

# MASTEROPPGAVE

Emnekode: BE323E

Navn på kandidat: Jon Olav Tisthamar

---

## Finansiering av oppstartsbedrifter

En studie av innovative vekstbedrifters erfaring med ekstern finansiering

---

Dato: 02.12.2016

Totalt antall sider: 79

## **Forord**

Denne masteroppgaven er det avsluttende arbeidet på MBA-studiet mitt ved Nord universitet. I denne oppgaven har jeg fått muligheten til å fordype meg innen et fagområde som jeg har stor interesse for.

Jeg har formulert en problemstilling som ligger i skjæringspunktet mellom entreprenørskap og finans. Jeg har lenge hatt interesse for innovasjon og entreprenørskap og benyttet derfor denne muligheten til å fordype meg innenfor temaet. Finansiering av oppstartsbedrifter er aktuelt i dagens Norge. Hvordan det offentlige skal legge til rette for innovasjon og næringsutvikling er på dagsorden og jeg har fulgt samfunnsdebatten med stor interesse. I forbindelse med arbeidet har jeg vært så heldig å få intervjuere gründere fra seks spennende bedrifter og har fått tatt del i deres erfaringer. Det har vært veldig lærerikt.

Jeg vil gjerne takke alle som har bidratt til gjennomføringen av oppgaven. Jeg må takke gründerne for at de har tatt seg tid til intervjuer og til å gi tilbakemeldinger på det jeg har skrevet. Jeg ønsker alle lykke til videre og takker for deres bidrag. Jeg vil også rette en takk til min veileder Espen Isaksen som har bidratt med gode råd og innspill underveis. Til slutt vil jeg takke min samboer Kathrine Vik Veland for gjennomlesning, og for at hun har vært så tålmodig med meg i de periodene jeg har hatt fullt fokus på oppgaveskriving.

Jon Olav Tisthamar

02.12.2016

## Sammendrag

Denne studien har som formål å undersøke hvordan ekstern finansiering påvirker veksten i oppstartsbedrifter. Jeg har utviklet en forskningsmodell som beskriver sammenhengen mellom vekstambisjoner, ekstern finansiering og vekst. Ifølge modellen bidrar ekstern finansiering til vekst på to måter. Det ene er den finansielle kapitalen som for mange bedrifter er en forutsetning for vekst. Det andre er det vi kaller ikke-finansielle bidrag. Det kan være tilgang til nettverk, rådgivning og andre kompetansehevende tiltak. De ikke-finansielle bidragene er med på å gjøre gründere bedre rustet for å starte, lede og utvikle bedrifter. Det har vært et mål for meg å undersøke innovative bedrifter med ambisjoner om vekst. Problemstillingen for studien er; *hvordan bidrar ulike finansieringskilder til vekst i oppstartsbedrifter?*

For å belyse problemstillingen har jeg gjennomført åpne halvstrukturete intervjuer med informanter fra seks svært relevante bedrifter. Alle seks bedriftene har innovative forretningsidéer og har, eller har hatt, vekstambisjoner. Alle de seks bedriftene har benyttet ekstern finansiering. Kildene til finansiering som er representert er; bank, såkornfond, Innovasjon Norge og forretningsengler. Informantene fra de seks bedriftene har bidratt med mye og god informasjon.

I datamaterialet er det tydelig støtte for at ekstern finansiering er viktig for å kunne oppnå vekst. Den finansielle kapitalen har vært helt avgjørende for veksten til de bedriftene som har opplevd størst vekst. Bidrag utover kapital ser også ut til å bidra positivt til vekst. Selv om det er vanskeligere å påvise den sammenhengen er det likevel sterke indikasjoner på det i datamaterialet. Dataene har eksempler på forretningsengler som har vært aktivt inne i bedrifter og såkornfond som har utøvd aktivt eierskap for å fremme vekst.

Ser vi funnene opp mot eksisterende forskning, finner vi eksempler på flere fenomener som er beskrevet i litteraturen. utfordringer i forhold til informasjons-asymmetri mellom kapitaltilbydere og gründer er det eksempler på i dataene. Dette påvirker kostnaden på kapitalen, tilgang til kapital og preferanser i forhold til finansiering. Dataene støtter blant annet at ekstern egenkapitalfinansiering er foretrukket fremfor lånefinansiering blant innovative vekstbedrifter.

## Innhold

1.	Innledning.....	1
1.1.	Bakgrunn og nytteverdi .....	1
1.2.	Problemstilling .....	2
1.3.	Oppgavens struktur.....	3
2.	Litteratur.....	4
2.1.	Kapital .....	5
2.2.	Finansierings kilder .....	6
2.2.1.	FFF (Friends, Fools and Family).....	6
2.2.2.	Offentlige støtteordninger .....	7
2.2.3.	Forretningsengler.....	8
2.2.4.	Aktive eierkapitalfond .....	10
2.2.5.	Banker .....	11
2.3.	Det Norske risikokapital markedet.....	12
2.4.	Vekst og vekstambisjoner.....	17
2.5.	Teorier om kapitalstruktur .....	19
2.6.	Agent Principal Theory .....	21
2.7.	Finansieringsgapet.....	22
2.8.	Ikke-finansielle bidrag.....	24
2.9.	Oppsummering og forskningsmodell .....	25
3.	Metode.....	28
3.1.	Analyse og utdyping av problemstillingen.....	28
3.2.	Valg av undersøkelsesdesign.....	30
3.3.	Utvelgelse av enheter .....	31
3.4.	Innsamling av data.....	32
3.5.	Analyse av datamaterialet.....	34
3.6.	Gyldighet og pålitelighet .....	34
3.7.	Oppsummering av metode.....	37
4.	Resultater.....	38
4.1.	Bedrift 1 (B1) .....	38
4.2.	Bedrift 2 (B2) .....	41
4.3.	Bedrift 3 (B3) .....	43
4.4.	Bedrift 4 (B4) .....	45
4.5.	Bedrift 5 (B5) .....	47
4.6.	Bedrift 6 (B6) .....	50

5. Diskusjon.....	52
5.1. Forskningsspørsmål.....	52
5.1.1. Forskningsspørsmål 1.....	52
5.1.2. Forskningsspørsmål 2.....	53
5.1.3. Forskningsspørsmål 3.....	55
5.2. Diskusjon av funnene .....	56
6. Avslutning .....	64
6.1. Konklusjon .....	64
6.2. Implikasjoner.....	65
7. Referanser.....	68
8. Vedlegg .....	73
8.1. Intervjuguide - Halvstrukturert .....	73

## Figurer

Figur 2.1 Kapitalstigen.....	6
Figur 2.2 Såkornfond ordningen illustrert.....	12
Figur 2.3 Investeringer gjort av forretningsengler.....	14
Figur 2.4 Kategorisering av Investorer.....	15
Figur 2.5: Utviklingsfaser og kapitalkilder for vekstbedrifter .....	23
Figur 2.6 Forskningsmodell.. .....	26
Figur 3.1 Ulike undersøkelsesopplegg klassifisert etter bredde og dybde .....	30
Figur 6.1 Den oppgradert forskningsmodellen.....	65

## Tabeller

Tabell 5.1 Samlede resultater.....	62
Tabell 5.2 Ambisjonsnivå i forhold til vekst for bedriften. ....	63

# 1. Innledning

Bakgrunnen for at jeg har valgt å se nærmere på oppstartsbedrifter er at jeg lenge har hatt interesse for entreprenørskap og innovasjon. Denne interessen har blitt ytterligere styrket gjennom MBA-studiet. Mitt inntrykk er at vi i Norge har veldig mange dyktige mennesker som sitter på gode idéer som aldri realiseres. Jeg tror at et av de største hindrene for mange er å få finansiering til prosjektene de sitter på. Derfor ønsker jeg å se nærmere på hvilke muligheter dagens gründere har til å få finansiert idéene sine. I dagens Norge er dette mer aktuelt enn noen gang. Norge er inne i en omstilling av økonomien der olje- og gassnæringen ikke vil bidra like mye til vår vekst som tidligere. Vi er derfor avhengig av å utvikle nye næringer og utvikle konkurransekraft i eksisterende næringer. Sett i lys av dette er det viktig at det blir lagt til rette for at de som sitter på de idéene som vil forme næringene vi skal leve av i fremtiden har tilgang til kapital.

## 1.1. Bakgrunn og nytteverdi

Så hvorfor er det av interesse å se på hvordan oppstartsbedrifter finansieres? Man kan kanskje si at penger er penger uavhengig av om de kommer fra banken, eller en rik onkel. Det er bare delvis riktig i denne sammenheng. Det som gjør at det er en forskjell er betingelsene som følger finansieringen, og eventuelle forventninger den eller de som stiller med kapital har til bedriften. Når noen har stilt med finansiering, vil de fra det punktet ha en interesse i hvordan det går med bedriften. Det er denne «bagasjen» som følger med kapitalen som utgjør en forskjell. Bedriften vil kunne få tilgang til nettverk, rådgivning eller innpass i nye markeder via sin nye interessent. På den annen side kan det tenkes at det legges begrensinger.

I Innovasjon Norges siste årsrapport (2015: 13) står det at:

*«Bedrifter som har fått støtte fra Innovasjon Norge har 12,6 prosentpoeng årlig mervekst (i omsetning), sammenliknet med tilsvarende bedrifter som ikke har fått støtte».*

De indikerer altså en sammenheng mellom vekst og at de fikk støtte fra Innovasjon Norge. Gir dette utsagnet hele bilde av bidraget fra Innovasjon Norge?

Jeg har et håp om at mitt studie kan være med på å belyse hvordan tilgangen på risikokapital er i dag, sett fra gründeren sitt perspektiv. Hvilke muligheter er der for å hente inn kapital og hvilke karakteristikk har de ulike finansieringskildene? Dette er problemstillinger som kan være interessante å få belyst både for fremtidige gründere, kapitaleiere og beslutningstagere. Jeg håper også at mitt studie kan være et utgangspunkt for videre studier av fenomenet.

## 1.2. Problemstilling

Etter som jeg er blitt bedre kjent med forskningen på området, aktuelle metoder og fenomenet ønsker jeg å ta utgangspunkt i perspektivet til gründeren. Mitt inntrykk er at hovedvekten av forskningen på finansiering av oppstartsbedrifter er gjort fra et tilbudsperspektiv, altså fra kapital-tilbyder sitt ståsted. Det vil derfor være av interesse å belyse fenomenet fra gründeren sitt perspektiv.

Fokus vil være på gründeren sin opplevelse av kontakten med kapital-tilbyder, prosessen for å skaffe finansiering og oppfølging i etterkant av at kapital er mottatt. Undersøkelsen skal forsøke å svare på hvordan alt dette påvirker veksten i bedriften.

I valg av enheter har jeg forsøkt å sikte meg inn på innovative bedrifter med ambisjoner om vekst. Det er sannsynlig at innovative bedrifter med vekstambisjoner er overrepresentert blant bedrifter som søker ekstern finansiering i en tidlig fase. Denne påstanden støttes av Riding et al. (2012), som undersøkte store datasett med SMB<sup>1</sup> i Canada. Jeg vil ikke begrense utvalget av bedrifter til et spesielt oppstartsår eller periode. Det viktige er at bedriftene som skal studeres:

- Er eller har nylig vært i en oppstartsfasen eller vekstfasen
- Har fått ekstern finansiering, eller søker ekstern finansiering

Med tanke på informantene sin hukommelse har jeg begrenset meg til bedrifter som er startet opp de siste 10 årene. Jeg begrenser også utvalget til norske aksjeselskaper. Grunnen til at jeg begrenser utvalget til aksjeselskaper er at finansieringsmulighetene til andre selskapsformer som f. eks enkeltpersonforetak er svært begrenset. De aller fleste innovative bedrifter med vekstambisjoner vil nettopp av den grunn være organisert som aksjeselskap fra starten av eller i fra en veldig tidlig fase.

Problemstillingen for dette studiet vil være:

### ***Hvordan bidrar ulike finansieringskilder til vekst i oppstartsbedrifter?***

I tillegg har jeg formulert tre forskningsspørsmål:

1. Hva er bakgrunnen for at bedriftene søker mot de ulike finansieringskildene?
2. Hvilke bidrag fra finansierer utover finansiell-kapital ble sett på som verdifulle?

---

<sup>1</sup> SMB – Små og Mellomstore Bedrifter

### 3. Hvordan vurderer bedriftene at veksten ble påvirket?

Begrepet «kilder til finansiering» brukes i dette studiet om personer, institusjoner og andre aktører som står utenfor bedriftene vi studerer, og som bidrar med finansiell kapital. Typiske eksempler som jeg vil se nærmere på er banker, private investorer, det offentlige og investeringsfond. «Vekst» er et sammensatt begrep som jeg vil diskutere nærmere, men jeg ser hovedsakelig på økning i omsetning og antall ansatte.

### 1.3. Oppgavens struktur

Første del av oppgaven vil gjennomgå aktuell litteratur for å kunne diskutere og analysere funnene i studiet. Oppgaven vil starte med å gi leseren en oversikt over kapitalmarkedene og aktuelle finansieringskilder. Siden mye av teorien det blir referert til er utviklet andre steder enn i Norge og med bakgrunn i data fra andre land, så ser vi litt nærmere på kapitalmarkedene i Norge og hvordan de skiller seg fra resten av verden. Videre går oppgaven inn på fenomenet vekst. Jeg vil blant annet gå inn på vekstambisjoner, hva som er karakteristisk for vekstbedrifter og hva de betyr for samfunnet. Hva gjør finansiering i en tidlig fase så utfordrende? Dette er spørsmål jeg vil belyse. Videre vil relevante teorier for kapitalstruktur og forholdet mellom gründer og investor, samt effekten av rådgivning gjennomgås. Litteraturkapittelet avsluttes med en oppsummering og en forskningsmodell som setter elementene fra litteraturen i sammenheng med hverandre.

Ved valg av forskningsmetode er det tatt utgangspunkt i Jacobsen (2005) sitt metoderammeverk. I metodedelen av oppgaven vil jeg analysere problemstillingen, gjennomgå undersøkelsesdesignet, se på hvordan informanter er valgt og hvordan jeg skal analysere dataene jeg henter inn. Undersøkelsens gyldighet og pålitelighet vil og bli diskutert.

Det er satt av et eget kapittel til å presentere resultatene i form av sammendrag av de seks intervjuene som er gjennomført.

I diskusjonskapitlet vil jeg svare på forskningsspørsmålene og resultatene blir diskutert i lys av litteraturen og problemstillingen. Det er av interesse å se hvordan dataene fra intervjuene passer med eksisterende teori. Jeg ser også om det er funn som går igjen og som kan gi grunnlag for teoretisk generalisering, som kan være interessant for videre studier og utvikling av ny teori.

Avslutningsvis oppsummerer jeg resultatene i en kort konklusjon og tar for meg hvilke praktiske og teoretiske implikasjoner dette studiet har.



## 2. Litteratur

I dette kapitlet vil jeg trekke frem og diskutere litteratur som er relevant for oppgavens problemstilling. Gjennom litteraturstudiet har jeg forsøkt å få en oversikt over relevante teorier og forskning som er gjort på området. Litteraturen er i hovedsak funnet gjennom å søke med søkemotoren Oria, som søker gjennom universitetsbibliotekets samlede ressurser. Litteraturen jeg har basert studiet på og som jeg har referert til, er hovedsakelig artikler fra fagfelleverderte tidsskrifter. Ved å bruke mulighetene i Oria til å få oversikt over hvor testressurser har sine referanser fra og hvor de er sitert, har jeg funnet ytterligere forskning. Samtidig har jeg fått en idé om hvor betydningsfull en gitt artikkel har vært for videre forskning. Jeg har i oppgaven flere steder benyttet meg av ikke-fagfelleverderte testressurser som blant annet offentlige rapporter, utredninger og lignende. Dette har spesielt vært nødvendig for å beskrive og tallfeste norske forhold, da det har vært mindre fagfelleverderte artikler som har sett spesifikt på akkurat dette. For å beskrive ordninger og institusjoner har jeg også hentet informasjon fra internettsider som for eksempel Innovasjon Norge sine nettsider. Slike referanser er brukt til å hente inn konkrete fakta og beskrivelser.

Litteraturdelen av oppgaven begynner med å se på bedrifters kapitalbehov og litt om kapitalmarkedene. Videre beskriver jeg, og ser på hva som karakteriserer de tilbyderne av kapital som er relevante for problemstillingen. Etter å ha presentert aktuelle finansieringskilder, ser jeg spesifikt på risikokapitalmarkedet i Norge. Videre går jeg inn på vekst siden det er selve målet for den type bedrifter som jeg undersøker. Bedrifters vekstambisjoner er sentrale for at bedrifter skal oppnå vekst. I forhold til bedrifters preferanser når de søker finansiering vil vi blant annet se på «Pecking Order Theory» som er en sentral teori for å forklare bedrifters kapitalstruktur. «Agent Principal Theory» tar for seg utfordringene mellom tilbyder av kapital og gründer. Jeg vil se på dette forholdet i lys av denne teorien. Finansieringsgapet vil bli diskutert. Dette er et begrep som beskriver den påståtte markedssvikten som gjør at tidligfase bedrifter sliter med å skaffe finansiering. Ikke-finansielle bidrag fra finansieringskildene er sentralt i problemstillingen og forskningsspørsmålene. Jeg vil se på rådgivning og effekten av rådgivning. Avslutningsvis vil de viktigste elementene fra litteraturen bli oppsummert. Dette er de sammenhengene som skal undersøkes i studiet og vil derfor bli illustrert i en forskningsmodell.

