter i kompetanse med nyansettelser.

Tyebjee & Bruno (1984) viser til at Investorer investerer i en bestemt teknologi eller marked. Det er ikke kun selskapet som er interessant, det er fremtiden i en teknologi eller et marked. Hvor også 90% av selskapene som blir investering var produksjonsbedrifter. Tre av investorene hevder at de primært investerer i

teknologiselskaper. Dette var før den kjente dotcom-boblen som startet tidlig 90-tallet. Softwareselskaper ble i denne tiden hovedfokuset til investorer. oppstartsselskaper kunne skaleres globalt, de kunne gå raskere til markedet og kunne ha en fungerende prototype i markedet mye raskere enn i en produksjonsbedrift. I dag kan softwareselskaper ha produkter i produksjon allerede i pre-seed fasen.

Når en investor investerer i et selskap, forventer han å møte oppstartsselskapet regelmessig. For å spare tid, velger noen investorer å investere kun i selskaper som er enkle å komme til. I analysen fant vi ut at det er kun ett selskap som nevner at de ikke har spesifikke krav til lokasjon. Funnet sier noe om at selskaper som leter etter investeringer, må finne ut om investorene har spesifikke krav til at de skal ha plass i inkubatoren som er tilhørende investoren, eller om investoren har selskaper i porteføljen som ikke er i samme lokasjon.

### Oppsummerende svar på F.S.2

Ser man overordnet på hva teorien vektlegger og vår analyse, kan det se ut til at det er sammenhenger mellom teorien og funnene. Avhandlingen forklarer det å ha en fysisk tilhørighet, samme type marked, forståelse av hvor mye som skal investeres i hvilken fase, gjør at selskapet kan lykkes i en screeningprosess.

### 5.3 Forskningsspørsmål 3: *Hva er de viktigste kriteriene ved en evalueringsprosess?*

Dette forskningsspørsmålet baserer seg på å avdekke de viktigste kriteriene. Dette spørsmålet skal analysere tredje steg i modellen Venture capitalist investment activity av Tyebjee & Bruno (1984). Her ser vi på kriteriene for markedspotensialet, produktdifferensiering, kompetanse i ledelse, eksterne trusler og investeringsgevinst.

#### Kriterier til markedspotensial

Første kriterium er vekst i markedet (Bruno & Tyebjee 1984, MacMillan et al. 1985, Kaplan & Strömberg 2000). Markedet må være av betydelig størrelse og ifølge funnene Fried & Hisrich (1994) ha et signifikant potensial for vekst i inntektene. Det må også være en tilgang marked og et eksisterende behov i markedet (Bruno & Tyebjee 1984).

Vi opplever i analysen at det ikke er en mal på markedsstørrelse og vekst i markedet. Men at dette er et viktig punkt. Svarene til investorene handler mye om å validere etterspørsel og at de har troen på at dette er et produkt som kan skalere til et stort selskap. Selskapene burde kjenne markedene godt, vite hvem som har store markedsandeler og hva som skal til for å vokse i det markedet de skal inn i. Hovedsakelig opplever vi at svarene har en økonomisk underliggende faktor ved seg. Hvor mye tjener de på produktet, kan det selges i markedet og vil de tjene nok penger slik at investorene vil få en god avkastning.

Vi opplever at investorene er veldig opptatt av valideringen av behovet. Det er en viktig faktor om selskapet har solgt noe, eller signert noe med bedrifter før de tar kontakt med en investor.

### Kriterier til produktdifferensiering

Produktdifferensiering handler om entreprenørens evne til å skape et unikt produkt som kan patenteres og utkonkurrere eksisterende selskaper i dette markedet (Bruno og Tyebjee 1984). 63% av avtalene i forskningen til Tyebjee (1984) ble beskrevet som ny teknologi eller ny versjon av eksisterende teknologi.

Angående entreprenørens evne til å skape noe unikt, hevder investorene at dette er noe av det første de ser på. Teknisk kompetanse er en de viktigste faktorene for å lykkes. Investorene nevner både at dette har vært en av kriteriene som har lukket en investeringsrunde tidligere, og en annen investor som hevder at de har lukket investeringsrunder uten god nok teknisk kompetanse, men satt som kriterium at dette var et problem som måtte løses.

Vi opplever i funnene våre at investorer er ikke interessert i muligheter for patent. Investorene kan være interessert i patent dersom dette er en av strategiene for å lykkes og at selskapene produserer hardware. Vi har forventet at endringer i patentkriteriet etter dot.com boblen. Software blir i stor grad utviklet, og det er vanskeligere å beskytte software mot kopiering, enn det hardware er.

Ifølge Fried & Hisrich (1994) er et kriterium at det skal være et nytt konsept, enten nytt produkt eller tjeneste. Da vi stilte spørsmålet til våre informanter handlet svarene

ofte om konkurranse. Produktene kunne være like andre produkter, men produktet måtte være nytt i markedet. Ifølge Fried & Hisrich (1994) må produktet enten allerede fungere, eller kunne bli lansert i markedet innen 2-3 år. Som nevnt i analysen vår hevder også en av investorene at de ikke investerer i produkter som ikke er salgbare. Det skal være mulig å lage en versjon av produktet i den fasen selskapene mottar investering.

### Kriterier til kompetanse i ledelse

Bruno & Tyebjee (1984) hevder at kompetanse innen ledelse øker opplevelsen av risiko signifikant, de hevder også at dette er den sterkeste effekten for å redusere risiko. Ingen av våre investorer har hevdet at kompetanse innen ledelse er et kritisk kriterium. Men det handlet om personen og kompetansen i teamet som søker investering.

Teorien hevder at man burde være villig til å ansette en ny daglig leder for å korrigere mangler (Fried & Hisrich 1994). Dette er også nevnt av en investor hvor et selskap hadde vært villig til å bytte daglig leder, og dette var helt greit. Dette viser til at fleksibilitet kan være et kriterium for investering.

Investorer må også ha troen på at entreprenøren skal ha evnen til å tiltrekke seg dyktige personer. Vi mener at selskaper burde sørge for at de første ansatte er av høy kvalitet. Dette kan være en indikator for å bevise at man har denne evnen, Siden mange selskaper ikke har råd til å ansette på høy lønn, kan selskapene gi ut aksjeverdier. Dersom man velger å gjøre dette, må man passe på å ikke ødelegge eierstrukturen, som er nevnt tidligere. Det er også nevnt av en investor at de ikke ønsker at ledelsen skal ta ut høy lønn, som kan begrense skaleringen av selskapet. Dette kriteriet om team ser vi er gjentatt flere ganger i teori og analyse. En investor har også nevnt at det hender selskaper ikke har fått investering, kun på troen på teamet. Det er også funn i analysen som hevder at selskaper har fått investeringer basert på et bra team, fremfor en god ide. Dette sier noe om hvor viktig kompetansen i teamet er.

MacMillan et al. (1985) hevder også at 31% av investorene har formidlingsevne som et kriterie. Entreprenøren må kunne formidle selskapet på en riktig måte og ha

personlig integritet i selskapet (Fried & Hisrich 1994). Alle investorene er enige om at dette er et viktig kriterium. En investor hevder at mye av grunnen til at man får en investering handler om det første øyeblikket hvor gründeren forteller om ideen og hvor banebrytende den er. Analysen nevner også at selskapet burde ansatte en person, dersom det er mangel på denne kompetansen. En investor har også sagt at de har investering i selskaper som har vært eksepsjonelt dyktig i å formidle konseptet.

I følge teorien burde entreprenøren ha lyktes i relevant erfaring. Man kan gjerne ha feilet, men det burde vises til hvordan vedkommende har utført en god innsats personlig i tidligere selskaper. Her burde entreprenøren ha gode referanser for å se hvordan entreprenøren har lyktes i tidligere situasjoner (MacMillan et al. 1985, Fried & Hisrich 1994, Bruno & Tyebjee 1984). I følge vår analyse så hevdet også investorene feiling noe som ikke oppleves negativt dersom entreprenørene hadde lært og årsaken til feiling. De nevner også det at de tidligere har ringt andre investorer, dersom entreprenøren har hentet penger før og feilet.

Entreprenøren må kunne formidle selskapet på en riktig måte (Fried & Hisrich 1994). Alle investorene hevder dette er et viktig kriterium. Investorene ser på formidlingsevnen til selskapene og relaterer dette til selskapets evne til å selge produktet. Det er ikke en utelukkende faktor, men et viktig kriterium som ikke skal undervurderes. Enkelte investorer i analysen hevder at selskaper som har hatt en eksepsjonell formidlingsevne har gått direkte til neste evalueringsfase. Dersom et selskap har fått investering, uten evner til god formidlingsevne hevder investorene at dette er noe som kan læres opp, eller at man burde ansette en person som kan formidle selskapet.

Entreprenøren må kunne jobbe med stor innsats over lengre tid, være fleksibel og godt kjent med markedet (MacMillan et al. 1985, Fried & Hisrich 1994). En investor hevdet de hadde en strategi for å se på ytelsesevne. De ser på CV'en. Vi ser det som viktig for entreprenøren å oppdatere LinkedIn og CV'en for å strategisk skrive opp kompetanse som er relevant for selskapet de henter investeringer for. Investoren så på hull i CV'en og sammenlignet dette som en rekrutteringsprosess. Entreprenøren



burde jobbet i selskaper som er relevant i en lengre periode. Investoren hevdet at de hadde et kriterium til entreprenørene som handlet om gjennomføringsevne.

Entreprenøren burde ha erfaring innen finans, markedsføring og ha gode referanser for å se hvordan entreprenøren har lykket i tidligere situasjoner (Bruno & Tyebjee 1984). Investorene hevder ikke spesifikt at det er nødvendig med finans og markedsføring. Men svaret handler om å ha komplementær teknisk og kommersiell kompetanse.

I følge Kirsch et al. (2006) øker sannsynligheten for finansiering dersom det er gründere med lang entreprenøriell erfaring. I analysen vår hevder investorene at entreprenørskap er ekstremt positivt dersom man har gjort en suksessfull exit. Det blir ikke sett på som et kriterium, og forventes ikke at investorene at entreprenørene er på et slikt kompetansenivå.

MacMillan et al. (1985) og Fried & Hisrich (1994) hevder at et kriterium er å være godt kjent med markedet. Tre av investorene har nevnt solid kompetanse innen markedet som et viktig kriterium. Vi opplever dette som en viktig faktor, men det er ikke utelukkende dersom investoren mener du har god teknisk og kommersiell kompetanse som passer inn i markedet.

### Kriterier til motstand mot eksterne trusler

Informantene tar stilling til konkurranse. Måten de gjør dette på, varierer. Det er både gjort uttrykk for at man må være bevisst sine konkurrenter, og at man bør gå gjennom hvem disse er, hvor mange de er, og hvorfor ingen av dem har kommet på samme idé som selskapet. Det må legges frem en strategi for hvordan det skal beskyttes på riktig måte, spesielt om det er enkelt å kopiere.

Besvarelsene til informantene ser ut til å basere seg i stor grad på hvor godt teamet er i stand til å finne riktig strategi for å entre markedet, hvorvidt de evner å formulere dette strukturert og detaljert, og om teamet har det som skal til for å være konkurransedyktige i markedet de går inn i. Dette kan kobles til hvordan Kaplan & Strömberg (2000) hevder at entreprenører, konkurranse og strategi er relatert til prestasjon. Dersom selskapene har en god strategi, elimineres utfordringer med konkurranse Bruno & Tyebjee (1984).