## 2.1. Kapital

Bedrifter anvender hovedsakelig kapital til to formål. Det ene er kapital til den daglige driften og til betaling av løpende fordringer. Dette kaller vi gjerne omløpskapital. Det andre er investeringskapital som er til finansiering av prosjekter som er viktig for bedriftens strategiske utvikling. Etablering av ny virksomhet enten det er nyetablering eller videreutvikling av eksisterende virksomhet krever kapital. Helt grunnleggende kan man si at det er to måter å få tilgang til kapital på; man kan holde tilbake overskudd eller hente inn kapital fra kapitalmarkedet (ekstern finansiering). I de fleste tilfeller vil nyetableringer kreve ekstern finansiering. I mange tilfeller er etablert virksomhet også avhengig av ekstern finansiering i tillegg til opparbeidet egenkapital for å realisere nye prosjekter. Således spiller kapitalmarkedet en viktig rolle for verdiskapningen i næringslivet. (MENON, 2011)

Kapital kan vi dele inn i to hovedgrupper; egenkapital (EK) og fremmedkapital (lån). EK er i hovedsak kapital som er tilført av eksterne aktører i bytte mot eierandeler i bedriften. Fremmedkapital er lån mellom to parter. Tilbyder av fremmedkapital godgjøres med renter og har ikke styringsrett i bedriften eller krav på å ta del i bedriftens overskudd utover avtalte renter. Ved konkurser har fremmedkapital prioritering foran EK. EK omtales derfor ofte som risikokapital. Både EK og fremmedkapital kan tilbys enten gjennom formelt institusjonaliserte markeder eller utenfor. Er kapitalen tilbudt gjennom formelt institusjonaliserte markeder betyr det at der er et formelt annenhåndsmarked for å omsette de aktuelle eierandelene eller fordringene. EK som tilbys utenfor formelt institusjonaliserte markeder betegnes som «Private Equity» i motsetning til «Public Equity»

Ved etablering av en bedrift vil gründeren ha behov for finansiering for å vurdere og utvikle en forretningsidé. For de fleste vil ikke intern finansiering strekke til. I en tidlig fase er inntektene veldig små eller fraværende, og det begrenser seg hvor mye gründerne kan eller ønsker å investere av egne midler i bedriften. For å kunne utvikle forretningsidéen vil det derfor være behov for ekstern finansiering i form av egenkapital eller lån. Nyetablerte bedrifter anvender ekstern finansiering til fire hovedområder:

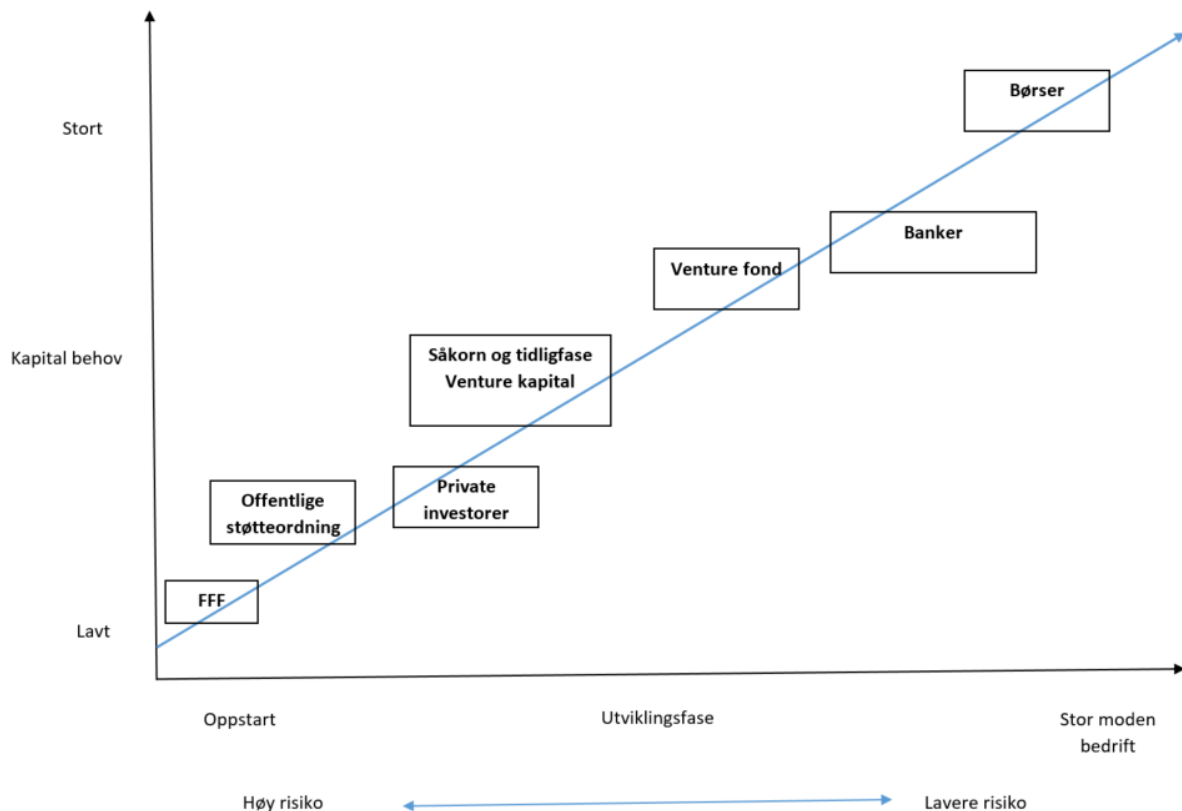
1. Håndtering av likviditetsutfordringer i forbindelse med vekst
2. Finansiering av fysisk utstyr
3. Finansiering av produktutvikling
4. Finansiering av markedsintroduksjon

(Sørheim og Isaksen, 2008)

Vi har nå sett på ulike former for finansiell kapital og hva bedrifter bruker kapital til. I neste delkapittel vil vi kort beskrive de kildene til kapital som kan være aktuelle for oppstartsbedrifter.

## 2.2. Finansierings kilder

Figur 2.1 Kapitalstigen viser at de ulike finansieringskildene er aktuelle i ulike deler av en bedrifts livsløp. Jeg begynner med de som ofte blir omtalt som FFF.



Figur 2.1 Kapitalstigen. Basert på figur fra Reitan og Sørheim 2000:130.

### 2.2.1. FFF (Friends, Fools and Family)

Den første finansieringen kommer i mange tilfeller fra det som populært blir kalt FFF; friends, Fools and Family (MENON, 2011). Dette er et samlebegrep for finansiering fra personer med spesielle relasjoner til bedriften og gründerne. Helt i starten i det vi kan kalle en pre-søkorn fase når kapitalbehovet er lite, finansierer ofte gründerne den første utviklingen av idéen og prosjektet sitt ved egne oppsparte midler og ved lån fra venner og familie (Gundersen og Langeland 2004).

### 2.2.2. Offentlige støtteordninger

Som jeg vil komme inn på senere står unge vekstbedrifter for en stor andel av økningen i sysselsetting. Tilgangen på kapital for denne type bedrifter har blitt sett på som begrenset. Med bakgrunn i dette er det ønskelig for det offentlige å stimulere til etablering og videre vekst for unge bedrifter med vekstpotensial. For at offentlige midler skal brukes i et prosjekt må der være potensiale for at midlene utløser en addisjonalitet. I det ligger det at midlene må kunne utløse en tilleggsverdi for samfunnet som er større enn det offentlige bidraget i seg selv (Barlindhaug, 2004).

Innovasjon Norge (IN) er skal være statens og fylkeskommunenes viktigste verktøy for å realisere verdiskapende næringsutvikling i hele landet. INs virkemidler og tjenester har som mål å skape flere gode gründere, flere vekstkraftige bedrifter og flere innovative næringsmiljøer. (innovasjon norge.no)

IN har finansieringstjenester som kan bestå av lån, støtte og garantier. IN deler hovedvekten av sine finansieringsordninger inn i:

- Tilskudd til gründere
- Generell bedrifts- og prosjektfinansiering
- Forsknings- og utviklingskontrakter: Tilskudd til markedsnære løsninger
- Miljøteknologi: Tilskudd til fremtidens løsninger

I tillegg har IN ordninger spisset mot landbruk og maritime næringer. SkatteFUNN er en annen ordning som kan gi bedrifter inntil 20% fradrag på skatten for forsknings- og utviklingskostnader. Her vil jeg fokusere på det som går under tilskudd til gründere da det er den mest aktuelle finansieringsordningen for oppstartsbedrifter. (innovasjon norge.no)

Tilskudd til gründere er midler til nylig oppstartede bedrifter med en forretningside som representerer noe vesentlig nytt i markedet. Tilskudd til gründere som tidligere ble kalt etablerertilskudd, er delt inn i det mange refererer til som fase 1 og fase 2.

(innovasjon norge.no)

#### ***Fase 1 - Tilskudd til markedsavklaring***

Fase 1-tilskudd har som formål å gi støtte til utredning av markedspotensialet. Gründeren skal komme i dialog med kundene. Målet er å kunne dokumentere at bedriften kan tjene penger og at forretningsidéen gir mulighet for vekst. Bedriften må være registrert som et foretak for

mindre enn 3 år siden og det er kun eksterne kostnader som finansieres. Tilskuddet er på mellom 50 000 og 100 000,-. (innovasjon norge.no)

### ***Fase 2 - Kommersialiseringstilskudd***

Formålet med denne fasen å teste og videreutvikle forretningsmodellen. I løpet av denne fasen forventes det at bedriften skal gjøre sitt første salg og at det er rigget for videre vekst. Fase 2 gis uavhengig av fase 1. Om man skal søke fase 1 eller 2 er avhengig av hvor langt bedriften er kommet. Fase 2-tilskudd kan være med på å dekke både eksterne kostnader og interne kostnader (lønn t.d.) innenfor visse begrensninger. Prosjektet må ha noe egen finansiering og må ha evne til å hente inn ytterligere finansiering. Bedriften kan ikke ha vært registrert som foretak i mer enn 5 år. Bedrifter kan få maksimalt 500 000,- (inkludert evt. fase 1 støtte) for prosjekter med nasjonalt potensiale og 700 000,- for prosjekter med internasjonalt potensiale. (innovasjon norge.no)

Dette er formålet med fase 1 og 2, samt noen av kriteriene som IN oppgir for å kunne få tildelt støtten.

IN samarbeider med Connect Norge som er en stiftelse med internasjonale røtter som jobber for å hjelpe gründere å lykkes. IN og Connect Norge jobber sammen for å skape arenaer der private investorer blir satt i kontakt med gründere. IN gir også økonomisk støtte til å få mentorer gjennom Connect Norge. Connect Norge tilbyr også programmer der gründere får møte et panel med rådgivere for å få tilbakemeldinger på forretningsidéen sin og motta råd. Det er også et eget program der Connect Norge tilbyr økonomisk støtte og nettverk for å få en mentor fra næringslivet. (innovasjon norge.no)

### **2.2.3. Forretningsengler**

Begrepet forretningsengler (FE) eller «Business Angels» på engelsk viser til bemidlede privatpersoner som investerer egne midler i bedrifter som ikke er notert på børs (Morrissette, 2007). Reitan & Sørheim (2000) bruker begrepet «uformelle investorer» (Informal Investors) og definerer det som; individer som tilbyr venture-kapital direkte til unoterte selskaper som de ikke har noe formell eller familie-relasjon til. For all enkelhet vil bruker jeg begrepet for FE om alle private investorer selv om det i litteraturen ofte er brukt om en spesielt kompetent privat investorer. Jeg vil komme nærmere inn på denne kategoriseringen.

Ordet engel er avledet fra den gang det ble brukt om personer som finansielt støttet teater og opera-produksjoner (Morrissette, 2007). Opp igjennom historien er mange kjente prosjekter

og bedrifter finansiert av det vi i dag ville betegnet som forretningsengler. Christofer Columbus og Marco Polo sine oppdagelses-ferder var finansiert av kongehus som den gang opptrådte som FE. Henry Ford og Alexander Graham Bell ble i sin tid også finansiert av FE. (Morrissette, 2007)

Utbredelsen av uformelle investeringer eller FE på verdensbasis, er stor både i antall engler, antall investeringer og total sum investert av FE. Morrissette (2007) har gjennomgått en rekke studier fra rundt årtusenskiftet (1996 -2004) som omhandler FE (hovedsakelig studier fra USA). Her har han samlet ulike estimater for utbredelsen av FE og deres investeringer. Ut fra hans datamateriale anslår han at FE-investeringer rundt årtusenskiftet var i størrelsesorden 50 milliarder USD fordelt på 50 000 selskaper over hele verden.

Gjennom å ha sett på et stort antall studier beskriver Morrissette (2007: 53) den typiske FE som:

*“Male, around age 50, college educated, successful entrepreneur, wealthy.”*

En stor andel av FE har selv erfaring som gründere. Et flertall har også høyere utdanning.

Annen karakteristisk investoradferd identifisert hos FE er:

- De investerer i en tidlig fase, ofte innen to år etter bedriften er etablert
- De foretrekker å investere i nærområdet sitt
- De foretrekker å investere i industrier de kjenner
- De har en lengre investeringshorisont på fem år eller lengre
- Informasjon om mulige investeringer får de gjennom sitt nettverk av andre FE, venner og forretningsforbindelser
- Et flertall av FE involverer seg aktivt i bedriftene de har investert i
- FE investerer ofte sammen med andre FE i samme bedrift

(Morrissette, 2007)

Sullivan og Miller (1996) segmenterte et utvalg av 214 FE i USA inn i tre kategorier ut fra deres motivasjon for å investere.

1. *Økonomiske Investorer:* Kun motivert av økonomisk avkastning.
2. *Hedonistiske Investorer:* Investorer som er motivert av gleden og spenningen forbundet med å investere og ta del i en oppstart. De har interesse for nyskaping.

Motivasjonen er med andre ord at investoren får en glede av å investere i foretaket og er motivert av dette og ikke bare økonomisk gevinst.

3. *Altruistiske Investorer*: Investerer i et foretak med bakgrunn i moralske årsaker. Dette kan være et medmenneskelig ønske om å hjelpe gründerne, eller et ønske om å skape arbeidsplasser i nærmiljøet.

Det interessante i funnene til Sullivan og Miller (1996) er at under halvparten (47%) av investorene kun var motivert av økonomisk avkastning.

I følge Morrissette (2007) ser investeringsbeslutningen ut til å bli gjort på annet grunnlag hos en FE enn hos Profesjonelle Venture Kapitalister. Tilsynelatende er beslutningene i større grad tatt på bakgrunn av magesfølelse, og i mindre grad ut fra analytiske tilnærminger. Vurderinger av gründerens evner og tillit til gründeren, spiller også inn i større grad.

#### 2.2.4. Aktive eierkapitalfond

Aktive eierkapitalfond, også kalt venturefond eller «Private-Equity» fond, er i hovedsak fond som investerer i selskaper som ikke er notert på børs. Fondene består av kapital fra mange ulike investorer. Investorene kan være bemidlede privatpersoner eller kapital fra institusjonelle investorer som pensjonskasser, forsikringsselskap eller andre store selskaper som ønsker å investere i vekstbedrifter. Fondet blir forvaltet av et management selskap som fungerer som et mellomledd mellom investorene og porteføljeselskapene. Management-selskapet fungerer som en forvalter av kapitalen og tar en administrasjons avgift. I tillegg er det vanlig at management-selskapet tar del i avkastningen i fondet gjennom et suksess honorar som utløses som resultat av eventuell positiv avkastning ved avslutning av fondet. Et management selskap kan forvalte flere fond. Fondene har vanligvis en levetid på om lag sju til tolv år. De aktive eierfondene ønsker å investere i bedrifter med potensiale for rask vekst og har gjerne en tidshorisont på to til fem år. Fondsselskapene sitt arbeid består i å vurdere potensielle innvesterings-kandidater gjennom en selskaps-gjennomgang eller såkalt «Due Dillingens». Etter at forhandlinger er gjennomført og en investeringsbeslutning er tatt vil fondsselskapet gå inn å utøve aktivt eierskap. Som eier har de innflytelse i bedriften ofte gjennom at de er representert i styret. De ønsker å nytte denne innflytelsen til å påvirke til økt vekst for porteføljeselskapet. Fondsselskapene bidrar derfor med kunnskap og nettverk i tillegg til kapital. De aktive eierfondene gir typisk støtte til utvikling av strategi, forretningsdrift, markedsføring, produktutvikling og hjelp til å skaffe ytterligere finansiering. For å realisere de verdiene de har vært med på å utvikle må de ha en exit-strategi. De må selge

eierandelene i porteføljeselskapet for mer enn de ble kjøpt for. Børsintroduksjon og oppkjøp er eksempler på exit-strategier. Aktive eierfond blir kategorisert ut fra hvilken fase de investerer i. Såkornfond investerer i en oppstartsfasen, venturefond investerer i en tidlig vekstfase og oppkjøpsfond investerer i mer modne selskaper. (Sørheim, 2006; NVCA, 2015)

En annen form for eierkapitalfond er «Corporate venturekapital» (CVC). Det er her snakk om store foretak som etablerer egne avdelinger for ventureinvesteringer. Vi kan her skille mellom direkte og indirekte CVC. Venturefondet kan bestå av kapital fra mange selskaper eller fra bare et selskap. I sistnevnte spiller foretaket vanligvis en mer aktiv og strategisk rolle. De store selskapene som etablerer venturefond er ikke bare motivert av direkte økonomisk avkastning, de er også ute etter å fange opp og utvikle ny teknologi som de kan dra nytte av. (Gundersen og Langeland, 2004)

Et eksempel på CVC i Norge den siste tiden er Statoil sitt nye venturefond for investering i fornybar energi. (dn.no, 2016)

### 2.2.5. Banker

Banker er tilbydere av lån til bedrifter og privatpersoner. Banker ønsker i første rekke å låne ut til låntakere som kan stille sikkerhet for lånene sine. Når låntaker kan stille med pant for lånet sitt reduserer det risikoen til banken. Etablerte bedrifter med lang historikk og høy andel egenkapital vil være sikrere låntakere enn en oppstartsbedrift uten historikk og med lite EK. Oppstartsbedrifter, da spesielt høykompetansebedrifter, har i oppstartsfasen hovedsakelig immaterielle aktiva og har behov for kapital til FoU<sup>2</sup> (Sørheim, 2006). Banker har slik sett en viktigere rolle i en senere fase. Sett fra kapitaltilbyders side er heller ikke banklånets innretning og betingelser egnet til å kontrollere risikoen forbundet med å tilby kapital til oppstartsbedrifter. Venturefond besitter en helt annen kapasitet og kompetanse innen vurdering og oppfølging av selskaper og får gjennom sine EK investeringer en annen innflytelse over bedriftene de investerer i. I motsetning til banker kan venturefond bruke store ressurser på å følge opp bedriftene og være med på å ta beslutninger som er med på å beskytte egne interesser. Sørheim (2006) påpeker at nettopp for å håndtere risikoen er de bankene som involverer seg i nyskapsfeltet, opptatt av at profesjonelle investorer allerede er inne i bedriftene før bankene tilbyr lån.

---

<sup>2</sup> FoU – Forskning og Utvikling

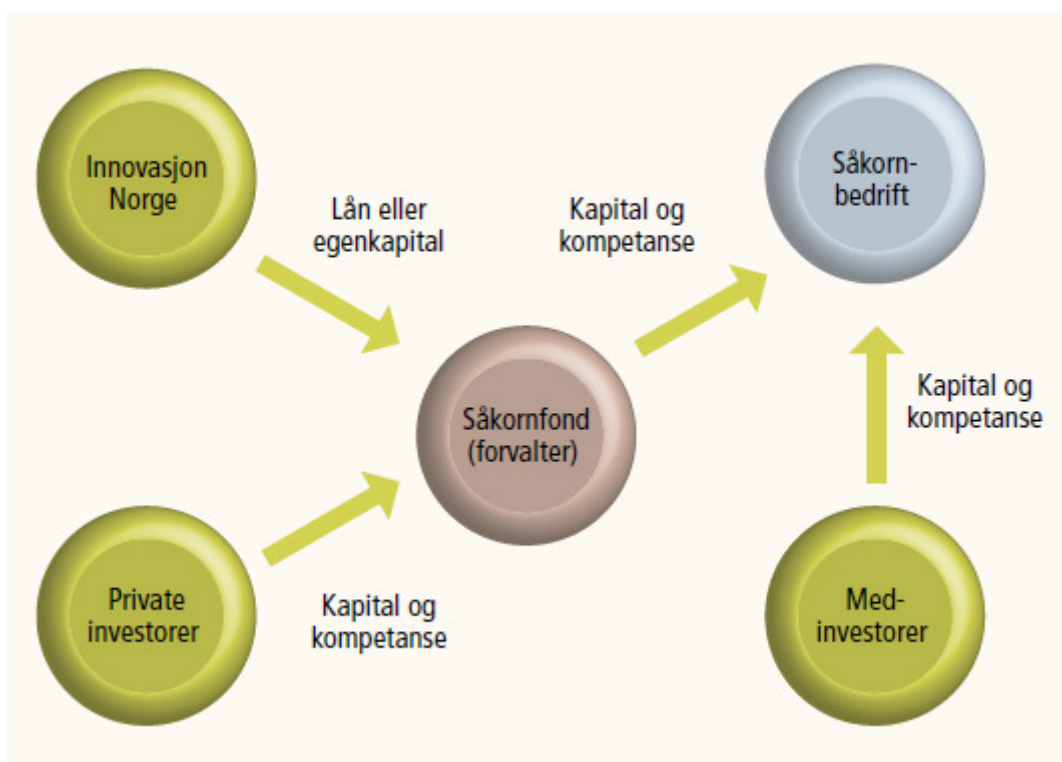


Jeg har på generell basis sett på finansieringskildene; FFF, offentlige støtteordninger, FE, aktive-eierfond og banker. De ulike finansieringskildene har sin plass i ulike faser av en bedriftsutvikling. I neste delkapittel skal jeg se på risikokapitalmarkedet i Norge.

### 2.3. Det Norske risikokapital markedet

#### *Profesjonell Venture- og såkornkapital i Norge*

En stor del av kapitalen i det norske venture- og såkornkapitalmarkedet kommer fra staten. En stor del av dette er gjennom den såkalte såkornfondordningen (se Figur 2.2). IN har ansvaret for å administrere denne ordningen samt velge ut forvalterne. Den første bølgen med fond kom i årene 1998-2000, en andre bølge med fond ble rullet ut i tidsrommet 2006 -2008. I tillegg har det kommet til flere fond i senere tid. I bølge 1 og bølge 2 ble det totalt rullet ut 15 fond med en total forvaltningskapital på ca. 3,1 mrd kroner. 56% av totalkapitalen i fondene var innskutt av staten de resterende 44% fra private. Noen av fondene har mandat til å investere i spesifikke regioner, mens andre er landsdekkende. Såkornfondene er som andre PE-fond forvaltet av et privat forvaltningsselskap. I fondene som går under såkornordningen har IN valgt ut forvaltningsselskapene. (Grünfeld et al. 2009)



Figur 2.2 Såkornfond ordningen illustrert. En ønsket effekt av ordningen er at investeringer fra Såkornfondene skal utløse ytterligere finansiering fra andre private kilder, her illustrert som «Med investorer». (Riksrevisjonen, 2016)

Staten er gjennom Nærings- og Fiskeridepartementet eier av Argentum Privat Equity. Dette er et forvaltningsselskap som investerer i andre PE-fond i Nord-Europa. Formålet er å få risikokapital ut i markedet. Argentum hadde i 2015 en forvaltningskapital på ca. 6,9 mrd norske kroner hvorav ca. 2/3 er skutt inn av staten, resterende er fra private investorer. (Argentum, 2015)

I tillegg til såkornfondene som er opprettet på initiativ fra det offentlige er det også privat-initierte fond. Kapitalen i fondene er fra et mangfold av kilder.

I en undersøkelse (Gundersen & Langeland, 2004) ble 73 norske kunnskapsbedrifter med erfaring fra såkorn- og ventureinvesteringer spurt ut om deres erfaringer. Noen av hovedfunnene var at bedriftene ikke bare søkte venturekapital for pengene sin skyld men også for å få langsiktige investorer som kunne bidra med kunnskap og kompetanse om forretningsdrift. Resultatene fra denne undersøkelsen pekte mot at bedriftene generelt sett ikke var fornøyde med de strategiske bidragene fra venture- og såkornselskapene. Særlig når det kom til områdene markedsføring, produktutvikling og organisasjonsutvikling var det misnøye. Gundersen & Langeland (2004) presiserer at det er vanskelig å si om det er venture- og såkornselskapene som ikke lever opp til sitt rykte som kunnskapsrik kapital eller om det er bedriftene som har urealistiske forventninger. Selv om dette er uavklart, er det i seg selv interessant å vite at det blant kunnskapsbedrifter er delte meninger om hvor rosenrødt det er å få profesjonelle venture- og såkornkapitalister på eiersiden.

Ordningen med såkornfond etablert av staten, har fått kritikk for ikke å være særlig effektive og virkningsfulle med hensyn til å forløse vekst i nye bedrifter (Grünfeld et al. 2009; Riksrevisjonen, 2016).

Riksrevisjonen sier dette om investeringene som er gjort av såkornfondene i perioden 1998 – 2014;

*«Ingen av fondenes investeringer i såkornfasen har utviklet seg til store vekstbedrifter med betydelige inntekter og mange ansatte: Fondene i den første bølgen gjorde totalt 173 investeringer. Av disse er det 18 bedrifter med mellom 10 og 50 ansatte. Fondene i den andre bølgen har så langt investert i 89 bedrifter. En tredel er solgt eller avviklet. Blant disse er det kun tre bedrifter med mellom 10 og 15 ansatte i Norge. De andre bedriftene har enten færre enn 10 ansatte i Norge eller er avviklet.»* (Riksrevisjonen, 2016 s 74)

## Forretningsengler

The European Trade Association for Business Angels (EBAN) utgir jevnlig statistiske data vedrørende utbredelsen av forretningsengler. I «EBAN 2015 Statistics Compendium» kommer det frem at utbredelsen både i antall engler, antall investeringer og investert kapital har økt de siste årene i Europa. I 2015 sto FE for 6,1 mrd. euro i tidligfase investeringer i Europa. Dette er 76 % av midlene investert i tidligfase. I Figur 2.3 ser vi investeringer gjort av forretningsengler som % av BNP. Her finner vi Norge med tredje minste andel blant 31 europeiske land. Det er verdt å merke seg at EBAN opererer med tall for det synlige markedet og at det bare utgjør 10 % av det totale markedet for denne typer investeringer. Dette er ifølge de undersøkelsene de støtter seg til. At andelen til det såkalte synlige markedet er så lavt kommer av at mange FE foretrekker å være anonyme, noe som er med på å gjøre det vanskeligere å få et statistisk overblikk over fenomenet FE (Mason & Harrison 2002). Det vi likevel kan merke oss fra Figur 2.3 er hvor lite utbredt det er med forretningsengler i Norge, kontra resten av Europa. I EBAN dataene ser vi likevel også en økning i Norge.



Figur 2.3 Investeringer gjort av Forretningsengler i % av BNP i det synlige markedet (EBAN 2015 Statistics Compendium)

I en annen undersøkelse (Bosma & Levie, 2010) fant man at såkalte «Informal Investments» var 0,6 % av BNP i Norge i 2008 – 2009. Til sammenligning fant de at venture-fond investeringer i tidligfase tilsvarende sto for 0,04 % av BNP. Dette tegner et bilde av at FE er en større bidragsyter til tidligfasekapital enn hva venturefondene er. Dette bildet går igjen over hele verden. Prohorovs & Fainglozs (2014) har påpekt at definisjonen på FE og uformelle investorer ikke er entydig fra den ene undersøkelsen til den andre. Dette sammen

med den tidligere nevnte preferansen mot anonymitet sett hos FE gjør at man må bruke tallene med en viss varsomhet.

I en studie fra 2000 der Reitan & Sørheim undersøker det uformelle venturekapital markedet i Norge så visser det seg at de norske investorene (FE) generelt har mye til felles med sine kolleger i Sverige og UK. Der er likevel flere forskjeller, blant annet hvor stor andel av investorene som engasjerer seg aktivt i bedriftene de investerer i. I studier fra USA, Canada, UK og Sverige var mellom 70% og 90% av investorene aktivt involvert i bedriftene de investerte i. For Norge sin del var tilsvarende tall den gang 32%. Norske investorer gav i mindre grad rådgivning og sitter sjeldnere i styret til bedriftene de investerer i. 7% tok på seg en aktiv rolle som rådgiver, 22% var del av styret og 66% var passive i den forstand at de kun mottok finansielle rapporter og fra tid til annen deltok på generalforsamlinger. Et annet trekk ved det norske markedet var utbredelsen av at flere investerte sammen og at de hadde en ledende investor. Studien viste at dette var tilfellet i ca. 30% av prosjektene. Den ledende investoren engasjerte seg da aktivt i bedriftene. Dette studiet omfattet 425 norske investorer som kan kategoriseres som FE.

Sørheim og Landström (2001) har i Figur 2.4 delt norske investorer inn i fire kategorier basert på tidligere nevnte studie av 425 norske investorer.

		Competence	
		Low	High
Investment activity	High	<p><b>Group 2</b>  <b>Traders</b>                      (24% of the investors)</p>	<p><b>Group 4</b>  <b>Business angels</b>                      (25% of the investors)</p>
	Low	<p><b>Group 1</b>  <b>Lotto investors</b>                      (30% of the investors)</p>	<p><b>Group 3</b>  <b>Analytical investors</b>                      (21% of the investors)</p>

Figur 2.4 Kategorisering av Investorer (Sørheim, R., & Landström, H. (2001))

### 1. *Lotto investorer*

Investorer i denne gruppen er karakterisert av at de har lav aktivitet (få investeringer) og at de har begrenset kunnskap og erfaring fra å etablere og drive næringsvirksomhet. Den begrensede erfaringen og kunnskapen tilsier at verdiskapende bidrag inn i selskapene de investerte i er begrenset til det finansielle bidraget. (Sørheim og Landström, 2001)

### 2. «Traders»

Denne gruppen investorer er karakterisert av høy aktivitet (mange investeringer), men begrenset kunnskap og erfaring fra å etablere og drive næringsvirksomhet. Selv om de viser stor vilje til å investere, er deres bidrag inn i selskapene de investere i begrenset utover å tilby kapital. (Sørheim og Landström, 2001)

### 3. *Analytiske investorer*

Analytiske investorer har erfaring og kunnskap om etablering og drift av næringsvirksomhet, men mangler evne eller vilje til å øke sin aktivitet som investorer i unoterte selskaper. (Sørheim og Landström, 2001)

### 4. *Business Angels (Forretningsengler)*

Denne gruppen er de vi kan si er de ekte FE, karakterisert av at de har høy investeringsaktivitet og høy kompetanse. De har kunnskap om og erfaring med å drive og etablere næringsvirksomhet. De har slik sett mer å bidra med utover finansiell kapital og kan i større grad være med å utvikle bedriftene de investerer i. (Sørheim og Landström, 2001)

Sørheim (2005) og Sørheim og Landström (2001) har funnet at norske FE bruker nettverkene sine for å finne investeringsmuligheter. Det er her i hovedsak snakk om uformelle nettverk av bekjente og forretningsforbindelser. I tillegg til det har det vokst frem formelle nettverk for forretningsengler (BAN – Business Angel Network). Disse nettverkene har som formål å koble investorer med investeringsmuligheter. I Norge var det i 2009 seks slike nettverk. NorBAN som er det nasjonale nettverket, opptrer som en interesseorganisasjon for FE i Norge. I tillegg er det en håndfull regionale nettverk. I Storbritannia har BAN gått fra å bare koble investorer med gründere, til å drive med kompetanseutvikling av deltagerne i nettverkene. (Skjølaas, 2016)

For unge bedrifter med vekstambisjoner er det viktig med et velfungerende marked for risikokapital. Mye av risikokapitalen i Norge kommer fra staten, men det er og et voksende

marked for privat risikokapital. For samfunnet er det viktig at det legges til rette for dette markedet og at det offentlige finner effektive ordninger for å allokere risikokapital dit den har best effekt. Risikokapital skal finansiere vekst. Neste kapittel er viet til fenomenet vekst og betydningen av vekstambisjoner.

## 2.4. Vekst og vekstambisjoner

Vekst er relevant i denne sammenheng da det er unge bedrifter med ambisjoner om vekst som står overfor de største utfordringene i forhold til å skaffe ekstern finansiering. (Sørheim og Isaksen, 2008) Det finnes mye forskning på vekst og hvilke faktorer som påvirker vekst i bedrifter. Noen studier indikerer en positiv korrelasjon mellom tilgang til ekstern finansiering og vekst og en tilsvarende svak vekst når tilgang til kapital er krevende (Moreno & Castillas 2007, Beck & Demircuc-Kunt 2006). Samtidig finnes det studier som antyder at bedrifter som benytter egne midler og/eller lån og EK fra familie og nærstående, har større sjanse til å oppnå vekst enn bedrifter som benytter seg av ekstern finansiering (Birley & Westheads, 1990). Forskningen er med andre ord ikke entydig på dette området, selv om det tilsynelatende er en tendens til at senere tids studier bekrefter at det er en positiv korrelasjon mellom ekstern finansiering og vekst.

Det finnes en rekke indikatorer som man ser på for å si noe om en bedrifts vekst. Vekst i overskudd, markedsandeler og verdien av bedriftens eiendeler er noen av de, men de mest utbredte indikatorene er vekst i sysselsetting og omsetning. Videre opereres det med både relative og absolutte verdier på vekstindikatorene. Dette er viktig å ha i bakhode da en endring i sysselsetting på 100% i en bedrift gjerne gir et annet bilde enn om man oppgir at den samme bedriften gikk fra å sysselsette to personer til å sysselsette fire personer. Dette mangfoldet i vekstindikatorer, sammen med at studier av fenomenet går over ulike tidsperioder har gjort sammenligning av studier vanskelig. Det har slik sett vært ønskelig å enes om en enkelt eller et fåtall indikatorer. Delmar et al. (2003) hevder derimot at vekst er et flerdimensjonalt fenomen og at ved å fokusere på enkelt-indikatorer vil man kunne overse det som i mange kontekster vil være å regne som vekst i et foretak. Spilling et al. (2011) argumenterer for sin bruk av omsetning og sysselsetting som indikatorer, med at de er enkle å bruke og kan brukes til sammenligning mellom foretak.

Om et foretak sin vekst er et resultat av organisk vekst (vekst innad i foretaket) eller oppkjøp vil også i mange sammenhenger være av betydning. Sett fra et sysselsettings-perspektiv er det av særlig betydning da organisk vekst gjerne er forbundet med nye arbeidsplasser, mens

oppkjøp og fusjoner er en omorganisering av eksisterende arbeidsplasser. Organisk vekst er det mest utbredte blant mindre og yngre foretak i nye næringer. Oppkjøp og fusjoner er mer utbredt blant store eldre foretak i etablerte næringer (Spilling et al. 2011). Slik sett er det med tanke på dette studiet mest interessant å se på organisk vekst.

Høyvekstforetak har i en del år fått mye oppmerksomhet. I 1979 publiserte David L. Birch sine analyser av data fra «Dun and Bradstreet». Dette var store empiriske datasett med foretaksdata fra USA i perioden 1969 til 1976. Det store funnet til Birch var at det var de små og unge foretakene som genererte nye arbeidsplasser i USA, i motsetning til de store foretakene som fokuserte på rasjonalisering og å kutte kostnader. Senere er det utført flere studier, også i Norge, som viser at det igjen er en liten andel av de yngre foretakene står for en stor del av sysselsettingsveksten. I et studie av Spilling (2000) ble det vist at denne trenden faktisk var spesielt stor i Norge. Faktisk sto 3% av foretakene for 60% av brutto sysselsettingsvekst. (Spilling, 2011)

Det finnes flere definisjoner av høyvekst-foretak. *Høyvekstforetak* er av SSB definert som:

*«Foretak med fem eller flere ansatte som i en periode på tre år har hatt en gjennomsnittlig vekst på 20 prosent i omsetning eller i tallet på tilsette.»*

Gaseller er etter hvert et kjent begrep fra næringslivs journalistikken. Dagens Næringsliv har sin årlige Gasselékåring. For å bli tatt med i betraktning i DN sin Gasselékåring må foretaket ha; levert godkjente regnskaper, minst doblet omsetningen over fire år, omsetning på over en million kroner første år, positivt samlet driftsresultat, unngått negativ vekst og være aksjeselskap.

I det foregående har vi sett på vekst og hvordan vi måler vekst, men kan vi forutse hvilke bedrifter som vil vokse? En indikator på fremtidig vekst er gründeres vekstambisjoner (Delmar & Wiklund, 2008). I en stor studie fra UK ble sammenhengen mellom vekstambisjoner og faktisk vekst undersøkt. I denne studien fra 2012 der 1250 bedrifter ble undersøkt ble det funnet at gründerne med høye vekstambisjoner oppnådde høyere vekst enn bedrifter der gründerne hadde mindre ambisjoner. Samtidig var bedrifter der gründerne hadde høyest vekstambisjoner også de bedriftene som i størst grad feilet (Departement for Business Innovation & Skills 2012).

Intensjoner, motivasjon og ambisjoner er begreper som er brukt i litteraturen som omhandler dette fenomenet. Intensjoner sies å være et resultat av de motiverende faktorer som påvirker

en adferd. Frem til en gründer starter næringsvirksomhet snakker man gjerne om vekstintensjoner, og når næringsvirksomhet er igangsatt snakker man om vekstambisjoner. For at vekstambisjoner skal kunne formes, må gründeren se på vekst som et ønskelig utfall og han må i tillegg oppleve at vekst kan være mulig å oppnå. (Bulanova et al, 2016)

Det finnes mye forskning på sammenhenger mellom motivasjon og adferd. Delmar & Wiklund (2008) poengterer at i motsetning til de fleste studier som undersøker sammenheng mellom motivasjon og adferd, er vekst i en bedrift noe som skjer over tid og ikke et umiddelbart resultat av gründerens adferd der og da. Vekst er heller ikke fullt ut viljestyrt. En gründer må ha evnen til å se muligheter og utvikle passende strategier for å kunne oppnå vekst. Mangler gründeren disse evnene vil ikke bedriften vokse uansett hvor godt motivert vedkommende er. Med bakgrunn i dette så kan man si at motivasjonen om vekst må vedvare over tid for at den skal gi utslag i vekst. Sammenhengen mellom gründerens motivasjon for vekst og faktisk vekst i en bedrift vil heller ikke være så sterk som sammenhengen mellom motivasjon og annen adferd som i større grad er viljestyrt. Det er fordi vekst også er avhengig av gründerens evner og en rekke andre forhold som ikke direkte kan kontrolleres av gründeren. (Delmar & Wiklund, 2008)

Som nevnt, er en av forutsetningene for vekstambisjoner og dermed vekst at gründeren eller bedriftslederen ønsker vekst i foretaket. Vekst vil for gründeren være assosiert med økt personlig formue noe som kan være en grunn for å ønske vekst (Bulanova et al, 2016). Det kan på den andre side være ting som gjør at en gründer ønsker å begrense veksten. I et studie av Wiklund et al. (2003) ble det funnet støtte for at ikke-økonomiske hensyn var viktige når bedriftsledere i mindre bedrifter vurderte om de ønsket vekst. Det ble funnet at hensynet til de ansatte og arbeidsmiljøet var viktig.

Kapital er viktig for vekst, men for at man skal få vekst, må man ha bedrifter med vekstambisjoner. Vi skal senere gå nærmere inn på hvordan de ulike kildene til kapital påvirker veksten, men først skal vi se på teorier om kapitalstruktur. Teoriene rundt kapitalstruktur er viktige for dette studiet fordi de sier noe om hvorfor bedrifter velger ulike former for finansiering.

## 2.5. Teorier om kapitalstruktur

Dette kapitlet vil presentere de to ledende teoriene som søker å forklare bedrifters valg av finansiering.



Bedrifter kan, som tidligere nevnt finansiere investeringer internt eller søke ekstern finansiering. I følge Myers (1984) og Myers & Majluf (1984) vil bedrifter foretrekke intern finansiering fremfor ekstern. Dette er et resultat av kostnaden forbundet med den asymmetriske informasjonen som eksisterer mellom bedriftsledelsen og potensielle investorer. Man kan anta at bedriftsledelsen har mer og bedre informasjon om bedriftens verdier, utsikter og risikoen forbundet med en fremtidig investering enn andre. Investorer vil derfor verdsette eierandeler og fordringer på bedriften lavere og dermed øker kostnaden for bedriften som søker finansiering. Hvis ekstern finansiering er eneste alternativ og valget står mellom lån og EK vil bedriften velge lånefinansiering. Dette valget er også med bakgrunn i asymmetrisk informasjon. Om en bedrift velger å finansiere et prosjekt ved å selge eierandeler for å hente inn EK vil det sende et signal til markedet om at styret og ledelsen ikke er overbevist om at investeringen vil gi positiv avkastning og/eller at aksjene er overpriset. Prisen på eierandelene vil da synke og det medfører at finansieringen blir mer kostbar. Bedrifter vil derfor velge lån foran EK om de har muligheten til det. Det er denne rangeringen vi kaller kapitalens rangordning eller «Pecking Order Theory» (POT) (Myers, 1984).

POT blir sett på som et alternativ til «The Trade-off Theory of Capital Structure». Den går ut på at bedrifter som oftest er finansiert både med gjeld og EK, og de ønsker å optimalisere forholdene mellom EK og gjeld. Den setter fordelene med å øke gjelden ytterligere opp imot ulempene med å øke gjelden ytterligere. Fordelen med gjeld er blant annet skattemessig og ulempene er i stor grad forbundet med at stor gjeld øker faren for konkurs. (Fama og French, 2002)

Flere empiriske studier har støttet opp under POT (Shyam-Sunder & Myers, 1999; Titman & Wessels, 1988). Det gjelder også for studier som har sett nærmere på SMB (Berggren, Olofsson, & Silver, 2000; Berger & Udell, 1998). POT er likevel ikke en opplest sannhet i alle tilfeller. En rekke studier viser variasjoner i gyldigheten til teorien. Blant annet med tanke på bedrifters størrelse, kredittverdighet og grad av informasjons-asymmetri (Leary og Roberts 2010).