Det kan også virke som det er en balansegang mellom team, produkt og strategi, som avgjør hvordan investorene ser på oppstartsselskapenes sannsynlighet til å overleve i markedet. Teorien nevner i likhet med dette hvordan endringer i teknologi, sensitivitet til økonomiske sykluser, lave barrierer til markedet for konkurransen er viktige faktorer for å redusere risikoen mot ukontrollerbare trusler eller det å bli foreldet.

Et oppstartsselskap må ifølge disse funnene ta stilling til eksterne trusler ved å sørge for å ha et solid og kompetent team, et unikt produkt og en solid strategi.

### Kriterier til Investeringsgevinst

50% av investorer ønsker en investeringsgevinst på 10x på investeringer etter 5-10 år (MacMillan et al., 1985) og 44% av investorer har realisering av kapital som et kriterium. Fried & Hisrich (1994), hevder at investorene ønsker en exit mellom 3-10 år etter investering, og gi en gevinst på 30-70%. Som vi også skrev i kritikk til forskningen, så ser vi at det er stor forskjell på avkastningskravene til våre informanter og forskningen til Fried & Hisrich (1994). Investorer i tidligfase går inn med høyere risiko, enn selskaper som investerer i senere faser. Vi forventet også at investeringsgevinst i dette tilfellet ville være høyere enn 30-70% og passer bedre inn i forskningen til MacMillan et al. (1985) som har utelukket investorer som investerer i senere faser.

Vi oppdager at det er en likhet i forventet investeringstid mellom teorien og analysen, da omtrent halvparten av informantene satte krav til 5 - 10 og 5 - 7 år, mens en snakket om at dette varierer case for case. Det kan også sees likheter mellom de resterende informantene og hvordan de ikke ser på dette som et kriterium, og det teorien nevner om hvordan halvparten av investorene heller ikke gjør det. Våre funn på forventet investeringstid kan sammenliknes til teorien. Tidsaspektet kan derfor variere fra investor til investor, men vil ha et minimumskrav på forventet avkastning etter minimum 5 år, hvis det i det hele tatt settes krav på slikt. Når det kommer til forventet avkastning, ser vi at informantene tenker mer variert. Tre av informantene nevner gevinster mellom 5x - 100x, mens resten ikke ser på det i det hele tatt, eller ønsker heller å se en generell vekst i oppstartsselskapene. Informantene våre har basert på dette like høye, eller høyere krav til avkastning enn det teorien avslører.

Kravene avhenger av hver enkel investor, men det er omtrent like sannsynlig at investorene ikke ser på dette i det hele tatt, basert på teorien og funnene våre.

Bruno & Tyebjee (1984) sine funn indikerer at oppstartsselskaper bør ha en fremtidig strategi for å slå seg sammen, bli kjøpt opp eller gå på børs for å kunne skape en gevinst. Informantene vi snakket med nevnte at selskapene burde reflektere om hvilke investorer som er potensielle kjøpere i senere fase, men ingen av dem så på fremtidig børsnotering som en reell strategi. Dette kan ha noe med at forventet exit på 5 år kommer i en fase der selskapet ikke enda har gått på børs. Man kan også anta at det ses på som lite realistisk at et selskap tilfredsstiller kravene til børsnotering i Norge etter denne perioden, basert på forskjellene på investeringsstørrelsene nevnt av informantene og i teorien. Våre funn indikerer derfor at investorer i Norge ser mindre på exit-strategi, enn det som nevnes i teorien. Det er også grunn til å tro - basert på analysen vår - at norske investorer investerer i større grad fordi det er gøy og for å lære, enn det det gis uttrykk for i teorien. Dette kan vi anta er fordi oppstartsmiljøet i Norge fortsatt er ungt og voksende.

### Oppsummerende svar på F.S.3

Ser man overordnet på hva teorien vektlegger og vår analyse, kan det se ut til at det er enkelte funn kan sammenlignes med teori, men noen punkter som skiller seg ut. Avhandlingen gir oss funn på at det må være et stort marked og vekst, men enda viktigere er å ha en forståelse for markedet og etterspørsel. Er ikke markedet stort nok, kan salg og etterspørsel være viktigere enn størrelsen på markedet.

Selskapet trenger ikke tidligere erfaring med ledelse, og burde være villig til å bytte daglig leder dersom investoren ønsker dette. Selskapet burde ha evnen til å tiltrekke seg dyktige mennesker, for investoren ser både på formidlingsevne og en sterk kombinasjon av teknisk og kommersiell kompetanse. Investorene kommer til å evaluere tidligere erfaring, både innen markedet og om selskapet har feilet før. Grunnen til feiling vil bli evaluert, men det er ikke utelukkende negativt. Selskapet og entreprenørene burde personlig oppdatere sine CV'er digitalt og på papir for å fremvise relevant erfaring og evnen til å gjennomføre.

De fleste investorene ser på konkurranse som valideringen av en idé. Men de ønsker at selskapet skal ha en strategi som eliminerer denne utfordringen.