For NTBF<sup>3</sup> er det påvist at det er avvik fra POT. Noe av det som er spesielt med NTBF er at informasjons-asymmetrien ofte er særs stor på grunn av at en stor andel av verdiene er immaterielle. Hogan og Hutson (2004) undersøkte et større antall NTBF innen Software sektoren i Irland der en stor andel var yngre bedrifter (under 2 år). Blant dette utvalget var

---

<sup>3</sup> NTBF – New Technology Based Firm

intern finansiering foretrukket, noe som er helt i henhold til POT. For ekstern finansiering derimot var EK foretrukket foran lån, noe som går på tvers av POT. Riding et al. (2012) har gjort lignende funn i Canada, i et studie av SMB fant de at NTBF foretrakk EK-finansiering fremfor lånefinansiering. Hogan og Hutson (2004) forklarer dette med at gründerne bak NTBF har et litt annet forhold til å gi fra seg eierandeler og innflytelse over bedriftene kontra det som er sett generelt i SMB. I tillegg er informasjons-asymmetrien mindre for FE og ventureselskaper enn det det er for banker. Bedriftene i undersøkelsen svarte og at FE og ventureselskaper viste større forståelse for forretningene deres, enn hva banker gjorde.

Teorien om kapitalens rangordning (POT) har vist seg å ikke stemme når bedrifter som faller under betegnelsen NTBF skal velge finansiering. Unge bedrifter, der verdiene i hovedsak er immaterielle, foretrekker EK-finansiering foran lånefinansiering. En av grunnene til dette er den store informasjons-asymmetrien forbundet med denne type bedrifter. En teori som beskriver utfordringene med informasjonstilgang og forholdet mellom en investor og en gründer er «Agent Principal Theory».

## 2.6. Agent Principal Theory

En gründer vil være i et agent principal-forhold til investorer og eiere av gjeldspapirer. I dette forholdet vil gründeren være det vi kaller agenten og investoren vil være principal.

*«We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.»*

(Jensen & Meckling, 1976: 307)

I de fleste tilfeller av et slikt forhold vil man oppleve at agent og principal har ulike interesser og ulik informasjon (asymmetrisk informasjon i favør agent). Da kan det vi kaller «Moral Hazard» oppstå. Det er en fare for at agenten vil handle på en måte som ikke er optimal for principal. For at agenten skal handle på en måte som ikke skader principal vil principal legge restriksjoner for agenten og han vil bruke ressurser på å overvåke agenten sin fremferd. Til tross for dette, kan man ikke sikre seg at alle beslutninger tatt av agenten vil være optimale for principal. Det er her vi kommer inn på det som kalles agent-kostnader. Agentkostanden er ifølge Jensen & Meckling (1976) summen av de tre følgende kostnadene:

1. Monitoreringskostnader for principal
2. Restriksjonskostnader for agenten

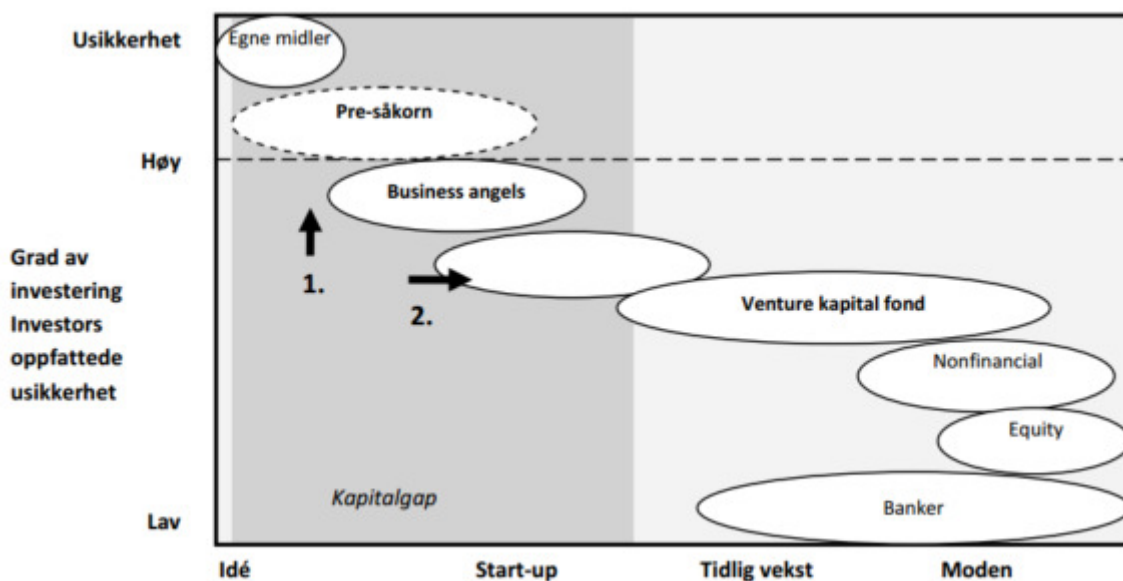
### 3. Rest tap (som følge avgjørrelser som ikke var optimale for principal)

Agent-kostnader er relevante i forbindelse med en investering. De er med på å bestemme kostanden av kapitalen. I neste delkapittel skal vi se på begrepet finansieringsgapet, som beskriver utfordringene bedrifter har med å få finansiering i enkelte faser.

## 2.7. Finansieringsgapet

Fra en bedrift blir startet med utgangspunkt i en forretningsidé, og frem til den er et stort etablert foretak vil kapital bli tilført i faser. Som vi har vært inne på tidligere er behovet for ekstern kapital særlig stort for innovative vekstbedrifter. I den aller første fasen når forretningsidéen blir til og en forretningsplan blir utviklet, er behovet for kapital lite og blir gjerne dekket av gründeren selv og fra personer med nær tilknytning til gründeren (FFF). Offentlige støtteordninger som etablerer stipend og FOU-midler er også tilgjengelig i en tidlig fase. Etter som kapitalbehovet øker tar forretningsengler og såkornfond over. Ettersom bedriften modner, prototyper er utviklet og bedriften har fått et produkt i markedet tar venturefondene over. Nå bedriften er veletablert, har gjerne eiendeler og kan vise til en historie, tar bankene over som den viktigste finansieringskilden. (Gundersen og Langeland, 2004)

Finansieringsgapet viser til utviklingsfaser i en bedrifts livssyklus der kapitalbehovet er av en størrelse som gjør at de ikke er interessant å investere i for tilbydere av kapital i markedet. Gundersen og Langeland (2004) beskriver to finansieringsgap. I starten kan en gründer leve på egne midler, og eventuelt skaffe offentlig støtte gjennom ulike ordninger, men i det gründeren skal ta steget videre å utvikle prototyper og utvikle markedsstrategier vil det ofte være behov for mer kapital enn det de kan still med selv eller få gjennom offentlige støtteordninger. Om det ikke er tilgjengelig kapital fra forretningsengler eller såkornfond på dette stadiet, kan utviklingen stoppe opp. Det andre finansieringsgapet er når såkornkapital og kapital fra forretningsengler ikke lenger strekker til for videre vekst. Figur 2.5 illustrerer de to nevnte finansieringsgapene



Figur 2.5: Utviklingsfaser og kapitalkilder for vekstbedrifter (Sørheim og Isaksen, 2008)

Begrepet finansieringsgap eller kapital-gap, på engelsk «Equity gap», har lenge vært brukt. Det dukket første gang opp i en offentlig britisk rapport som hevdet at mindre bedrifter ble diskriminert i kapitalmarkedet og at det her var snakk om en markedssvikt<sup>4</sup> (Murray, 2007). Det er ikke entydig hva som ligger i begrepet finansieringsgap, og om det faktisk er et objektivt gap eller om det er subjektivt opplevd. I senere tid har forskningen tatt oss bort fra tanken om at det eksisterer et generelt objektivt finansieringsgap (Murray 2007, Winborg 2000). At det derimot kan eksistere et opplevd (subjektivt) gap blant små og mellomstore bedrifter er ganske sikkert. Det vil alltid være bedrifter som ikke får finansiering som selv mener at de burde få det. Det synes imidlertid å være bred enighet om at i den grad ekstern finansiering er et problem, er det unge bedrifter som ønsker å vokse som opplever problemer med å få tilgang til ekstern kapital (Spilling, 2011 s 20).

Som jeg har diskutert i dette kapitlet, får bedrifter kapital fra ulike kilder i ulike faser av utviklingen. I noen faser kan kapitalbehovet være av en sånn størrelse at det ikke er tilgjengelige kilder for finansiering som finner det interessant å tilby kapital. For tidligfasebedrifter som ønsker å vokse, så trengs det ofte mer enn finansiell kapital. Å utvikle en forretningsidé til en levedyktig bedrift krever både kunnskap og kapital. I neste delkapittel ser vi nærmere på hvordan ikke-finansielle bidrag kan påvirke veksten.

<sup>4</sup> Markedssvikt – Med markedssvikt menes det tilstander i et markedet som gjør at ressursallokeringen ikke blir optimal for samfunnet (Ringstad, 2011)

## 2.8. Ikke-finansielle bidrag

Dette studiet ser på hvordan valg av finansieringskilde påvirker veksten til oppstartsbedrifter. Et av bidragene som man kan anta har betydning er rådgivning. Enten direkte ved at for eksempel en privat investor trår inn i en mentor-rolle for gründeren. Eller ved at den eller de som finansierer bedriften gjennom sitt nettverk, setter gründerne i kontakt med kompetente personer som kan gi råd og veiledning. Jeg ser derfor på hva litteraturen sier om hvordan rådgivning påvirker vekst.

Hva slags kunnskap og ferdigheter trenger en gründer? Litt forenklet har det blitt definert at det trengs evnen til å gjenkjenne muligheter, og organisere og kombinere ressurser (Alvarez & Busenitz, 2001). Chrisman & McMullan (2004) trekker frem at for at en entreprenør skal oppsøke rådgivning må han innse at han trenger det, eller med andre ord at der eksisterer et gap («Knowledge Gap») mellom hva han kan og hva han trenger å kunne. Dette gapet kan eksistere innenfor fire områder; «Know –why», «Know-what», «Know –how» og «Know-who» (Chrisman & McMullan, 2004). Med «Know-why» menes vitenskapelig kunnskap. «Know-what» viser til teknikker og fakta. «Know-how» er evnen til å dra nytte av kunnskapen, teknikkene og faktaene i den konteksten du er. «Know-who» handler om å etablere og dra nytte av nettverk. De to første områdene (why & what) er konkret lærdom som kan skrives ned og relativt enkelt overføres mellom personer. De to siste er det som på engelsk kalles «tacit knowledge». Det er en type taus kunnskap der læringen må skje ved erfaringsoverføring mellom mennesker eller opparbeides gjennom egne erfaringer. Slik kunnskap kan være vanskelig å overføre kun ved tekst og/eller tale.

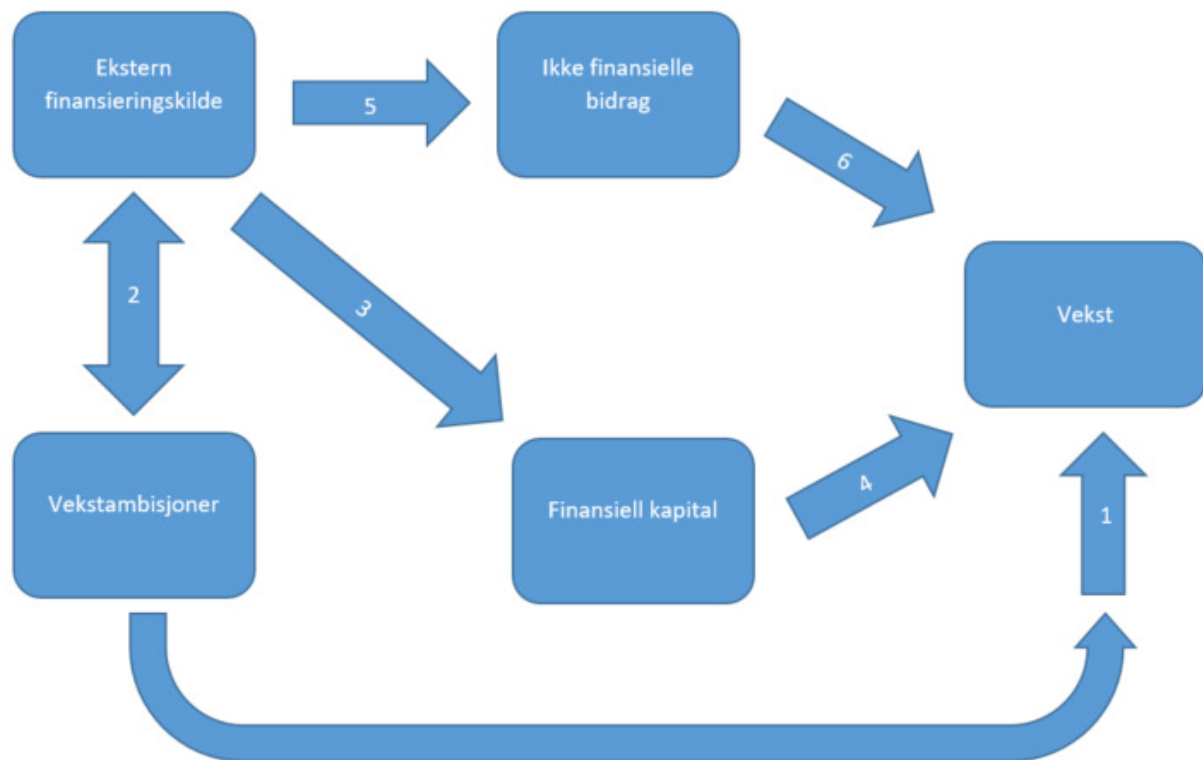
Den rette kunnskapen og de rette ferdighetene kan være med på å legge grunnlaget for et vedvarende konkurransefortrinn for virksomheten som startes opp (Chrisman & McMullan, 2004). Med bakgrunn i dette ble det gjennomført studier av Pennsylvania SBDC (Small Business Development Center) et offentlig program for næringsutvikling der et av elementene i programmet var såkalt «guided preparation» for gründerne (Christman et al 2005 og Christman & McMullan 2004). SBDC paret erfarne mentorer med gründerne. Resultatene fra studiene viser en positiv sammenheng mellom mengde tid i veiledning ved oppstart og videre vekst de neste 3 - 8 årene. Det ble også påvist at effekten var avtagende med mengde veiledning. Det ble estimert at etter ca. 140 timer med veiledning hadde ytterligere veiledning et negativt bidrag til vekst og overlevelse. Kolvereid et al. (2010) har gjennomført et lignende studie i Norge der det ble sett på sammenhengen mellom antall eksterne kilder som var brukt til veiledning og vekst. Her ble det også påvist en positiv sammenheng mellom antall og

vekst. I dette studiet påviste man også at sammenhengen var avtagende og ikke lineær. Man fikk en kurve formet som en omvendt U for alle de tre indikatorene man målte mot (sysselsetting, omsetning og investert kapital). I snitt var resultatene best ved bruk av fem eksterne kilder til veiledning. Fra og med seks eksterne kilder var det et klart negativt bidrag. Det negative bidraget ved for mye veiledning forklarer Kolvereide et al. (2010) med at gründere som søker for mye veiledning når et punkt der mengden med informasjon blir overveldende, og det lammer han og gjør han ute av stand til å formulere en klar strategi for å oppnå et vedvarende konkurransefortrinn. Christman et al. (2005) vektlegger at for at å oppnå det positive bidraget må veiledningen (guided preparation) gjennomføres med en godt utdannet og erfaren mentor. Det er først og fremst strategiske valg som må adresseres og den som er i veiledning må utføre arbeidet og oppgavene selv, men med veiledning underveis. I Norge bistår Innovasjon Norge med både finansiell kapital og kunnskapskapital i form av mentor-programmer gjennom egen organisasjon og gjennom nettverk. Og det er slik sett likhetstrekk mellom SBDC i USA og Innovasjon Norge sine programmer.

## 2.9. Oppsummering og forskningsmodell

I litteratur kapittelet har jeg trukket frem litteratur som er relevant for problemstillingen og det videre studiet. Innledningsvis så jeg på kapital og forskjellen på EK og fremmedkapital (lån). I en tidlig fase er kapitalbehovet stort for bedrifter som ønsker å vokse og inntektene og EK er liten. Videre er relevante finansieringskilder beskrevet; FFF, ulike offentlige støtteordninger, forretningsengler, såkornfond og banker. Bedrifter finansierer seg fra ulike kilder i ulike faser. Dette kommer av at risikoen og kapitalbehovet endrer seg fra fase til fase. Mye av risikokapitalen som er tilgjengelig for nyetablerte bedrifter i Norge kommer fra det offentlige, men det er også private investorer og venture- /såkornfond der kapitalen helt eller delvis kommer fra private kilder. Vekst i unge bedrifter er forbundet med etablering av nye arbeidsplasser og økt sysselsetting i samfunnet. Såkalte høyvekstforetak har fått spesiell oppmerksomhet og er viktige for samfunnet da de bidrar sterkt til sysselsettingen. Vekst kan måles på ulike måter, men vekst i antall ansatte og omsetning er de vanligste indikatorene. Vekstambisjoner hos gründere har vist seg å påvirke faktisk vekst i deres bedrifter. Således er vekstambisjoner hos gründere en indikator på fremtidig vekst. Innovative oppstartsbedrifter har en annen prioritering av finansieringskilder enn mer etablerte bedrifter. I motsetning til POT som sier at lån er foretrukket fremfor EK-finansiering, foretrekker innovative oppstartbedrifter EK-finansiering foran lån. Investorer og gründere er i et Agent principal-forhold til hverandre der det er en informasjon-asymmetri. Dette får konsekvenser for

verdisetting av eierandeler og det påvirker kostanden av kapital for oppstartsbedrifter. Finansieringsgapet er et begrep for de vanskene unge vekstbedrifter opplever med å få finansiering i tidlig fase. Rådgivning er en type ikke-finansielt bidrag som kan komme sammen med finansiell kapital. Det er påvist en sammenheng mellom mengden rådgivning en gründer får og veksten som bedriftene oppnår.



Figur 2.6 Forskningsmodell. Sammenhengene mellom vekstambisjoner, finansiering og vekst. Tallene på pilene er det henvist til i teksten.

Figur 2.6 viser sammenhengene som vi ønsker å belyse i det videre studiet. For at en bedrift skal kunne vokse, så må den ha ambisjoner om vekst. Vekstambisjonene vil i seg selv være en forutsetning for vekst og vil påvirke veksten direkte (1). Vekstambisjonene vil påvirke om bedrifter søker ekstern finansiering og hvilke kilder de henvender seg til (2). Er vekstambisjonene lave, vil mange bedrifter velge å ikke søke ekstern finansiering og finansiere seg ved å holde tilbake overskudd, da de kan beholde kontroll og tar mindre risiko. Har bedriften store vekstambisjoner vil ekstern finansiering være nødvendig. Hva slags finansieringskilde man velger er avhengig av en rekke forhold. Vekstambisjoner er et av forholdene som påvirker valget. Ved valg av finansieringskilde er teoriene om kapitalstruktur relevante sammen med Agent Principal problematikken. Det kan også tenkes at vekstambisjonene kan bli påvirket av den eksterne finansieringskilden, da en investor

motivert av økonomisk gevinst nok ønsker å påvirke til høyere vekst. Finansiell kapital er i utgangspunktet grunnen til at gründere henvender seg til banker, såkornfond, IN etc. (3). Finansiering er for mange bedrifter en forutsetning for å kunne vokse (4). I tillegg så viser litteraturen på området at eksterne finansieringskilder i tillegg til å bidra med finansiell kapital også kan bidra med rådgivning og nettverk (5), og at slike ikke finansielle-bidrag kan påvirke veksten (6).



## 3. Metode

For denne undersøkelsen har jeg tatt utgangspunkt i Jacobsen (2005) sitt metoderammeverk. I det følgende presenterer jeg metoden jeg har valgt og argumenterer for de valgene jeg har gjort.