## Oppsummering av forskningsspørsmål

| <b>Problemstilling</b><br><i>“Hvordan evalueres oppstartsselskaper av Norske tidligfase-investorer?”</i> |   |
|--|---|
| <b>F.S.1</b><br>Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?                                      | Oppstartsselskapene kan bruke eksisterende nettverk og gå på eventer. De kan også ansette et styret kan fungere som henvendelse eller ta kontakt på nettsiden.  |
| <b>F.S.2</b><br>Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?                         | Produktet må være i et marked investoren har god kjennskap til. De må få muligheten til å gå inn i den fasen hevder er best for deres risiko. Mengden kapital må være balanse mellom validert etterspørsel og høy avkastningspotensial. Selskapene burde være lokalisert i nærheten av investoren i den første investeringsfasen.   |
| <b>F.S.3</b><br>Hva er de viktigste kriteriene i en evalueringsprosess?                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Validert etterspørsel helst salg av produktet på forhånd.</li> <li>- Komplementært team med en sammenkobling av sterk kompetanse innen kommersialisering og teknologi.</li> <li>- Stort markedet med en trend i markedet.</li> <li>- Entreprenøren må ha domene erfaring.</li> <li>- Ha en unik posisjon med produktet, enten helt nytt produkt eller i nytt marked.</li> <li>- Entreprenøren må ha evnen til å ansette de beste på sitt lag.</li> <li>- Entreprenøren må ha formidlingsevne.</li> </ul> |

Tabell 4: Oppsummering av forskningsspørsmål

## 6. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å gi entreprenører innsikten til hvordan investorer evaluerer deres selskap. Denne innsikten vil også gi store selskaper som driver med entreprenørskap innad i organisasjonen et tydeligere bilde på hvilke interne prosjekter som burde få høyere andel ressurser. For å svare på problemstillingen har vi fokusert på de viktigste kriteriene som ble repetert av samtlige investorer, kriterier som var fremhevet og kriterier for at andre selskaper tidligere hadde fått investering.

Det første vi fant ut var at investorer ofte investerer i selskaper som kommer gjennom sitt eksisterende nettverk, eller henvisninger og entreprenører burde aktivt søke eventer eller knytte seg til et nettverk som kan koble entreprenøren og den potensielle investoren.

Det andre vi fant ut er at det må være en sammenheng mellom selskapet og entreprenøren. Begge må ha utbytte av hverandre, hvor entreprenøren gir potensiell profitt, læring og spenning for entreprenøren mot et bytte av investorens ekspertise, kapital og nettverk.

Det tredje vi fant ut er at entreprenøren må selv gjøre en screening av investoren for å finne ut hvilke preferanser investoren har. Produktet må være i et marked investoren har god kjennskap til. De må investere i den fasen som passer deres risiko, mengden kapital må være en balanse mellom validert etterspørsel og avkastningsbehov og hvilke geografiske preferanser investoren har.

Det fjerde vi fant ut, var at det ikke fantes en spesifikk mal som passer alle investorer. Dersom entreprenøren har validert etterspørsel eller solgt produktet på forhånd (1), Har et komplementært team med en sammenkobling av sterk kompetanse innen kommersialisering og teknologi (2), har beregnet hvor stort markedet er og trenden i markedet (3), har både godt nettverk og kjennskap til behovet gjennom sterk domene-kompetanse (4), Kan ta en unik posisjon med produktet (5) og har evnen til rekruttere de beste (6) og en eksepsjonell formidlingsevne har entreprenøren en sterk mulighet til å overleve dødens dal.

## 6.1 Anbefalinger til videre forskning

Vi vil anbefale å forske videre på *Venture capitalist investment activity* i det norske markedet. I denne avhandlingen har vi ikke forsket på de siste to stegene i modellen som tar for seg strukturen i avtalen og hvilke aktiviteter som skjer etter en investering. Det hadde vært interessant å lære om hvordan investorene i Norge verdsetter selskapene og hvordan de jobber med selskapene for å hjelpe dem å lykkes.

Det kommer frem at investorfondene i Norge holder seg til spesifikke markeder. Det vil si at ikke alle markeder dekkes i like stor grad, noe som gjør at det kan være vanskeligere for enkelte oppstartsselskaper å få finansiering dersom de tilhører et marked som ikke er av interesse for fondene. Det bør derfor undersøkes om utenlandske investorfond har noe å bidra med når det kommer ekspansjon av markedshorisonter.

Det er fortsatt uklart hvordan tidligfase-investorer verdsetter oppstartsselskaper i pre-seed fasen. Det ville av den grunn vært gunstig å undersøke hvordan denne prosessen foregår i Norge, for å kunne øke sjansene til å klare seg som entreprenør.

Vi har undersøkt hvordan investorene evaluerer kriterier, og hvilke kriterier de ser på. Det vi gjerne skulle undersøkt videre var hvilke spesifikke aktiviteter det er som sikrer investeringen i oppstartsselskaper.

Det fantes både likheter og ulikheter mellom våre funn og teorien. Det er uvisst hvordan kulturforskjeller eller politiske forskjeller påvirker måten investorene tar beslutninger.

## 6.2 Praktiske implikasjoner

Målet vårt med forskningen var å skape verdi i form av kunnskap for entreprenører, samfunn og videre forskning. Denne oppgaven vil kunne bidra til at entreprenører som ser etter finansieringsmuligheter, stiller forberedt ved eventuelle møter med investorer. Dette kan bidra til at flere entreprenører får investeringen de ser etter, og at det inspirerer flere til å ta første steg mot gründerskapet. En økt kunnskap i investeringskriterier vil på denne måten kunne bidra til vekst i oppstartsmiljøet i

Norge, og potensielt skape nye arbeidsplasser. Vi har av den grunn samlet noen anbefalinger til entreprenørene.

### 6.3 Anbefalinger til entreprenører

Denne avhandlingen avsluttes med en rekke anbefalinger til entreprenøren, basert på funnene som er gjort og våre egne erfaringer som entreprenører.

**Lær investeringsprosessen:** En viktig anbefaling for entreprenøren går ut på å bli kjent med hvordan investeringsprosessen foregår før de går inn i den. Denne studien viser at prosessen foregår trinnvis og er ofte strukturert likt hos de fleste investorer. Det vil derfor være hensiktsmessig å sette seg inn i hva investoren pleier å investere i, hvilket marked vedkommende holder til og hvilken kompetanse det sattes på. Investorer har mange kriterier, det er da viktig å ha innsikt i hvilke kriterier spesifikke investorer har til vanlig, og forberede en plan før første møte.