### 3.1. Analyse og utdyping av problemstillingen

Det jeg vil undersøke er oppstartsbedrifter og jeg ønsker å se på oppstartbedrifter i en finansierings kontekst.

I følge Jacobsen (2005) kan en problemstilling analyseres over tre dimensjoner. Det er hvor klar/uklar problemstillingen er, om den er forklarende (kausal) eller beskrivende (deskriptiv), og om man ønsker å generalisere. Det er viktig å presiserer at det her er snakk om glidende overganger og ikke enten eller.

*Hvordan bidrar ulike finansieringskilder til vekst i oppstartsbedrifter?*

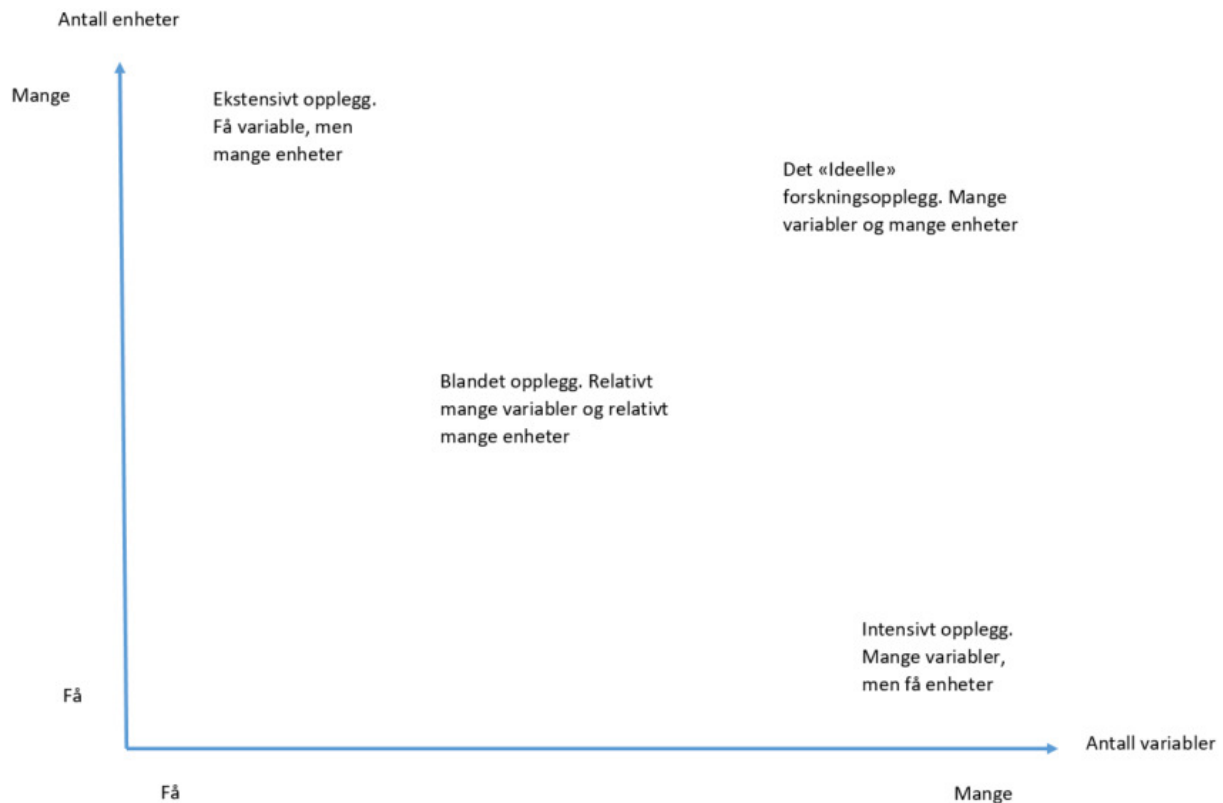
La oss analysere problemstillingen over de tre nevnte dimensjonene.

Jeg vil si at problemstillingen er relativt uklar. Med bedre kjennskap til temaet kunne problemstillingen vært presisert ytterligere. Som et eksempel kunne jeg presisert at jeg ønsket å se på hvordan nettverket til finansierer påvirker veksten til oppstartsbedrifter, men siden jeg ikke vet hva som er viktige bidrag ved oppstart av undersøkelsen så ønsket jeg en mer åpen eller uklar problemstilling. Jeg ønsker at problemstillingen skal være åpen nok til at jeg kan finne ut av hva fenomenet finansiering av oppstartsbedrifter består av, og avdekke ny kunnskap rundt dette. (Jacobsen, 2005)

En forenklet forklaring på forskjellen mellom en beskrivende og forklarende problemstilling er at i en beskrivende problemstilling spør man; «*Hvordan ser tilstanden ut?*» mens en forklarende problemstilling vil typisk være; «*Hvorfor ser tilstanden ut som den gjør*». Ut fra denne stiliserte fremstillingen er det ikke godt å si om min problemstilling er forklarende eller beskrivende. I problemstillingen kan man si at jeg antyder en årsakssammenheng mellom årsaken finansiering (som varierer ut fra finansieringskilde) og virkningen det har på vekst. Når jeg begynte å arbeide med problemstillingen hadde jeg en idé om at jeg ville si noe om kausalitet. Det gikk jeg bort fra på grunn av kravene som stilles til kausalitet. I følge Jacobsen (2005: 85) kreves det at årsak og virkning må variere sammen, at årsaken kommer før virkningen i tid, og at vi kan ha kontroll på alle andre relevante forhold. Med bakgrunn i dette har jeg ikke lagt opp til å teste årsak-virkning-sammenhengen mellom finansiering og vekst.

Om man skulle tolket dette som en hypotese ville den vært praktisk umulig å teste på en vitenskapelig måte. Det jeg ønsker er å beskrive eventuelle sammenhenger mellom finansiering og vekst. Resultatene kan nyttes til å formulere en mer presis hypotese som kan testes i et videre studie. (Jacobsen, 2005)

Det hadde vært fint å kunne gjennomført en undersøkelse som dette og i etterkant kunne si at sånn er det for alle unge bedrifter som får finansiering fra en gitt kilde. Dessverre er det ikke så enkelt. I 2015 ble det i Norge startet 26 706 nye aksjeselskaper (regneskapnorge.no). I innledende beskrivelse av problemstillingen har jeg begrenset meg til å se på innovative bedrifter med vekstambisjoner. Dette begrense populasjonen mye, men likevel er det snakk om et stort antall bedrifter, og undersøkelsen er ikke begrenset til bedrifter med oppstart et spesielt årstall. Satt litt på spissen så må jeg enten undersøke alle bedriftene, ellers så må jeg velge ut bedrifter på en spesiell måte for å få et representativt utvalg. Selv med et representativt utvalg, må man i denne konteksten undersøke et stort antall bedrifter for med en viss grad av sikkerhet kunne generalisere resultatene til hele populasjonen. I praksis må man undersøke noen få variabler hos et stort utvalg for å kunne uttale seg sikkert om store populasjoner. I den andre enden av skalaen kan man undersøke mange variabler hos et lite utvalg. Da får man en større nyanserikdom, men man kan ikke med sikkerhet overføre funnene til en større populasjon. Jacobsen (2005) sier at skille mellom intensive opplegg (mange variabler lite utvalg) og et ekstensivt opplegg (få variabler og et stort utvalg) er flytende og at generalisering nok kan være mulig på basis av få enheter. For dette studiet er det ikke et mål å generalisere resultatene til en stor populasjon, men jeg håper å kunne si at noen av funnene kan være overførbare til lignende bedrifter i lignende situasjoner. Figur 3.1 illustrerer de ulike undersøkelsesoppleggenes plassering langs aksene bredde og dybde. Det såkalte «ideelle forskningsopplegg» er i praksis vanskelig å gjennomføre da du til en viss grad må velge mellom bredde og dybde av hensyn til tid og ressurser tilgjengelig for å gjennomføre undersøkelsen.



Figur 3.1 Ulike undersøkelsesopplegg klassifisert etter bredde (antall enheter) og dybde (antall variabler) (Jacobsen, 2005 s 88)

### 3.2. Valg av undersøkelsesdesign

Undersøkelsesdesignet må være tilpasset problemstillingen. Som det kommer frem under analysen av problemstillingen, er et intensivt design med få enheter og mange variabler det som er egnet for å belyse min problemstilling. Jeg ønsker å få frem nyanser og å gå i dybden på fenomenet og jeg vil la det gå foran ønsket om statistisk generalisering. Jeg vil bruke funnene mine til såkalt teoretisk generalisering. Det vil si at funnene i dette studiet kan brukes til å utvikle teorier og hypoteser som videre kan testes i andre studier. (Jacobsen, 2005)

For intensive undersøkelsesdesign står det mellom Små N-Studier og Case studier. For min problemstilling kan det argumenteres for bruk av begge studietypene. Problemstillingen omhandler fenomenet finansiering av oppstartsbedrifter, men samtidig har jeg til en viss grad begrenset studieobjektet i tid (siste 10 år) og rom (Norge). Jacobsen (2005, s 93) opererer med følgende tommelfingerregel: «Når vi ønsker å beskrive et spesielt sted eller en spesiell situasjon, vil ofte case-studier være best egnet. Hvis vi derimot ønsker en rik beskrivelse av et fenomen, bør vi velge små-N-studier.» Jeg har derfor valgt små N-studier som utgangspunkt.

Som nevnt tidligere har jeg gått bort fra ønske om å forklare og vil fokusere på å beskrive fenomenet jeg studerer. I tillegg til utfordringene med å uttale seg kausalt er det også intuitivt

at man må beskrive et fenomen før man begir seg ut på å forklare hvorfor det er sånn. Når jeg velger å beskrive fenomenet har jeg flere typer undersøkelsesopplegg jeg kan velge mellom. Det er gitt av problemstillingen og forskningsspørsmålene mine at jeg vil si noe om en endring over tid. Jeg er blant annet ute etter hvordan veksten til bedriftene blir påvirket av at de fikk finansiering. Da må jeg finne ut noe om veksten, både før og en stund etter at bedriften fikk finansiering. Av praktiske og ressursmessige årsaker er det utelukket å gjennomføre et tidsserie-, et kohortstudie eller en panelundersøkelse da det forutsetter at jeg foretar undersøkelser på flere tidspunkter i tid. Da står jeg igjen med at jeg må foreta en tversnittstudie. For at jeg likevel skal kunne studere en endring over tid vil jeg spørre mennesker på et tidspunkt om hvordan tilstanden var på et tidligere tidspunkt. Jeg vil med andre ord foreta en retrospektiv tversnittundersøkelse. Et slikt design har utfordringer i forhold til pålitelighet som jeg vil komme tilbake til.

### 3.3. Utvelgelse av enheter

Utvalget av informanter er begrenset til Norge og til personer som hadde vært delaktige i prosessen med å hente inn ekstern finansiering til en bedrift som var startet opp de siste 10 årene. Bedriften skal også være et AS. I tillegg ønsket jeg erfaringer fra innovative oppstartsbedrifter. Hva som er å regne som innovativt er til dels subjektivt, men jeg var ikke ute etter informanter som hadde lånt penger til å starte en tradisjonell frisørsalong for eksempel. Videre ønsket jeg en viss bredde i hvor de hadde fått finansiering fra. Jeg ønsket informanter som har erfaring med finansiering fra institusjonelle investorer, private investorer og offentlige støtteordninger. Jeg ønsket også, om mulig, å finne noen som hadde erfaring med crowdfunding. Det klarte jeg ikke å finne, så crowdfunding ble utelatt fra studiet. På forhånd hadde jeg sett for meg et absolutt minimum på fem informanter, men helst noen flere. Jeg ente opp med seks stykker. Antallet ville også være avhengig av når jeg opplevde at problemstillingen var tilstrekkelig belyst og jeg ikke fikk mer ny informasjon. Det må også nevnes at tiden man har til rådighet legger begrensinger for hvor mange informanter man kan intervju.

Foruten allerede nevnte kriterier, var jeg ute etter de som jeg trodde kunne gi mye og god informasjon. Tre av informantene var personer som jeg kjente til fra tidligere, og som jeg hadde god grunn til å tro ville gi mye god informasjon. Jeg har ikke nære relasjoner til noen av de. For å finne de andre informantene, søkte jeg på nettet. Jeg brukte IN sine Facebook-sider, DN sin gaselle-kåring og var innom nettsidene til et stort antall Såkorn- og Venture fond. Når jeg fant aktuelle kandidater, sjekket jeg mot informasjonen på tjenesten proff.no, for

å se etter tegn til eventuell finansiering og for å få navn på potensielle informanter om jeg ikke hadde funnet navn tidligere. Etter noen runder med søking og sjekking av aktuelle kandidater endte jeg opp med å ha kontaktet ni personer som representerte ni selskaper som tilsynelatende hadde vært igjennom relevante finansieringsprosesser. De fleste hørte jeg aldri noe fra. Dette var noe jeg var forberedt på, siden dette var personer som nok har travle dager og som må prioritere hva de skal bruke tiden sin på. Jeg fikk til slutt avtalt intervju med to personer. Den siste informantene kom jeg i kontakt med gjennom en av de andre informantene.

Her er en kort presentasjon av informantene fra de seks bedriftene:

1. Informanten startet i 2015 en bedrift som tilbyr tjenester innenfor markedsføring og markedskommunikasjon. Bedriften nytter en egenutviklet løsning for å tilby tjenestene.
2. Informanten startet i 2015 en bedrift som utvikler produkter til helse- og omsorgssektoren.
3. For denne bedriften stilte to informanter opp til intervju. De var begge med på å starte bedriften i 2015. Bedriften har utviklet et nytt produkt og en tjeneste til næringsmiddelbransjen.
4. Informanten er en av to gründere som i 2009 starten en bedrift som har utviklet et høyteknologisk produkt. Bedriften har hentet inn ekstern finansiering i størrelsesorden 50 – 100 millioner kroner siden oppstart.
5. Informanten for den femte bedriften startet i 2008 opp en IT- / teknologibedrift som siden den gang har opplevd kraftig vekst. Informanten har siden den gang vært delaktig i oppstarten av flere teknologibedrifter.
6. Informanten er en av to gründere som i 2010 startet en bedrift som etablerte en helt ny nisje innen mote/motetilbehør der nytenkning og innovativ bruk av materialer var en stor del av forretningsidéen.

### 3.4. Innsamling av data

Min problemstilling og undersøkelsesdesign legger opp til at jeg samler inn kvalitative data. Metoden for datainnsamling har vært det individuelle åpne intervjuet. Alle intervjuene med unntak av ett, ble gjennomført med én informant. På det ene intervjuet var det to informanter tilstede. Jeg har jeg ikke noe grunn til å tro at det påvirket resultatet av intervjuet. Hadde intervjuet vært om tema som var mer personlige eller kontroversielle, ville man kunne regnet med at det ville påvirket resultatene.

Jeg ønsket at de jeg intervjuet skulle få muligheten til å fortelle mest mulig fritt for at jeg på den måten skulle få et inntrykk av hva informantene vektla i konteksten til problemstillingen. Jeg opplevde også at ved å ikke legge for mange føringer kom det elementer på bordet, som ikke nødvendigvis hadde kommet frem om jeg hadde styrt intervjuet og basert meg på å stille mange direkte spørsmål fremfor få åpne spørsmål. Jeg har brukt en intervjuguide (vedlegg 8.1) med en oversikt over viktige tema som jeg ville ha belyst, med underspørsmål som en rød tråd for intervjuet. Informantene har i stor grad fortalt fritt om de temaene jeg har tatt opp, også har jeg fulgt opp med spørsmål der det har vært nødvendig. Intervjuguiden ble revidert som resultat av det som kom frem i de to første intervjuene. Dette var på grunn av at det kom frem elementer som jeg ønsket å følge opp i de resterende intervjuene.

Jeg hadde på forhånd et ønske om å gjennomføre alle intervjuene ansikt til ansikt. Det var for å lettere få en personlig kontakt med de man intervjuer. Fire av intervjuene ble gjennomført ansikt-til-ansikt, de resterende to ble tatt over telefon. Selv om det fungerte bra å gjennomføre intervjuet over telefon, merket jeg at intervju ansikt-til-ansikt er å foretrekke når man har mulighet til det. Forskjellene ligger i at man oppnår bedre kontakt når man snakker om litt løst og fast før man setter seg ned å starter intervjuet. Når man ser hverandre kan man gi respons til den som forteller med mimikk og slipper sånn sett å avbryte. Det føles også tryggere for den som forteller når han ser min reaksjon på det han forteller. Det er og mer naturlig å ta pauser for å tenke seg om når man sitter ansikt til ansikt. Lange stille pauser over telefon kan for mange føles rart.

Som nevnt ble to av intervjuene gjennomført over telefon, tre av intervjuene ble gjennomført i lokalene til bedriften informantene representerte og det siste ble avholdt på et nøytralt sted. Tiden intervjuene strakk seg over varierte mellom ca. 40 min for det korteste og 1 time og 20 minutter for det lengste.

I forkant av intervjuene hadde jeg sendt litt informasjon til informantene. Jeg presenterte meg selv og hva intervjuet skulle brukes til. Jeg fortalte også litt om oppgaven, og leste opp problemstillingen og forskningsspørsmålene. Jeg informerte om at alt som kom frem i intervjuet ville bli anonymisert i masteroppgaven. I etterkant av intervjuene har jeg kontaktet noen av informantene for å få klarhet i meninger og utsagn. Som jeg kommer tilbake til, så har alle informantene fått muligheten til å lese igjennom resultatene.

### 3.5. Analyse av datamaterialet

Etter at alle intervjuene var gjennomført satt jeg igjen med en stor mengde tekst. For å kunne trekke noe fornuftig ut av den store informasjonsmengden har jeg forsøkt å forenkle og strukturere datamaterialet. Måten jeg har analysert materialet på ligger nærmest det vi kaller en innholdsanalyse.

Jacobsen (2005) beskriver innholdsanalyse som en analyse som er basert på at det en person sier i et intervju, kan reduseres til et sett færre tema eller kategorier. Kategoriene bør få sitt utspring i dataene, fremfor å på forhånd lage mer eller mindre relevante kategorier som data skal passe inn i. Når man har definert kategoriene, er neste steg å fylle kategoriene med innhold. Det er da snakk om å tilordne de ulike utsagnene i intervjuene til den eller de kategoriene de passer inn i. Til slutt er formålet å se på sammenhenger mellom kategorier. Vi snakker her om såkalte substansielle sammenhenger, altså at et forhold påvirker et annet eller at et forhold er årsaken til at et annet oppstår. Selve idéen til dette studiet var å se på den substansielle sammenhengen mellom ulike kilder til ekstern finansiering og bedrifters vekst. Når det er sagt, har jeg tidligere i metodekapittelet påpekt at problemstillingen er åpen med det formål at jeg ønsker å kunne avdekke ny kunnskap rundt fenomenet finansiering av oppstartsbedrifter. Med bakgrunn i det, forsvaret jeg at jeg har valgt å ta med tema i analysen som ikke går direkte på sammenhengen mellom ulike finansieringskilder og vekst blant bedriftene. Dette er funn som har dukket opp gjennom datainnsamlingen, og som jeg mener er av interesse.

I resultatene har jeg startet med å beskrive bedriftene, hvem jeg har intervjuet og hvordan intervjuet foregikk. Jeg ønsker med det å si noe om konteksten som er bakgrunnen for de uttalelsene og meningene som kommer frem under intervjuene. Videre har jeg presentert de viktigste meningene og uttalelsene som kom til uttrykk under intervjuene med de seks bedriftene. Ut fra dataene har jeg opprettet kategorier for enheter og kategorier for uttalelser, observasjoner og meninger. Så har jeg tilordnet enheter og innhold til kategoriene. Til slutt i analysen har jeg sett på eventuelle substansielle sammenhenger mellom kategoriene. Det er det som gir grunnlaget for de konklusjonene som undersøkelsen har resultert i.

### 3.6. Gyldighet og pålitelighet

Gyldighet (validitet) og pålitelighet (relabilitet) må alltid vurderes i forbindelse med forskningsresultater. La oss begynne med gyldighet.