**Undersøk markedet:** Kunnskap om markedets størrelse, konkurrenter, og vekst i markedet blir i denne studien ofte omtalt som viktig. Entreprenøren burde sette seg inn i dette på forhånd, for å få innsikt i om problemet har blitt løst tidligere, hvordan man kan differensiere seg, og om markedet faktisk er stort nok. Arbeidserfaring innenfor bransjen man går inn i er veldig attraktivt for en investor, og kan i mange tilfeller forenkle prosessen med å samle riktig kunnskap om markedet.

**Vit hvem kunden din er:** Det er en vanlig feil at entreprenøren utvikler et produkt eller en tjeneste som ikke treffer riktig segment hverken delvis eller helt. Dette henger ofte sammen med at problemet som løses ikke er et reelt problem for kunden, og at man trenger å jobbe tettere på kunden for å forstå behovet. Innsikt i hva kunden trenger vil gi riktig markedsinnsikt, og er ifølge funnene i denne studien et kriterium investorer ser på.

**Gå på eventer:** Resultatene i denne studien viser til at man trenger markedsinnsikt. Eventer tilbyr gyldne muligheter for å lære om spesifikke bransjer og prosesser innen bedriftsutvikling. I tillegg vet man aldri hvem man kan møte på, det kan være enklere å ta kontakt med relevante aktører og investorer da det føles mindre påtrengende for

dem å bli kontaktet i en setting der de forventet å bli kontaktet. Dette kan i tillegg bidra til å skape et større nettverk.

**Bygg et sterkt team:** Teamet er ifølge resultatene i studiet og teorien noe av det viktigste å ha når man starter et oppstartsselskap. Det er en ting å finne den riktige kompetansen innen produktutvikling, markedsinnsikt eller formidlingsevne, men det er kanskje enda viktigere å finne ildsjelene som deler samme ambisjoner og som er villige til å gi det lille ekstra for selskapet. Dette kan dog gjøres underveis, et sterkt team kan ta tid å bygge.

**Øv deg på å pitch:** Formidlingsevne er ifølge funnene et kriterium mange investorer ser på som fordelaktig ved første møte. Det er som oftest du selv som må ta ansvar for å formidle oppstartsselskapets verdiforslag. Om det ikke er noen i teamet som har erfaring innen pitching, så må dette øves inn gjennom pitchekonurranser, eventdeltakelser, konferanser eller messer som tilbyr slike muligheter.

**Selg produktet:** Et viktig kriterium for investorer er markedsbekreftelse og at det finnes et behov for produktet eller tjenesten som tilbys. Du må ikke ha et ferdig produkt for å begynne å selge. Ta kontakt med potensielle kunder, bli kjent med hva det er de faktisk har behov for, og bruk det for å starte salgsprosessen og utarbeidelsen av et attraktivt produkt. Man kan komme langt med en enkel intensjonsavtale.

**Lær å bygge relasjoner:** Et stort nettverk vil bidra til å sette deg i kontakt med de riktige folkene til riktig tid. Som entreprenør vil man treffe på mange nye mennesker og det vil være hensiktsmessig å ivareta relasjoner med de aktørene som både kan være til hjelp med en gang, og i fremtiden. Nettverket kan i mange tilfeller føre entreprenøren direkte til riktig investor.

## 6.4 Begrensninger

*Model of venture capital investment activity* av Tyzoon T. Tyebjee og Albert Bruno (1985) er en evalueringsprosess som ikke er en stegvis prosess. Den burde blitt sett



på som en prosess som går frem og tilbake. Evalueringen av formidlingsevne kommer kanskje i første kontakt, og ikke etter selskapet har fått innhentet informasjon om størrelsen på investering som er nødvendig. Prosessen er mer detaljert og trenger flere alternative trinn for å illustrere hvordan den virkelige prosessen fungerer. På bakgrunn av dette, hevder vi fortsatt at modellen har vært tilstrekkelig å svare på problemstillingen vår.

Det kan være svakheter i utvalget. Vi har kun selektert kun investorer på Østlandet, og det er vanskelig å si om de kan representere hele Norge. Det er også mulig at respondentene svarte det som er forventet av dem i den posisjonen de tilhører i organisasjonen, fremfor den virkelige kriteriene de bruker i evalueringsprosessen.

## Litteraturliste

- Arregui, A. R. (2012). *Mexico Needs a Venture Capital Industry*. Hentet fra:  
<https://hbr.org/2012/10/mexico-needs-a-venture-capital-industry>
- Fried, V., & Hisrich, R. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28-37. Hentet fra:  
<http://www.jstor.org/stable/3665619>
- Hall, j., & Hofer, C. (1993). *Venture capitalists' Decision Criteria in the New Venture Evaluation*. *Journal of Business venturing* 8, 25-42. Hentet fra:  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/088390269390009T>
- Haugli, H. (2017). *Kapitalparadokset*. Hentet fra:  
<https://www.abelia.no/bransjer/innovasjon/nyheter/kapitalparadokset/>
- Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. (3. Utg.). Kristiansand: Høyskoleforlag
- Johannessen, A., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2010). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Oslo: Abstrakt forlag AS.
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag*. (3 Utg.). Oslo: Abstrakt forlag AS.
- Johannessen, A., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2016). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. (5 Utg.). Oslo: Abstrakt
- Kaplan, S., & Strömberg, P. (2000). *How Do Venture Capitalists Choose Investments?* Working Paper, University of Chicago.
- Kirsch, D., Goldfarb, B., & Gera, A. (2006). *Do Business Plans Predict Venture Funding?* University of Maryland Working Paper. Hentet fra:  
<https://doi.org/10.1002/smj.751>
- Kirsch, D., Goldfarb, B., & Gera, A. (2009). *Form Or Substance: The Role Of Business Plans In Venture Capital Decision Making*. *Strategic Management Journal*. Hentet fra:  
<https://pdfs.semanticscholar.org/7483/12f96fa31e736e584b1a4cacb2b31b4d86b4.pdf>
- MacMillan et al., I., Siegel, R., & Narasimha, P. (1985). *Criteria Used By Venture Capitalists To Evaluate New Venture Proposals*. Hentet fra:  
[http://media.tobyelwin.com/Files/MacMillan et al.1985VCCriteria.pdf](http://media.tobyelwin.com/Files/MacMillan%20et%20al.1985VCCriteria.pdf)
- McCracken, G. (1988). *The long interview*. Hentet fra:  
<https://books.google.no/books?hl=no&lr=&id=3N01cl2gtoMC&oi=fnd&pg=PA5&dq=mccracken+1988+the+long+interview&ots=RBtPdwkZ0t&sig=kfUYqQ6N2ywFsg6JWEfrr->

[F7UT4&redir\\_esc=y#v=onepage&q=mccracken%201988%20the%20long%20interview&f=false](#)

- Menon Economics (2017). *Private equity funds in Norway*. Hentet fra: <http://www.nvca.no/wp-content/uploads/2018/04/Private-Equity-Funds-in-Norway-2017.pdf>
- Murray, N. (2018). *The Norwegian H1 2018 (Q1 and Q2) Funding Analysis*. Hentet fra: <https://thenordicweb.com/the-norwegian-h1-2018-q1-and-q2-funding-analysis/>
- NAV (2018). *62 400 helt ledige i november*. Hentet fra: <https://www.nav.no/no/NAV+og+samfunn/Kontakt+NAV/Presse/Pressemeldinger/62+400+helt+ledige+i+november>
- NENT (2010). *Forskningsetiske retningslinjer for naturvitenskap og teknologi*. Hentet fra: [www.etikkom.no](http://www.etikkom.no)
- Nielsen, N. H. (2017) *Startup Funding*. Lightning Source UK Ltd.
- Nikolaisen, P. I. (2017). *Ny rapport: Eksplosiv økning i startups og investeringene under milliarder*. Hentet fra: <https://shifter.no/rapport-ekslosiv-okning-startups-investeringene-runder-milliarden/>
- PWC (2017). *Annual Investment in US VC-Backed Companies Increased 17% in 2017, Reaching \$71.9B, According to the PwC/CB Insights MoneyTree Report*. Hentet fra: <https://www.pwc.com/us/en/press-releases/2018/moneytree-report-q4-2017.html>
- Reve, T. (2017). *Arbeidsplassene skapes i de nye vekstbedriftene. Sluttrapport fra MIT REAP South West Norway prosjektet*. Handelshøyskolen BI.
- Silverman, D. (2014). *Interpreting Qualitative Data*: SAGE Publications Ltd.
- Thagaard, T. (2010). *Systematikk og innlevelse. En innføring i kvalitativ metode*. 3. utg.
- Tyebjee, T., & Bruno, A. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066. Hentet fra: <http://www.jstor.org/stable/2631723>
- Wells, W. A., (1974). *Venture Capital Decision Making - unpublished doctoral dissertation*, Carnegie-Mellon University
- Yung, C. (2012). *Venture capital before the first dollar: deal origination, screening, and evaluation*. I D. Cumming (Red.), *The Oxford Handbook of Venture Capital* (s. 304 - 327). New York: Oxford University Press.

Zacharakis, A., & Meyer, D. (1995). *The Venture Capitalist Decision: Understanding Process versus Outcome*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.

Zwilling, M. (2013). *10 ways for startups to survive the valley of death*. Hentet fra:  
<https://www.forbes.com/sites/martinzwilling/2013/02/18/10-ways-for-startups-to-survive-the-valley-of-death/#3e98a8a69eff>

## Vedlegg 1: Intervjuguide

### Bakgrunn

- Vi presenterer masteroppgaven på lett, presis og forståelig måte
- Vi må presisere at det ikke finnes noen gale svar, slik at intervjuobjektet ikke føler seg ukomfortable dersom det stilles kompliserte spørsmål. Vi må ta i betraktning at spørsmålene kan være utenfor hans/hennes arbeidsområde.
- Spørre om lov iht til lydopptak, forklare hvordan vi skal håndtere datamaterialet
- Vi vil garantere informantene anonymitet dersom det er ønskelig
- Vi informerer intervjuobjekt om rett til å avbryte intervjuet når som helst dersom vedkommende føler for det.
- Prøve å få til en behagelig og rolig stemning, slik at intervjuobjektet føler seg trygg.
- Starter med litt løst snakk om det som faller oss inn. (ca. 5 min)
- Stikkord: Investeringskriterier, Pre-såkorninvestering, evaluering av kriterier

### Introduksjon

Noen ganger sier man de man føler høres riktig ut. Men for forskningens del er det viktig for oss å vite hva som virkelig skjer i dette feltet. Og hvis det er noe du synes er sensitiv, må du bare si ifra. Vi anonymiserer det du ønsker og du får muligheten til å lese igjennom før vi sender inn oppgaven hvis du ønsker det. Det vi ser etter i masteroppgaven, er hovedsakelig investeringskriterier i tidlig-fase investeringer. Gjerne før selskapet har begynt å tjene penger.

#### Problemstilling

*“Hvordan evaluerer norske såkorninvestorer potensielle investeringer?”*

Hvilken rolle har du i ... ?

Hvor lenge har du arbeidet her?