## Gyldighet

I forbindelse med undersøkelser deler vi begrepet gyldighet inn i intern og ekstern gyldighet. Intern gyldighet, bekreftbarhet, handler om hvor vidt resultatene oppfattes som riktige. Den interne gyldigheten kan valideres gjennom test mot andre. Andre kan være informantene eller det kan være andre fagfolk. I dette studiet har jeg validert både mot informantene og mot fagfolk. I tillegg til at jeg kontaktet noen av informantene med oppfølgingsspørsmål, så har alle informantene nå i slutfasen mottatt resultatene med et ønske om å se over og kommentere. Av informantene for de seks bedriftene har fire gitt tilbakemelding om at de kan stille seg bak resultatene. To informanter har ikke svart. En av de fire som svarte hadde kommentarer til min gjengivelse av intervjuet. Kommentarene var presiseringer av sitatene som er gjengitt i resultatene. Resultatene er oppdatert med de nevnte presiseringene. Slike tilbakemeldinger er verdifulle og styrker studiets interne gyldighet. Underveis i studiet har jeg hatt samtaler med min veileder som har gitt tilbakemeldinger og innspill i forhold til metode og resultater. I tillegg har jeg satt resultatene fra denne undersøkelsen opp imot annen teori og empiri. Metodetriangulering er når samme problemstilling er undersøkt med ulike metodiske innfallsvinkler. Jeg har i min undersøkelse gjort funn som stemmer med funn som er gjort i litteraturen jeg har gjennomgått. Når funnene fra litteraturen er gjort i studier som har brukt en annen metode enn jeg, vil det være med å styrke gyldigheten av de funnene. Et annet element i forhold til intern gyldighet er om man har gode kilder til data. For dette studiet er det kritiske spørsmålet om jeg har intervjuet informanter som kan gi god og riktig informasjon om fenomenet finansiering av oppstartsbedrifter. Jeg vil si at jeg har funnet svært relevante informanter og de har vært villige til å fortelle åpent om sine erfaringer og opplevelser. Alle informantene har selv startet og ledet innovative bedrifter som har hentet inn ekstern finansiering. De har med andre ord førstehåndskunnskap om fenomenet. Hvordan informasjonen kommer frem i intervjuet har også betydning for gyldigheten. Jeg har som tidligere nevnt og som det fremgår av intervjuguiden ønsket at informanten i størst mulig grad skal fortelle fritt fremfor å svare på konkrete spørsmål. Dette er blant annet for å unngå å lede informanten, da informasjon som kommer frem uoppfordret har større gyldighet. Jeg har heller ingen grunn til å tro at informantene skulle ha motiver for å uttale seg usant om forhold i undersøkelsen. (Jacobsen, 2005)

Ekstern gyldighet, også kalt overførbarhet, handler om hvorvidt vi kan generalisere resultatene fra undersøkelsen. Som vi har vært inne på tidligere skilles det mellom teoretisk



og statistisk generalisering. Kvalitativ metode sin styrke er teoretisk generalisering. Teoretisk generalisering handler om å avdekke fenomener gjennom undersøkelser av et mindre antall enheter. I denne studien er det momenter som går igjen hos flere informanter. For eksempel er det flere som har en oppfatning av at IN har endret seg til det bedre for gründere de siste årene. Kan jeg da med bakgrunn i min kvalitative undersøkelse av seks bedrifter generalisere denne oppfatningen til en større populasjon av bedrifter som jeg ikke har undersøkt? Svaret er ifølge Jacobsen (2005), at jeg kan ikke bevise det, men jeg kan argumentere for det og dermed sannsynliggjøre at dette er en oppfatning som flere oppstartsbedrifter har. Utvalget av og antallet enheter er av betydning for i hvor stor grad man kan sannsynliggjøre at funn fra en kvalitativ studie går igjen i en populasjon. Enhetene i studiet mitt er valgt ut fordi jeg trodde de ville gi mye og god informasjon om problemstillingen, det har vist seg å stemme. Selv om jeg ikke bevisst prøvde å finne et representativt utvalg for innovative oppstartsbedrifter, så endte jeg opp med en god bredde blant informantene. Alle informantene har startet innovative bedrifter de siste 10 årene, som var kriteriene jeg valgte enheter ut fra og i tillegg representerer de ulike bransjer. Selv om fire av informantene er oppført under teknologi, er det vidt forskjellige teknologier. Denne bredden gjør at jeg lettere kan argumentere for en overførbarhet av fenomenene jeg har funnet. Resultatene står sterkere enn om jeg hadde seks bedrifter fra samme bransje. Det kan som et eksempel tenkes at en bedrift som utvikler mobilapper har andre utfordringer i forhold finansiering enn en bedrift som utvikler en ny type romfartøy. (Jacobsen, 2005)

### **Pålitelighet**

For å vurdere pålitelighet må vi spørre oss om det er forhold ved selve undersøkelsen eller konteksten som har påvirket resultatene våre. Temaet for undersøkelsen er i liten grad kontroversielt og det er liten grunn til å tro at intervjusettingen, eller konteksten, har påvirket resultatene. Det kan selvfølgelig tenkes at informanter modererer uttalelser og holder litt tilbake da de er i en uvant setting (intervju) med en person de ikke kjenner. Det er derimot ingenting som tyder på at informantene har uttalt seg usant. Det at undersøkelsen er en såkalt retrospektiv tverrsnittsundersøkelse har noen utfordringer i forhold til hukommelsen til informantene. Såkalt etterrasjonalisering er også et fenomen som kan påvirke resultatene ved at informanter i ettertid rasjonaliserer valg som er gjort tidligere. Jeg vurderer det dit hen at hverken hukommelsen til informantene eller etterrasjonalisering har påvirket resultatene mine. Åpenhet rundt metoden som er brukt gjør det lettere for utenforstående å kunne sette fingeren på forhold som kan ha vært utslagsgivende for resultatene. Jeg har derfor beskrevet

utvelgelse av informanter, innhenting av empiri og behandling av data utførlig her i metodekapittelet. Anonymiteten til informantene begrenser åpenheten av undersøkelsen. Jeg forsvarer valget om å anonymisere med at det hadde vært vanskeligere å få informantene til å stille for intervju, og det hadde vært vanskeligere å få de til å uttale seg om negative forhold om de måtte oppgi fult navn i studiet. (Jacobsen, 2005)

### 3.7. Oppsummering av metode

I dette kapittelet har jeg beskrevet forskningsmetoden jeg skal bruke i undersøkelsen min. Jeg begynte med å analysert problemstillingen for å finne et egnet undersøkelsesdesign. Jeg har argumentert for at jeg har en åpen problemstilling, som ikke har som mål å forklare, men å beskrive. Formålet med problemstillingen er ikke å generalisere statistisk, men å avdekke ny kunnskap.

Undersøkelses opplegget som passer til min problemstilling er et intensivt opplegg med få enheter, og mange variabler. Siden jeg ønsker å få en rik beskrivelse av et fenomen, så er små N-studier det undersøkelses opplegget som egner seg best.

For å velge ut informanter er det styrende kriteriet at de skal kunne gi mye og god informasjon om fenomenet finansiering av oppstartsbedrifter. Jeg har i kapittel 3.3 kort presentert informantene.

Innsamling av data har foregått ved å gjennomføre åpne halvstrukturerte intervjuer med informantene.

Gyldighet og pålitelighet er diskutert. Jeg har funnet relevante informanter med førstehåndskjennskap til fenomenet jeg undersøker og jeg har validert resultatene mot informantene og mot veileder. Det er med på å styrke den interne gyldigheten. Selv om formålet med undersøkelsen ikke er å generalisere resultatene til en større populasjon, så har jeg relevante informanter med en viss bredde, så jeg har argumentert for at jeg kan sannsynliggjøre at resultatene min kan være gjeldende for lignende bedrifter i lignende situasjoner. I forhold til undersøkelsens pålitelighet har jeg argumentert for at det ikke er store kontekst- eller undersøkelseeffekter som påvirker resultatene. Jeg har vært åpen rundt hvordan undersøkelsen er gjennomført, denne åpenheten styrker påliteligheten.

## 4. Resultater

Her vil jeg presentere resultatene fra intervjuene med informantene fra de seks bedriftene som er undersøkt. Av hensyn til bedriftene og informantene sin anonymitet er alle beløp omtrentliggjort. Geografisk plassering utover at de hører hjemme i Norge er utelatt. Hvilken bransje og hva de selger av tjenester og produkter er kun angitt omtrentlig. Det er gjort en siling av materialet fra intervjuene for å redusere datamateriale til det som er relevant for problemstillingen. Det er tatt med en kort beskrivelse av bedriften og rollen til informanten for å sette rammene. Det er plukket ut en rekke sitater og de er etter beste evne gjengitt ordrett.

### 4.1. Bedrift 1 (B1)

Bedriften er en tjenesteleverandør som har utviklet en løsning som de bruker for å tilby tjenester innenfor markedsføring og markedskommunikasjon. Bedriften er startet av en gründer i 2015 og har på kort tid opplevd rask vekst i både omsetning og inntjening. De har i tillegg til gründeren to fast ansatte og leier inn konsulenter tilsvarende 2-3 årsverk fra et konsultentselskap. Bedriften har fått støtte fra IN. De har mottatt etablererstipend, både fase 1 og fase 2. Intervjuet ble gjennomført med gründeren som også er daglig leder, i lokalene der bedriften holder til.

I forkant av oppstarten i 2015 hadde gründeren deltatt på noen kurs i regi av IN. Blant annet et kurs som heter LEAN startup. Det var her gründeren fikk noe av motivasjonen og inspirasjonen til å sette ideen ut i livet. B1 fikk etterhvert avtalt et møte med IN.

*«Så etter hvert tok jeg et møte med IN, for jeg ville finne ut om ideen min var verdt noe, før jeg eventuelt brukte 30 000,- (EK for oppstart av AS) på å starte et firma.»*

Vedkommende hadde totalt to møter med IN før det ble registrert et AS. Siden det hadde vært dialog med IN før oppstart, så var mye av det som var krevd for å få fase1 allerede på plass. Vedkommende hadde gjort de første markedsundersøkelsene og var begynt på selve søknaden.

*«Så etter litt frem og tilbake og noen møter med IN, så ble bedriften startet. Rett etter at bedriften ble startet fikk vi finansiering fra Innovasjon Norge. Etter det var veien videre å teste ut og skaffe seg pilot-kunder.»*

Etter at den første finansieringen var på plass (fase 1 fra IN), så jobbet bedriften med å teste ut konseptet og den tekniske løsningen. De fikk og innpass hos en kunde som var villig til teste ut tjenesten deres. På spørsmål om ambisjonsnivået var svaret:

*«Jeg anså det til å ha stort vekstpotensial helt fra starten av.»*

B1 beskriver også noen av kriteriene for å få fase 1 og fase 2 støtte. For fase 1 går det på at man må ha gjort noen markedsavklaringer. I forhold til fase 2 så er kravet fra IN at man bør ha fått en kunde / gjort et salg, eller har en intensjonsavtale med en potensiell kunde. I tillegg så må produktet/tjenesten tilføre noe innovativt. B1 hadde også ganske nylig fått fase 2 finansiering fra IN.

På spørsmål om B1 har vurdert å få inn annen ekstern finansiering så er svaret:

*«.....jeg har fått flere tilbud fra potensielle investorer, men per dags dato ser vi ikke etter investorer. Det er av et par grunner; vi har i dag ganske god omsetning, og du skal jo levere tilbake disse pengene (utbytte eller annen avkastning) og i tillegg, så kan det jo være andre utfordringer med å få inn en utenfra. Så siden vi klarer oss bra ser jeg ingen grunn til å få inn noen andre nå.»*

Videre spør jeg om det å gi fra seg kontroll (i form av eierandeler) over selskapet er et element som taler imot å ta inn en ekstern investor. B1 mener at det ikke er et element som vil avskrekke de fra å ta inn en investor. At de ikke har tenkt å hente inn ekstern EK finansiering på nåværende tidspunkt har ingenting med at de er redde for å gi fra seg eierandeler, men man må ha en grunn til å ta inn en investor, og det har ikke B1 i dag. I den sammenheng så uttaler gründeren at det du avgir av eierskap selvfølgelig må stå i forhold til hva du får inn av kapital og andre ting. B1 sier også at det er viktig å ikke vente til bedriften er på konkursens rand før man henvender seg til investorer, for da er investorene ikke interessert.

*«En investor skal jo være med på å finansiere vekst, om du da kun fokuserer på at du må gi fra deg noen prosenter av firmaet, så vil du ikke komme langt»*

Siden B1 ikke er i en finansiell situasjon som gjør at de trenger å ta inn en investor, så spør jeg om der er andre grunner som kunne gjort det aktuelt. Først får jeg ikke noe svar, men når jeg nevner rådgivning og nettverk som potensielle gevinster ved å få en investor på laget, så får jeg som svar:

*«Det hadde ikke vært aktuelt for pengene sin del nå, da hadde det i så fall vært for investoren sitt nettverk sin del.»*

B1 gir uttrykk for at nettverk er viktig i deres bransje.

Videre går praten om framtidsutsiktene og vedkommende forteller at den største kostnaden de har er utvikling av et datasystem. Mer kapital kunne også vært med på å akselerert utviklingen av systemene deres, men per i dag går fort nok til at de holder tritt med markedet.

*«Så det som kan gjøre at jeg ønsker å få inn en investor er når jeg ser at jeg ikke klarer å holde tritt med markedet lenger».*

.....

*«Det kommer kanskje et punkt der vi vil ta inn en investor for å finansiere ytterligere vekst. Da må jo gjerne investoren betale en høyere pris.»*

B1 forteller også at de har fått to mentor stipend. Det ene var fra IN og det andre fra Connect Norge sitt «Springbrett». Connect Norge og IN er samarbeidspartnere. Connect Norge hjelper IN med å finne og bringe sammen gründere og mentorer.

*«Vi fikk gjennom mentoren hjelp til hvordan vi kan komme i kontakt med kunder, lage presentasjoner og en del andre ting.»*

Rådgivningsstipendet som B1 fikk gjennom Connect Norge ble utløst på følgende måte:

*«Det de gjør er at de leier et lokale, og samler en masse kompetente personer som jeg trenger, og så holder jeg en presentasjon som de gir meg råd ut i fra.»*

Videre kommer det frem at B1 har vært på en rekke arrangementer som IN støtter og arrangerer. Informanten uttaler seg svært positivt til de nevnte arrangementene og forteller at det er i arrangementer i regi av Connect Norge og IN at de har kommet i kontakt med personer som har ytret ønske om å investere i bedriften. Det er vanlig at der er personer som man typisk ville karakterisere som forretningsengler på disse arrangementene. Kontakten og oppfølgingen B1 har med IN foregår også via disse arrangementene, fremfor at man møtes i formelle møter. B1 trekker frem at dette er viktige nettverksarenaer. Jeg får også inntrykk av at arrangementene har vært positivt for motivasjonen til gründeren.

Med bakgrunn i at B6 tidligere uttalte seg noe kritisk til IN, så spør jeg om B1 sine erfaringer med IN. I forhold til det uttaler B1 følgende:

*IN har hatt en ekstrem omstilling. Jeg har hørt at før var de bare vanskelige. Før fokuserte de på businessplan, og opererte som om de visste hva som kom i fremtiden. De fokuserte også*

*mer på etablerte bedrifter. Nå er det mer at de skal finansiere alt. Hva som blir det neste store det vet de jo ikke.»*

.....

*«Eg er veldig fornøyd med de (IN).»*

På slutten av intervjuet spør jeg om det er noe mer B1 vil legge til. Jeg får da et par uttalelser.

*«Det er kunden som har vært viktig. Finansieringen fra IN gir deg en start. Kunden gir deg et livsløp. IN gir deg en start, det er lettere å ta sjansen på å starte. Du slipper å ta alle sparepengene.....Det du får fra IN er ikke så mye (kapital), men det er en start.....Du kan få avklart mye tidligere om produktet ditt har livets rett i markedet.»*

## 4.2. Bedrift 2 (B2)

Bedriften utvikler produkter til helse- og omsorgssektoren. Bedriften ble etablert av en grunder i 2015. Informanten beskriver et stort prosjekt som er helt i startfasen, med et langt løp med forskning og utvikling før produktene kan kommersialiseres. Informanten gir uttrykk for at det er stort potensiale for vekst om de lykkes. Bedriften har en ansatt i tillegg til gründeren som jobber heltid i bedriften. Bedriften har så langt fått etablererstipend fase 1 fra IN og har i tillegg finansiert seg gjennom egne midler og gjennom prispenger fra innovasjonskonkurranser. Intervjuet ble gjennomført med gründeren og foregikk i lokalene som bedriften holder til i.

Gründeren fikk ideen som et resultat av personlige erfaringer. Etter å fått bekreftet at det kunne være noe å gå videre med fra fagfolk, søkte vedkommende etablerer tilskudd hos IN.

*«Jeg hadde en kort prat med en dame der (IN), hun sa jeg bare kunne sende inn søknaden. Fikk en telefon et par dager senere om at søknaden var innvilget, så jeg var imponert over hvor fort det gikk. Det var veldig effektivt.»*

I forhold til andre erfaringer med IN så gir B2 uttrykk for å være tilfreds med kurs, søknadsbehandling og oppfølging. B2 er også blitt anbefalt å søke om fase 2. B2 forteller at IN har gjennomgått store endringer de siste årene, og at IN ikke er slik som de ble beskrevet av bekjente som var i kontakt med de for noen år siden. B2 har også planer om å søke om EU midler for utvikling og benytte seg av skattefunn ordningen.

Når det kommer til annen finansiering, har B2 også deltatt i flere innovasjonskonkurranser og hentet ut mer premiepenger der, enn det beløpet IN har støttet med. I forhold til deltagelse i konkurranser sier B2:

*«Det var en veldig arbeidsom prosess, men når vi har kommet så langt (i konkurransene) så er det verdt det. Det er litt dumt at det er en konkurranse, det er ikke nødvendigvis sunt for bedriften, for du må kjøre to løp. Du må både vinne konkurranser og utvikle bedriften.»*

B2 vektlegger også nettverket og publisiteten de har fått gjennom å delta i konkurranser. B2 nevner blant annet at det er innflytelsesrike personer, med mye nettverk, i juryen til en av konkurranser de deltar i.

*«Pengene i seg selv er jo bra, men nettverket vi har fått er verdt mye i seg selv.»*

Pengene fra konkurransene og fra IN har gått til drift, til å betale for kontorplass, reiser og markedsavklaringer. Håpet er å få inn større summer for prototype-utvikling snart. Fase 2 og enda en innovasjonskonkurranse de jobber mot vil være en start, men de ønsker å få inn en investor som er villig til å gå inn med store nok summer. B2 ser for seg to mulige løp, et løp; med private investorer, som kjenner bransjen, eller et løp der de i hovedsak baserer seg på offentlig FoU støtte. EU midler gjennom Horisont 2020 er en mulig kilde til FoU midler.

*«Fordelen med en privat investor vil være at det går mye fortere. Skal du gjøre forskning (og bruke offentlige midler) på dette nivået vil det gå veldig treigt, selv om vi kan gjøre det veldig fort, så går det ofte veldig seint på grunn av at det er mange som skal involveres og det er tunge prosesser. Så forretningsmessig er det mye bedre å få inn en privat investor og få produktet ut i markedet for hvis ikke kan det bli overkjørt på veien fordi det tar for lang tid. Fordelen med å kjøre det som et offentlig forskningsprosjekt vil være at du kan få et bedre produkt, for du kan få undersøkt skikkelig og kjørt de prosessene du bør kjøre.»*

B2 understøtter at foregående uttalelse er basert på antagelser siden de ennå ikke har vært igjennom dette ennå.

I likhet med B1 har også B2 blitt kontaktet av private personer som ønsker å kjøpe seg inn i bedriften. B2 har på lik linje med B1 takket nei til de tilbudene de har fått så langt. B2 grunngir avslagene med at beløpene har vært for små. I forhold til å gi fra seg eierandeler og kontroll over bedriften, så svarer B2 at det ikke nødvendigvis er negativt dersom det er til bedriftens beste.

*«Det jeg tenker er at det er helt greit, så lenge det er riktig person. En som forstår bransjen og som forstår hvordan ting må gjøres. Hvis ikke kan det bli mye tension ift. hvordan pengene blir brukt. Så jeg ønsker at investoren skal ha forståelse for drift, forretningsutvikling og god kjennskap til bransjen, men man kan jo ikke være for kresen heller.»*

Et annet moment B2 trekker frem er:

*«Jeg tenker at det kan være ugunstig å selge aksjer i tidlig fase der prisen vanligvis er lav. Den dagen den investoren vi trenger står der, vil vedkommende justere sitt tilbud deretter og det vil bli vanskeligere å oppnå en god pris. Det er en teori som jeg vet står sterkt i gründermiljøet. Så om du skal underselge aksjene dine på en sånn måte, må det være til en partner som man ønsker å ha med. En som skal være veldig «hands-on». For meg måtte det eventuelt vært de som allerede er en del av bedriften og bidrar inn.»*

B2 har på lik linje med B1 fått støtte til en mentor gjennom IN og Connect Norge-nettverket. B2 har ennå ikke hatt det første møtet med mentoren, men sier følgende om det å ha en mentor:

*«En mentor er viktig, spesielt for meg som er alene, så jeg burde egentlig fått det tidligere.»*

Helt til slutt på spørsmål om det er andre ting som B2 føler er viktig og ikke nevnt ennå så tar B2 opp at det går med mye tid til å søke om midler. Det er tid som kunne vært brukt bedre. Selv om B2 generelt har vært fornøyd med IN og Connect Norge, så mener B2 at der fortsatt mangler noe samordning mellom aktører som IN, Forskningsrådet, Connect Vest, kommuner lokalt og nasjonalt

*«Du bruker mye energi på søking og byråkrati. Når informasjon er fylt inn et sted bør man slippe å fylle den samme informasjonen inn et annet sted. Dette burde vært mer samordnet. Har du fått midler fra SkatteFUNN og de har bekreftet at du driver med forskning, så burde du slippe å dokumentere på nytt at du driver med forskning ovenfor et annet organ som behandler en annen søknad.»*

### 4.3. Bedrift 3 (B3)

Bedriften har utviklet et konsept og teknologisk produkt innen næringsmiddelbransjen. Bedriften er etablert i 2015 av en gruppe gründerne. To av gründerne er aktive i den daglige driften, som daglig leder og produktutvikler. De resterende gründerne er mer eller mindre passive eiere. Bedriften har mottatt fase 1 finansiering fra IN. Intervjuet ble gjennomført med daglig leder og med gründer og produktutvikler i lokalene til bedriften.



B3 er finansiert gjennom egne midler fra en håndfull med bekjente som står bak ideen. Som nevnt har to av de gått inn og jobber fulltid i bedriften for å utvikle prosjektet. I tillegg fikk B3 tidlig inn kapital gjennom at en annen bedrift kjøpte seg inn. Det er en bedrift som vil være en naturlig samarbeidspartner / leverandør i fremtiden om prosjektet lykkes. Etter dette søkte B3 om etablererstøtte fra IN og har til nå fått fase 1. De jobber også med å søke om fase 2.

B3 beskriver kontakten med IN som ryddig og effektiv. De forklarer også at det i søknaden er vanlig å sette opp et kostnadsoverslag for å vise mer konkret hva de søker støtte til. For fase 1 er det relativt begrenset hva man kan få støtte til.

*«Vi fikk bare dekket lønnskostnader og reisekostnader, selv om vi også søkte om midler til andre ting. Vi søkte om litt støtte til forbruksvarer eller driftskostnader, det fikk vi ikke noe til.»*

.....

*«Formålet med støtten er at det skal gå til markedsavklaringer.»*

I likhet med B1 og B2 har også B3 deltatt på kurs og arrangementer i regi av IN.

*«Kvaliteten på kursene er bra og de er «up to date». Du kan blant annet få tips til måter å få informasjon ut av potensielle kunder. Kursene er spisset mot å gjøre gründeren best mulig.»*

B3 presiserer likevel at utbytte fra kursene er litt avhengig av hva slags bakgrunn du har.

I forhold til videre finansiering, så har ikke B3 vært aktivt ute for å søke ny finansiering. De skal ha en liten emisjon blant eksisterende eiere, og er ikke i akutt pengeneød. Selv om det aldri kan bli for mye kapital, så ønsker de ikke å få inn noen utenforstående ennå, men holder muligheten åpen for det. Før de eventuelt går ut for å sikre mer ekstern finansiering, så ønsker de å ha mer å vise til. Det vil si et ferdigutviklet produkt og gjerne salgstill. I forhold til hvem de vil henvende seg til for fremtidig finansiering, så sier de:

*«Slikt er vanskelig å planlegge, men det kan være alt fra privatpersoner til bankfinansiering, litt avhengig av hva som gir mening når den tid kommer. Det blir da med tanke på å finansiere masseproduksjon, vekst, rett og slett.»*

#### 4.4. Bedrift 4 (B4)

B4 er en teknologibedrift, startet av to gründere. Bedriften ble etablert i 2009 og har i dag 11 ansatte. Bedriften utvikler et høyteknologisk produkt, som i liten grad er kommersialisert i dag. Bedriften har fått finansiering fra; FFF, premiepenger fra innovasjonskonkurranser, offentlige støtteordninger og private investorer.

Intervjuet ble her gjort med en av de to gründerne som grunnla bedriften. Vedkommende satt i ledelsen og styret i bedriften de 3-4 første årene, og hadde en nøkkelrolle i prosessen rundt innhenting av ekstern kapital til bedriften i startfasen. I dag er vedkommende ute av styret og den daglige driften, men er fortsatt en av de største aksjonærene. Intervjuet ble gjennomført over telefon.

For å kunne jobbe fulltid med prosjektet lånte de to gründerne et par hundre tusen kroner fra venner og familie. B4 fikk også etablererstipend fra IN. I starten hadde de ikke noe fysisk prototype og reiste derfor rundt og presenterte ideen for investorer og potensielle kunder. De fikk signert flere intensjonsavtaler med større aktører som var interessert i å bruke produktet deres. De deltok samtidig i en internasjonal innovasjonskonkurranse som de vant.

Konkurransen var viktig både fordi det var en del penger og annen støtte i premiepotten og fordi de fikk mye publisitet.

*«Vi reiste mye rundt. Vi presenterte oss for potensielle investorer og prøvde å få inn personer i styret som kunne være med å åpne dører for oss. Vi deltok også på flere konkurranser og søkte om støtte fra flere støtteordninger.»*

.....

*«Å vinne konkurransen var viktig for selskapet i starten, for vi fikk mye publisitet. Plutselig visste hele Norge om oss og vi ble kontaktet av mange bedrifter.»*

Underveis kom de i kontakt med flere personer og miljøer som ble med som støttespillere og rådgivere. Noen av støttespillerne fikk kjøpe seg inn i bedriften med mindre beløp, og noen fikk enten aksjer eller opsjoner i bytte mot rådgivning og hjelp i teknologiutviklingen. I 2010, ett år etter oppstart, fikk bedriften det første større kapitalbidraget. B4 forteller:

*«Ca. ett år etter at vi startet opp fikk vi inn private investorer. Vi hadde og en «deal» med IN om at hvis vi fikk inn andre investorer, så skulle de også støtte oss med mer penger.»*

B4 beskriver de private investorene som de vi tidligere har beskrevet som forretningsengler. Det var to grupperinger med forretningsengler som til sammen kjøpte seg inn med negativt flertall (33,4 % av aksjene) for «noen millioner». På spørsmål om de private investorene var aktive i driften svarer B4:

*«Tja, sånn til dels. Jeg trodde i starten at de kom til å ta en større rolle, i og med at de kjente bransjen. Jeg forventa nok at de skulle gjøre litt mer enn det de gjorde. De fulgte oss opp med litt kontrollspørsmål og påminnelser.»*

.....

*«Totalt tre personer fra de to grupperingene fikk plass i styret. Det er alltid sånn; de krever å få plass i styret, så de kan ha oversikt.»*

.....

*«Og i tillegg ville de (forretnings englene) ha kompensasjon om de måtte arbeide. Da måtte de kompenseres med penger, eller opsjoner. Det hadde jeg ikke forventet.»*

B4 forteller at kapitalen i hovedsak gikk til utvikling av teknologien, og at de etter hvert fikk en prototype. Det ble også jobbet med imaginære rettigheter, da de i starten ikke hadde patentert løsningen.

På spørsmål om hvordan bedriften hadde klart seg uten ekstern finansiering, var det ingen tvil om at bedriften ikke kunne gått videre med prosjektet hvis de ikke hadde fått inn kapital utenfra.

I forhold til rådgivning som de fikk underveis, så deltok B4, i starten, i et program i regi av IN. B4 beskriver utbytte av det som noe varierende og følte ikke at vedkommende selv hadde noe utbytte, men med-gründeren var mer positiv til det. Informanten mente at de som var foredragsholdere og rådgivere i IN sitt program hadde lite erfaring fra næringslivet og særlig lite erfaring med å starte noe selv. Informanten trekker derimot frem en støttespiller som de kom i kontakt med like etter oppstart, og som også kjøpte seg inn med en mindre sum. Vedkommende hadde tung ledererfaring fra næringslivet og teknologikompetanse på det område B4 trengte. Vedkommende bidro både med rådgivning på teknologi- og forretningsutvikling, samt med nettverk. Vedkommende satt også i styret en periode. Når jeg

på slutten av intervjuet spurte om det var noe annet eller noe spesielt informanten ville trekke frem, fremheves igjen denne støttespilleren.

*«Det må være at vi hentet inn de riktige personene tidlig, spesielt NN. Han bare kjøpte noen aksjer og fikk noen opsjonsavtaler som takk for hjelpen underveis, men han gav veldig mange gode råd som var nyttige for oss.»*

B4 har, etter at informanten trakk seg ut av den daglige driften og styret, hentet inn flere store summer fra private investorer. Prosessen rundt den siste finansieringen hadde informanten begrenset kjennskap til. B4 er etter hvert i gang med å få produktet/løsningen ut i markedet og opplever en økning i omsetning, samt at de i dag er 11 ansatte.

#### 4.5. Bedrift 5 (B5)

Bedriften er en teknologi- / IT-bedrift, som i dag er resultatet av to bedrifter i samme bransje som slo seg sammen. Informanten var delaktig i oppstarten av begge bedriftene. Den første av de to bedriftene ble startet opp i 2008. Informanten er en av gründerne og har i mange år vært daglig leder. Intervjuet ble gjennomført over telefon. Bedriften har i flere faser hentet inn kapital utenfra. I tidlig fase fikk bedriften etableringsstøtte fra IN og har i senere tid fått inn et aktivt eierfond på eiersiden, samt flere private investorer hvorav noen ligger nær opp under det vi har definert som FE. Informanten har også vært med i oppstarten av andre bedrifter i senere tid, men intervjuet har i hovedsak tatt utgangspunkt i bedrift B5 som ble startet i 2008.

B5 fikk ved oppstart etableringsstøtte fra IN. I 2010 gikk de aktivt ut og presenterte bedriften for potensielle investorer for å skaffe ytterligere finansiering. B5 uttaler følgende i forhold til behovet for ekstern finansiering:

*«Det første er jo rett og slett det at du trenger penger for å vokse. Man ser for seg at man skal ut i markedet med noe nytt. Man vil satse og videreutvikle det man har og man trenger penger til salg og markedsføring. Det er vanskelig å vokse organisk som et teknologicase.»*

Når intervjuet kom inn på hva som følger med en ekstern finansiering, har B5 noen betraktninger:

*«Fokuset er jo hovedsakelig at man trenger penger. Utover det, så er det jo både «benefits og downsides» med det å få inn eksternt eierskap. En opp-side kan jo være de personene som følger med. Får de en interesse og et engasjement rundt det å ha eierskap? Utøver de aktivt eierskap? Som å komme med rådgivning f.eks. Går de inn i styret, tar de styreposisjoner og bidrar den veien? Det er jo ganske vanlig og det skjedde jo i vårt tilfelle også.»*

I 2010 når B5 gikk aktivt ut og presenterte bedriften, fikk de inn et aktivt eierfond på eiersiden, samt flere private investorer. B5 omtaler de private investorene som forretningsengler, men understreker at det var flere og at de i varierende grad hadde erfaring fra å investere i unoterte selskaper. Etter emisjonen gikk en representant for fondet inn som styreleder og en person fra de private investorene fikk plass i styret.

Informanten hadde som nevnt også erfaring fra andre oppstarter, og deler sin erfaring fra en annen bedrift, der de fikk et stort antall private investorer på eiersiden. Erfaringen var at det ikke var utelukkende positivt.

*«Du får veldig mange som er interessert i det du gjør og det blir mange som skal informeres. Så det å ha mange eiere, er ikke nødvendigvis en god ting. Det blir fort litt logistikk og sånne småting da. Så det er ikke nødvendigvis så bra å få med personer som betaler inn 5000 kr i en emisjon. Det handler litt om å sette en minimumssum i forhold til å få inn nok. For det er jo rett og slett litt papirarbeid forbundet med en emisjon og i etterkant skal jo alle informeres og behandles likt. Det her er jo detaljer, men det er jo eksempler på at aksjonærer har følt seg urettferdig behandlet og gått rettens vei.»*

.....

*«I vårt tilfelle så har vi jo NN (fra fond) sittet i styret siden 2010 og bidratt veldig aktivt. De (fondet) har hatt styrelederen de siste 3-4 årene. Vi har fått mye igjen for å ha han der, han har bidratt veldig mye.»*

På spørsmålet om hvordan styrelederen har bidratt, svarer B5 at det i hovedsak har vært med kunnskap om forretningsdrift. B5 kan ikke se at de har dratt noen spesiell nytte av nettverket til styret og eierne. Det eneste er styrelederen, som med sin bakgrunn fra et aktivt eierfond, kjenner miljøene de har henvendt seg til for å hente inn ytterligere finansiering. Når fondet første gang skulle investere i B5, ønsket de ikke å gå inn alene. Andre aktører måtte også gå inn da ikke ønsket å ta hele investeringen selv.

På spørsmål om hvem de private investorene var og motivasjonen deres for å investere, kommer det en del interessante betraktninger og erfaringer:

*«Det er private personer med penger som vi på en eller annen måte har kommet i kontakt med og som vet at der skal være en emisjon, og som vi dermed har presentert bedriften for. Noen har investert av patriotiske grunner, de har lyst å støtte opp under lokalmiljøet. De ser på det*

*som en opp-side eller bonus tro jeg. De private investorene vi har med er fra lokalmiljøet her eller fra regionen.»*

B5 er inne på at det, for mange, er svært subjektive grunner til å investere og at det nok ikke er alle som har hatt noe forhold til verdisettingen eller som har noe exit-strategi.

*«Det er veldig subjektivt hva som gjør at folk investerer. Selv for de profesjonelle er det ikke ren matte. Det kommer ned til at de har tro på bedriften. Så er det varierende hvor godt begrunnet denne troen er.»*

.....

*«Noen er bare med fordi det her er kult, eller de har tro på det osv... Andre ser litt mer på hvor dyrt er dette. De profesjonelle er nok bedre på dette med verdisetting.»*

.....

*«De fleste har et ønske om å få en exit, men en bevist plan for hvordan, det har jeg ikke inntrykk av at de har.»*

Når jeg spør hvor viktig det har vært å få inn privat kapital så svarer B5:

*«Uten det hadde vi ikke kommet avsted i hele tatt. Med den offentlige støtten hadde vi kommet litt på vei. Det spørres hvor utholdende vi hadde vært, men vi hadde ikke vært i nærheten av det vi har i dag. Så vi har vært veldig avhengige av det.»*

B5 har en del erfaringer med IN, både tilbake i 2008 og nå i senere tid. B5 har ingen negative erfaringer med IN. Siden det har vært varierende erfaringer med IN hos de andre bedriftene jeg har intervjuet, så spør jeg om B5 har sett noe endring over tid.

*«Skjemaveldet der er blitt mindre og de har et annet syn på hvordan det egentlig er å være gründer. Da vi første gang kontaktet de var det liksom forretningsplanen som gjaldt. De sa: få se forretningsplanen din. Samtidig har det vokst frem en skole internasjonalt som heter brenn forretningsplanen. Det er fordi ingen forretningsplan overlever møtet med virkeligheten. Dette har faktisk IN vært ganske tidlig ute å med å ta til seg, til en offentlig etat å være, med tanke på hvor nye disse tankene er. IN nasjonalt har anerkjent disse tankene og prøver å implementere det i hvordan de tildeler støtte.»*

## 4.6. Bedrift 6 (B6)

Bedrift startet av to gründere i 2010. Bedriften har solgt en egenutviklet serie av et produkt som faller inn under segmentet mote / mote-tilbehør. Forretningsideen bygger på innovativ materialbruk, og startet i sin tid en helt ny nisje. I markedsføringen av produktet ble særegenhet, design, kvalitet og bærekraft vektlagt. Produktet er sammenlignet med konkurrerende merker høyt priset, og siktet seg inn på «High End-markedet».

Intervjuet ble gjennomført med en av de to gründerne, som også var styrets leder. Bedriften har aldri hatt ansatte utover de to arbeidende gründerne. Bedriften har gradvis lagt ned driften de siste årene. Intervjuet ble gjennomført på et nøytralt sted.

B6 finansierte oppstarten med egne midler, etableringsstøtte fra IN, støtte fra en lokal næringshage og senere et banklån. På spørsmål om når og hvordan de begynte å se etter ekstern finansiering, så svarer B6:

*«Vi innså ganske tidlig at vi ville trenge penger utenfra. Var derfor vi kontaktet næringshagen. Vi gjorde også en del undersøkelser rundt IN for de hadde vi jo hørt om.»*

.....

*«Vi tenkte selvfølgelig på å få inn andre investorer også, men vi følte ikke vi var klar for det og vi visste heller ikke hvordan vi skulle gå frem.»*

Når de i starten var i kontakt med IN, så måtte de skrive om hele forretningsplanen etter IN sin mal.

*«Av egen interesse satt jeg på kveldstid og laget markedsplaner og strategier. Så det hadde vi i boks før vi kontaktet IN, men i møte med IN fikk vi vite at vi måtte skrive om forretningsplanen etter deres mal, følte ikke at de hadde strengere krav, men de ville ha det etter sin mal.»*

B6 gav uttrykk for at de var litt kritiske til IN sin detaljerte øremerking av midlene de fikk tildelt og at de ble henvis til rådgivere, som de følte ikke hadde så mye å bidra med. B6 takket nei til en del av støtten de fikk på grunn av øremerkingen.

*«Vi følte at betingelsene som IN la til grunn ikke var det beste for bedriftens utvikling. Betingelsene gikk på at midlene var øremerket, med så og så mye til markedsføring, produksjon, prototype utvikling og eksterne konsulenter. De eksterne konsulentene var gjerne konsulenter som de hadde kjennskap til. Noen av de følte vi ikke tilførte noe av verdi.»*

.....

*«Noe av det jeg ikke liker med IN er at de kaster penger etter deg, men viser ikke noe evne til oppfølging. Det er klart at i motsetning til Venture kapitalister, så går ikke IN inn som investor, men som en bidragsyter, men likevel føler jeg at de kunne og burde følge bedre opp. Ikke at vi nødvendigvis ville ha så mye mer oppfølging der og da, men ..... Det følte som vi fikk pengene, så leverte vi noen rapporter og så var det greit. Skulle tro at de hadde en interesse av å følge litt mer opp.»*

B6 følte de ikke fikk så mye utbytte av rådgivningen de fikk fra IN, men de trekker frem en lokal næringslivsleder som stilte opp som mentor for dem. Han gjorde det uten å kreve noe og uten å gå inn med penger.