Nå går vi litt videre: Det som er viktig for oss nå, er at du tenker som et individ, og tenker de kriteriene du ser etter, som utelukker ... Men nevner gjerne hva synspunktet til selskapet er hvis de mener det omvendte eller radikale forskjeller. Påpeke anonymisering dersom dette er ønskelig.

### F.S.1 Hva skal til for å komme i kontakt med en investor?

#### Teori: Avtalens opprinnelse

1. Uppfordret kontakt
2. Referanser
3. Utforskning av teknologi og marked

#### Spørsmål i intervjuguiden

##### Åpne spørsmål

Hvordan har selskapene som sitter her i dag kommet i kontakt med deg?

1. Hvor mange av de som fikk investering er det som tok direkte kontakt med ... ?
2. Av de oppstartselskapene ... har investert i, er det noen i nettverket ditt som har hatt kjennskap til dem fra før?

### F.S.2 Hva er de viktigste kriteriene i en innledende screeningprosess?

#### Teori: Screening

4. Teknologi og markeds fit
5. Fase
6. Størrelse på kapital
7. Geografisk lokasjon

#### Spørsmål i intervjuguiden

##### Åpne spørsmål

Kan du nevne et selskap som har fått investering?

Kan du fortelle litt om et selskap som ikke har fått investering?

Er det noen skiller fra dere som investorer og andre investorer i Norge, angående hva dere ser etter?

### F.S.3 Hva er de viktigste kriteriene i en evalueringprosess?

#### Teori: Evaluering

8. Markedspotensial
9. Produktdifferensiering
10. Kompetanse innen ledelse
11. Eksterne trusler
12. Investeringsgevinst

#### Spørsmål i intervjuguiden

##### Åpne spørsmål

Kan du fortelle litt om hvordan selskaper blir evaluert?

Hva tenker du når vi sier investeringskriterier?

Hvilke investeringskriterier er viktige i ... ? Har du en mal å forholde deg til?

Hva tenker du når vi sier kriterier til forretningsplanen? - I hvilken grad ser du på forretningsplanen i beslutningsprosessen?

Hvor mye frihet har du når det kommer til prioritering av kriterier? (Magefølelse eller protokoll)

8. Hva tenker du når vi sier kriterier til go2market?
8. Hva tenker du når vi sier markedsstørrelse?
8. Hvor viktig synes du det er at det har vært eller er en signifikant markedsvekst?
8. Hva tenker du når vi sier etterspørsel i markedet? Vekst, tilgang på kunder
8. Hvor viktig synes du det er å være godt kjent med markedet?
9. I hvilken grad evaluerer du det er med beskyttelse?
9. Unikhet, patenter, høy-teknologi
9. I hvilken grad evaluerer du profitmargin?
10. Hvilke kriterier stiller du ledelsen i selskapet dere eventuelt skal investere i? Lang erfaring?
10. Hvor viktig synes du det er at en eller flere i teamet har demonstrert lederskap i fortiden?
10. I hvilken grad ser du på tidligere erfaring med entreprenørskap?
10. I hvilken grad ser du på om de tidligere erfaringer har ført til failure?
10. I hvilken grad ser du på om de tidligere referanse til entreprenøren?
10. I hvilken grad ser du på Kompetanse innen markedsføring, ledelse, finans?
10. Hvor viktig synes du det er med tidligere oppnåelser som er relevante til selskapet?
10. Hvor viktig synes du det er at teamet formidler oppstartsselskapet og det det tilbyr godt frem?
10. Hvor viktig synes du det er å være i stand til å jobbe over tid?
11. Hva tenker du når vi sier konkurrenter? Barrierer for konkurrenters
12. Hvor viktig synes du det er at gevinsten på investeringen skal være på?
12. Hvor lenge investerer dere?

|                   |   |
|-------------------|---|
|                   | <p>12.Hvor viktig synes du det er at investeringer kan gjøres likvide?<br/>12. I hvilken grad evaluerer du exit-strategi?</p>   |
| <b>Avslutning</b> | <p><b>Åpent oppsummerings spørsmål</b></p> <p>Kunne du gitt oss fem investeringskriterier du tenker er viktige umiddelbart?</p> <p>Oppsummere det som har blitt nevnt og spør om det stemmer og om det er noe mer han/henne vil tilføye.</p> <p><b>Takk</b></p> <p>Vi takker for at intervjuobjektet tok seg tid til oss.</p> |

Tabell 5: Intervjuguide

## Vedlegg 2: Begrepsavklaring

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| <b>Evaluering</b>              | Systematisk datainnsamling, analyse og vurdering av en planlagt, pågående eller avsluttet aktivitet.  |
| <b>Såkornsinvestorer</b>       | En som bidrar med såkornkapital. Dette er kapital som tilføres i den tidligste fasen i en selskapsetablering.   |
| <b>Oppstartsselskap</b>        | Tidlig fase i livssyklusen til en bedrift, der entreprenøren jobber seg opp fra idéfase til sikring av vekstfinansiering og etablerer grunnmuren i forretningen ved å iverksette kommersialisering. |
| <b>Pre-Seed</b>                | En finansieringsfase som har til hensikt å hjelpe et oppstartsselskap med å oppnå et mellomliggende mål før selskapet er i stand til å oppnå en god product-market fit                              |
| <b>Investor</b>                | En person som bruker kapital til å foreta en investering i håp om å oppnå en gevinst.   |
| <b>Venture Capitalist (VC)</b> | En investor som tilbyr kapital til oppstartsselskaper med høyt vekstpotensial i bytte mot deleierskap.  |



|                          |   |
|--------------------------|---|
| <b>Inkubator</b>         | En organisasjon som gir støtte til oppstartsselskaper ved å tilby kontorfasiliteter, administrative tjenester og hjelp til utvikling.   |
| <b>Screening</b>         | En tidlig metodisk evaluering eller investigering av et oppstartsselskap med hensikt å vurdere en generell egnethet til potensielle investeringer.  |
| <b>Entreprenør</b>       | En person som starter og driver et selskap og bærer mesteparten av risikoene og potensielle goder/avkastning.   |
| <b>Forretningsplan</b>   | Et dokument eller plan som beskriver grunnlaget for en forretningside. Det beskriver gjerne et overordnet mål for virksomheten og er en sammenfatning av strategien som vil være hensiktsmessig for å lykkes. |
| <b>Forretningsmodell</b> | beskriver hvordan en bedrift skaper, leverer, og fanger opp sosiale, økonomiske, eller andre former av verdier.   |
| <b>Pitch</b>             | En presentasjon av forretningsidéen til potensielle investorer.   |

Tabell 6: begrepsavklaring

## Vedlegg 3: Oversikt over kriterier og utvalg

| Forsker                           | Funn  | Utvalg |
|-----------------------------------|---|--------|
| <b>Tyebjee &amp; Bruno (1985)</b> | <p><b>Product attractiveness</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Size</li> <li>• Growth</li> <li>• Access to customers</li> </ul> <p><b>Product differentiation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Uniqueness</li> <li>• Patents</li> <li>• Technical skills</li> <li>• Profit margin</li> </ul> <p><b>Managerial capabilities</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Skills in marketing</li> <li>• Management</li> </ul> | 41     |

|                                   |  |                 |
|-----------------------------------|--|-----------------|
|                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Finance</li> <li>• References</li> </ul> <p><b>Environmental threat resistance</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Technology life cycle</li> <li>• Barriers to competitive entry</li> <li>• Sensitivity to business cycles</li> </ul> <p><b>Cash-out potential</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Future opportunities to realize capital by merger, acquisition or public offering</li> </ul>  |                 |
| <b>Macmillan et al. (1985)</b>    | <p><b>Managerial capabilities</b></p> <p>Capable of sustained intense effort<br/>Thoroughly familiar with market<br/>Demonstrated leadership in the past<br/>Evaluates and reacts to risk well<br/>Track record relevant to venture<br/>Articulates venture well</p> <p><b>Cash-out potential</b></p> <p>At least ten times return in 5-10 years<br/>Investment can be made liquid</p> <p><b>Product attractiveness</b></p> <p>Significant market growth</p> <p><b>Environmental threat resistance</b></p> <p>Proprietary protection</p> | <b>14 + 102</b> |
| <b>Fried &amp; Hisrich (1994)</b> | <p><b>Concept</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Significant potential for earnings growth.</li> <li>• New business idea (new product, service or retail concept) That already works or can be brought to market within two to three years.</li> <li>• Reasonable overall capital requirements. (total cash requirements - if not, both he and the original investment</li> </ul>  | <b>18</b>       |

|   |  |                  |
|---|--|------------------|
|   | <p>group are subject to being washed out in subsequent financings.</p> <p><b>Management</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Personal integrity</li> <li>• Done well at prior jobs.</li> <li>• Association with losing ventures in the past does not disqualify the entrepreneurs if they can show they personally performed well in the earlier venture.</li> <li>• Realistic with ability to identify risk and, where appropriate, develop plans for dealing with these risks.</li> <li>• Hardworking, flexible (especially important for early stage) and have thorough understanding of the business.</li> <li>• Exhibit leadership, not only good times but also under extreme pressure.</li> <li>• General management or leadership experience (not significant in early-stage as long as the entrepreneur is willing to add additional management at CEO level to correct this deficiency).</li> </ul> <p><b>Returns</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Must provide an exit opportunity. In 3 - 10 years.</li> <li>• Offer potential high rate of return. 30 - 70%</li> <li>• Offer potential for high absolute return.</li> </ul> |                  |
| <p><b>Kaplan &amp; Strömberg (2000)</b></p> | <p><b>Opportunity: Market conditions, product, strategy, and competition</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Large market size and growth</li> <li>• Attractive product and/or technology</li> <li>• Attractive business strategy</li> <li>• High likelihood of customer adoption</li> <li>• Favorable competitive position</li> </ul> <p><b>Risk and Uncertainties</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Uncertain market size and growth</li> <li>• Uncertainty about product and/or technology</li> <li>• Risk in business strategy/model</li> <li>• Uncertain customer adoption</li> </ul>   | <p><b>10</b></p> |

|  |  |                                       |
|--|--|---------------------------------------|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Risky competitive position</li> </ul> <p><b>Management: Quality and previous performance</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quality of management</li> <li>• Favorable performance to date</li> </ul> <p><b>Risk and Uncertainties</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quality of management</li> <li>• Quationable performance to date</li> </ul> <p><b>Deal terms: Valuation, contractual structure, syndicate and portfolio considerations</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Low valuation</li> <li>• Contractual structure that limits risk</li> <li>• Positive influence of other investors</li> <li>• Good fit in VC portfolio</li> </ul> <p><b>Risk and Uncertainties</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• High valuation</li> <li>• Contractual structure and downside risk</li> <li>• Negative influence of other investors</li> <li>• Costly to monitor investment</li> </ul> <p><b>Financial and exit conditions</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Financial market condition and exit opportunities</li> </ul> <p><b>Risk and Uncertainties</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Financial market conditions and exit opportunities</li> </ul> |                                       |
| <p><b>Kirsch et al. (2006, 2009)</b></p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Entrepreneurial experience</li> <li>• Unmediated requests never received funding</li> <li>• Request of higher ask, gives higher investment</li> </ul>   | <p><b>1 + 1063 Business plans</b></p> |

Tabell 7: Oversikt over kriterier og utvalg



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

Postboks 5003  
NO-1432 Ås  
Norway