*«Vi fikk gratis konsulenthjelp fra NN. Han sa at han ikke ville ha noe for det, for han ville gjerne hjelpe oss. Han var en veldig god bidragsyter, og han gjorde alt gratis. Han stilte virkelig opp.»*

Etter at B6 fikk støtten fra IN kunne de gå i gang med den første produksjonsserien som skulle produseres i Kina. I forbindelse med at produksjonen skulle foregå i Kina, ble de av den tidligere nevnte mentoren, satt i kontakt med andre i det lokale næringslivet som hadde erfaring med å produsere i Kina. Det var en del utfordringer med produksjonen i Kina, blant annet feilproduksjon. Når neste serie skulle produseres i Kina finansierte B6 det med et kortsiktig banklån med pant i varelageret.

*«Vi hadde på dette tidspunktet brukt opp pengene fra IN og hadde tatt opp et banklån. Dette var en kassakreditt i den lokale sparebanken på noen hundretusen. Lånet hadde grei rente, litt høyere en vanlig kanskje. På grunn av dette var vi helt avhengige av å få solgt produksjonsserien.»*

B6 hadde også en del utfordringer med den andre produksjonsserien. Fabrikken i Kina klarte ikke å levere i tide, og B6 måtte selge varene med litt redusert pris på grunn av dette, men kom ifølge informanten likevel greit i havn. Det gikk likevel litt utover motivasjonen til gründerne som også var opptatt med jobb og studier. Bedriften har derfor gradvis blitt avviklet de siste par årene, til fordel for annen jobb og studier.



## 5. Diskusjon

I dette kapitlet vil jeg svare på forskningsspørsmålene og jeg vil ta frem det jeg ser på som de viktigste funnene og se de i sammenheng med litteratur og problemstilling. Som det går frem i kapittel 3.1 er dette studiet et åpent studie og det vil derfor bli tatt med momenter i diskusjonen som ikke retter seg direkte imot problemstilling og forskningsspørsmål, men som er relevante i forhold til fenomenet finansiering av oppstartsbedrifter.

### 5.1.Forskningsspørsmål

Under problemstillingen ble det i kapittel 1.2 formulert tre forskningsspørsmål. Her vil jeg trekke ut momenter fra dataene som kan være med på å belyse og gi et svar på de tre spørsmålene. Uttalelser, er i teksten kategorisert i forhold til hvordan de svarer på spørsmålene.

#### 5.1.1. Forskningsspørsmål 1

*Hva er bakgrunnen for at bedriftene søker mot de ulike finansieringskildene?*

B2 og B6 forteller at de kjente til IN fra skole og studier. Samtlige bedrifter gav uttrykk for at IN er en av få muligheter til å få den aller første finansieringen ved siden av egne midler. B6 sa de tenkte på å få inn andre investorer, men at de ikke visste hvordan de skulle gå frem i starten.

B1 har til nå bare fått støtte fra IN. De har i dag stabile inntekter som dekker drift og løpende utvikling av systemene deres. På grunn av dette har de ikke behov for å få inn ytterligere finansiering på nåværende tidspunkt. Derfor har B1 takket nei til tilbud fra private investorer. På spørsmål om fremtidig finansiering, så utelukker ikke B1 at det kan bli aktuelt å ta inn en investor på eiersiden for å få kapital til å forsvare markedsposisjon i et marked i rask endring.

B2 som jobber med å skaffe ytterligere finansiering, sier at de ser etter en investor som har kjennskap til bransjen og nettverk i bransjen de opererer i, og at det vil være avgjørende. B2 ser seg best tjent med en EK-finansiering, der en ny eier er villig til å gå inn med så mye kapital at det holder i forhold til et lenger løp med forskning og utvikling. B2 har takket nei til flere private investorer som ønsker å gå inn med mindre beløp. B2 er bevisst på at det ikke er ønskelig å selge eierandeler før der er en investor som ser potensialet i bedriften, og som dermed er villig til å betale en høyere pris. På grunn av dette har B2 så langt basert seg på egne midler og finansieringskilder som ikke innebærer en utvanning av eierskapet.

I likhet med B2 uttaler B4 også at de ønsket en investor med kjennskap til bransjen. B4 var i kontakt med både aktive eierfond og med FE, men valgte å ta inn FE med kunnskap til bransjen på eiersiden. B4 uttalte at de valgte bort et aktivt eierfond da de følte avtalene de ble presentert var «sleipe» i den forstand at gründerne sine interesser ikke ble ivaretatt godt nok.

B6 er eneste bedriften som har benyttet seg av bank som finansieringskilde. Dette var kortsiktig finansiering av produksjonen av produktserie som de allerede hadde avtale med kjøper om. B6 beskrev avgjørelsen om å bruke bank som finansiering som helt naturlig i deres situasjon.

Alle bedriftene i studiet har fått støtte fra IN. Hovedgrunnen til at alle seks bedrifter først har søkt finansiering hos IN er tilgjengelighet. På det tidspunktet bedriftene har søkt IN om finansiering, har der ikke vært andre alternativer. I forhold til videre finansiering, er der eksempel på at kapitalens kostnad har vært styrende. To bedrifter (B1 og B2) har takket nei til private investorer på et tidlig tidspunkt og valgt å basere seg på intern finansiering og støtteordninger frem til bedriftens potensiale er tydeligere. Flere bedrifter har trukket frem bidrag utover kapitalen som har vært nyttige og viktige for utviklingen. I hvor stor grad det har vært sett på som viktig i forkant av investeringen er mer usikkert. Investor sin kjennskap til bransjen ble nevnt som viktig for B2 som er på utkikk etter videre finansiering. B4 valgte finansiering fra investorer med kjennskap til bransjen. B2 trakk også frem det som ble sett på som fordeler ved en privat investor kontra videre offentlig støtte. Fordelen lå i at bedriften kunne få et sterkere markedsfokus.

### 5.1.2. Forskningsspørsmål 2

*Hvilke bidrag fra finansierer utover kapital ble sett på som verdifulle?*

B1, B2, B3 og B4 fikk alle tilgang til kurs gjennom IN som de har deltatt på. B1 og B2 var også deltagende i et mentor program i regi av IN. B6 ble gjennom IN tildelt eksterne konsulenter som de kunne få øremerket støtte for å bruke.

B5 fikk inn en styreleder fra et aktivt eierfond. Vedkommende har vært mye brukt som rådgiver for gründerne og ledelsen i bedriften. Rådgivningen har vært i forhold til generell forretningsdrift, og i forhold til at vedkommende har nettverk og kjennskap til hvem som kan være aktuelle å kontakte for ytterligere finansiering.

B2 og B4 har deltatt, og gjort det godt i såkalte innovasjonskonkurranser. I tillegg til at det har vært pengepremier, har det ført til publisitet. Denne publisiteten har gitt utslag i tilbud om ytterligere finansiering og har satt de i kontakt med samarbeidspartnere.

B1, B2 og B3 var positive og uttalte at de har dratt nytte av de kompetansehevende tiltakene gjennom IN. B3 uttaler blant annet at kvaliteten på kursene er bra og de er «up to date». Så selv om det er litt avhengig av hva slags bakgrunn man har, vil de fleste få noe ut av kursene. De nevner spesielt for egen del at det var nyttig med tips om hvordan man skulle få informasjon ut av en kunde. B2 trekker frem en ordning der IN gjennom Connect Norge skaffer mentorer for gründere. B2 sier at det er viktig å få en «sparring partner» tidlig.

B6 som fikk støtte fra IN tilbake i 2009 er kritisk til at de fikk midler som var øremerket til bruk av konkrete rådgivere som IN plukket ut. Kvaliteten på rådgiverne var ikke bra nok. B4 fikk inn forretningsengler i styret som hadde erfaring fra bransjen og fikk slik sett rådgivning, men de følte rådgivningen var lite tilgjengelig, og de måtte kompensere styremedlemmene når de bidro med rådgivning. I tillegg til forretningsenglene som nevnes her, hadde B4 en person som de omtaler som en rådgiver som var tidlig inne og som var svært aktiv som rådgiver og støttespiller. Vedkommende satt også i styret og investerte mindre beløp i B4 før de fikk på plass den mer avgjørende finansieringen. B4 trekker frem publisiteten og nettverket de fikk gjennom en innovasjonskonkurranse som verdifullt.

Bidrag utover kapital som har vært gjenstand for undersøkelse er nettverk, rådgivning og kompetansehevende tiltak. Det eneste konkrete eksempelet på at investors nettverk har vært av betydning kom B5 med. De fikk tips om miljøer de kunne henvende seg til for ytterligere finansiering. Flere uttrykker seg likevel positivt til investorer med nettverk. B1 uttalte at nettverk var viktig i deres bransje, og om de skulle få inn en investor på nåværende tidspunkt, ville det være på grunn av nettverket, siden de ikke trengte kapital på nåværende tidspunkt. B6 nyttet nettverket til en rådgiver som ikke investerte. Rådgivning og kompetansehevende tiltak er trukket frem som verdifulle bidrag. B1, B2 og B3 som alle er startet i 2015 var generelt svært positive til de kompetansehevende tiltakene de har fått tilgang til gjennom IN og Connect Norge. Det er her snakk om samlinger, kurs og mentor-ordninger. B4 og B6 var begge kritiske til kvaliteten på kompetansehevende tiltak og rådgivning i regi av IN. B4 og B5 har gitt oss eksempler på at både såkorn-fond og FE har bidratt med rådgivning som er sett på som verdifulle av bedriftene.

### 5.1.3. Forskningsspørsmål 3

*Hvordan vurderer bedriftene at veksten ble påvirket?*

B1, B2 og B3 var alle etablert i 2015 og har dermed lite historikk. Selv om B1 var etablert i 2015 har de opplevd vekst i både sysselsetting og omsetning. B1 gav uttrykk for at de ikke ville kommet i gang så tidlig om det ikke hadde vært for finansiering fra IN. Finansieringen fremskynde markedsavklaringer og markedsintroduksjon. I tillegg kom det frem at kontakten med IN hadde gitt en positiv innvirkning på vekstambisjonene til B1. B2 var tydelig på at ytterligere ekstern finansiering ville være avgjørende for at produktet til bedriften skal komme på markedet og dermed føre til vekst. B3 uttalte at når de i en senere fase skulle masseprodusere produktet sitt, så ville de søke ytterligere ekstern finansiering for å finansiere vekst. B6 er under avvikling til tross for at de fikk støtte fra IN. Bakgrunnen for at bedriften legger ned har med motivasjonen til de to gründerne å gjøre. Sviktende motivasjon og sviktende ambisjoner for bedriften har delvis med fokus på utdanning og annen jobb, men også de dårlige erfaringene med produksjon i Kina.

B4 som ble etablert i 2009 kunne vise til historisk vekst i antall ansatte. De er godt i gang med utvikling av et produkt som krever betydelige ressurser til teknologiutvikling. Som direkte følge av ekstern finansiering fikk B4 mulighet til å ansette personell og bruke ressurser på teknologiutviklingen. Dermed kan veksten i sysselsetting relateres direkte til ekstern finansiering. B4 var tydelig på at å utvikle produktet deres uten ekstern finansiering ville være umulig, og relaterer den eksterne finansieringen slik sett direkte til bedriftens vekst.

For B5 var det lettere å uttale seg om vekst relatert til ekstern finansiering. B5 har opplevd jevn vekst fra oppstart både i antall ansatte og i omsetning. For B5 gjorde den offentlige støtten at de kunne komme i gang, men uten den private kapitalen ville de ikke opplevd den store veksten. B5 knytter veksten i hovedsak til den finansielle kapitalen, men uttalte at rådgivningen de har fått fra Venture fondet som var representert i styret hadde vært til stor hjelp.

## 5.2. Diskusjon av funnene

Jeg vil her sette mine funn sammen med litteraturen på området for å se hvordan det samsvarer.

### **Kapitalstruktur og asymmetrisk informasjon**

I forhold til valg av finansieringskilde så er der flere funn som kan settes i sammenheng med teori. B1 og B2 har så langt basert seg på intern finansiering og støtteordninger. B2 uttaler at de ikke ønsker ikke å selge eierandeler før en investor ser det samme potensiale som gründeren. Dette er et eksempel på asymmetrisk informasjon. Som vi var inne på i kapittel 2.5 vil en slik innhenting av EK ifølge Meyers (1984) gi et signal om at gründeren ikke fullt ut tror på prosjektet og dermed øke prisen på kapitalen (må gi fra seg en større eierandel for mindre kapital). B1 og B2 sine uttalelser om at de ønsker å hente inn EK fremfor å ta opp lån er også et eksempel på fenomenet som Hogan & Hudson (2004) og Riding et al. (2012) beskriver som et avvik fra kapitalens rangordning (POT). B1 og B2 som helt klart er å regne som NTBF foretrekker EK-finansiering fremfor låne-finansiering. Dette var et trekk som Hogan & Hudson (2004) fant for NTBF i Irland og Riding et al. (2012) fant i Canada. Hogan & Hudson (2004) sin forklaring var både grunnlagt i kapitaltilbyder og kapitalsøkers preferanser. FE og Venture fond er på sin side bedre rustet til å håndtere og minimere informasjons asymmetrien enn banker og det er slik sett enklere å få EK-finansiering enn lån for NTBF. I tillegg viste gründerne bak NTBF å være mindre skeptisk til å gi fra seg eierandeler enn det som generelt var tilfelle for SMB. Både B1 og B2 som er eksempler på NTBF, uttaler seg positivt til å gi fra seg eierandeler dersom det er til bedriftens beste. Funnene til Hogan & Hudson (2004) støttes også av at B4 og B5 har finansiert seg gjennom EK. B6 var eneste bedrift som hadde nyttet bankfinansiering, men de var i en særstilling da de kunne stille med sikkerhet. B6 er også den bedriften som ligger lengst unna å være en NTBF i vårt utvalg. B3 uttalte seg nøytralt ift. EK eller lånefinansiering i fremtiden.

### **Agent Principal Theory**

I løpet av undersøkelsen kommer agent-principal-problemstillingen opp flere ganger. B2 uttrykker bekymring for at det kan bli «tension» om en potensiell investor ikke forstår hva pengene brukes til underveis. Her kan man se for seg både at investoren ikke forstår, men og at investor mener at beslutningene ikke er optimale for hans interesser. B5 er inne på utfordringen med å holde alle eierne / investorene informert og at det er eksempler på investorer som har gått rettens vei, selv om B5 ikke har opplevd det selv. B4 uttalte at

investorene krevde å få plass i styret for å kunne holde oversikten. Det er i seg selv ikke noe spesielt i det, det er bare nok et eksempel på en principal som bruker ressurser på å kontrollere agenten.

### **Finansieringsgapet**

Noe som er påfallende er at ingen av informantene har uttrykt at det har vært vanskelig å skaffe ekstern finansiering så langt. Ei heller har de uttrykt særlig bekymring for at de ikke vil klare å skaffe fremtidig finansiering. Tre av bedriftene har til og med takket nei til private investorer (B1 og B2) og venturefond (B4) som har ønsket å kjøpe seg inn. Denne studien finner altså ikke støtte for at der eksisterer et finansieringsgap.

### **Bidrag til vekst**

Av våre seks bedrifter har tre bedrifter (B2, B4 og B5) svart helt klart at de har vært eller vil være helt avhengige av ekstern finansiering for å kunne lykkes og dermed oppnå vekst. De tre andre bedriftene (B1, B3 og B6) har kommet hurtigere i gang som følge av ekstern finansiering. Dataene våre støtter dermed at ekstern kapital er viktig for vekst og i mange tilfeller en forutsetning.

Ser vi på ikke finansielle-bidrag som har påvirket vekst, er det eksempler på at det har hatt betydning. Det klareste eksemplet er B4 som tydelig trekker frem en privat investor som var med fra tidlig fase som viktig for utviklingen. B5 trekker også frem styrelederen fra såkornfondet som en ressurs i forhold til forretningsutvikling. B4 og B5 er også de bedriftene som har opplevd størst vekst. B4 og B5 sine historier stemmer godt med Kolvereid et al. (2010) sine funn som setter rådgivning i sammenheng med vekst. Hvis vi ser på de tre yngste bedriftene, så har de fått rådgivning gjennom IN. Alle de tre bedriftene er positive til dette. B1 er den bedriften som er kommet lengst, har stabil omsetning og har allerede etter kort tid opplevd vekst i både antall ansatte og omsetning. Det bidraget som flest har vært positive til er rådgivning og kompetanseheving, henholdsvis fra IN (B1, B2 og B3), FE (B4) og såkornfond (B5). Tilgang til nettverk gjennom finansierer er det én bedrift som har positiv erfaring med. Det var B5 som gjennom nettverket til såkornfondet fant hvor de kunne henvende seg for ytterligere finansiering. To andre (B1 og B2) uttalte at de trodde nettverk til en fremtidig investor ville være viktig.

## **Vekstambisjoner**

Vekstambisjoner vil ifølge forskningsmodellen påvirke vekst, og valg av finansieringskilde. B2, B4 og B5 som alle scorer høyt i forhold til vekstambisjoner er de bedriftene som har vært tydeligst på betydningen av ekstern finansiering, og de har alle prioritert EK foran lån. I modellen vår ser vi at pilen mellom vekstambisjoner og finansieringskilde går begge veier. Tanken bak det er at samtidig som ambisjonene kan påvirke hvem du søker finansiering hos så kan ambisjonene dine bli påvirket av de som finansierer deg. I datamateriale ser jeg dette hos B1, som gav uttrykk for at kontakten med IN hadde vært med på å motivere B1 til å starte og til å satse. IN som finansieringskilde påvirket med andre ord B1 sine vekstambisjoner. I motsatt fall ser vi tilfellet med B6 der vekstambisjonene sviktet.

Vi ser også at de to bedriftene som har opplevd størst vekst (B4 og B5) har hatt store vekstambisjoner helt fra starten. Dette samsvarer godt med funnene Departement for Business Innovation & Skills (2012) har gjort i UK.

## **Investor adferd og motivasjon**

Sullivan og Miller (1996) deler inn FE i tre kategorier som vi var inne på i kapittel 2.2.3. Hvor to av kategoriene er investorer som ikke utelukkende er motivert av egen økonomisk vinning. B4 forteller om en god hjelper og rådgiver som investerte et mindre beløp, og som bidro aktivt med rådgivning. Om vi her snakker om en Hedonistisk eller en Altruistisk Investor er vanskelig å si med sikkerhet, men det virker ganske sikkert at vedkommende ikke hovedsakelig var motivert av egen økonomisk vinning. B6 forteller også om en god hjelper. Vedkommende investerte ikke i bedriften, men bidro med rådgivning og nettverk uten å kreve noe for det. Vedkommende var beskrevet som en person som stemmer godt med profilen til en FE. Selv om vedkommende ikke var en investor, så er det lett å trekke paralleller til investorer med Hedonistisk og Altruistisk motivasjon. B5 deler flere betraktninger om FE. Blant annet kommer det frem at de fleste investorene var fra nærområdet og samtlige var fra regionen. Dette stemmer godt med både Morrissette (2007) og Reitan & Sørheim (2000) sine karakteristikk av FE investoradferd.

## **Reformering av Innovasjon Norge (IN)**

Som nevnt tidligere, har alle bedriftene fått finansiering fra IN. Et trekk som kom tydelig frem i alle intervjuene var at der har vært en utvikling innad i IN. B4 og B6 beskriver en byråkratisk organisasjon som bidro med lite av verdi utover økonomisk støtte. B1, B2 og B3

som alle fikk støtte i 2015 beskriver en mer fleksibel organisasjon med en mindre byråkratisk prosess for å tildele støtte. I tillegg har bedriftene som har fått støtte i 2015 uttrykt at de har hatt utbytte av den ikke-finansielle støtten. IN har sammen med Connect Norge skapt gode arenaer der gründere kan utvide nettverket sitt og komme i kontakt med rådgivere og mentorer fra næringslivet. B5 bekrefter at de har sett en tilsvarende utvikling i IN de siste årene.

### **Oppsummering av funnene**

I Tabell 5.1 er funnene fra undersøkelsen sammenfattet i en tabell. Første del av tabellen er en oversikt over fakta om de seks bedriftene. I andre del av tabellen er innholdet fra undersøkelsen oppsummert. I andre del av tabellen har jeg gjort en vurdering av vekstambisjonene til bedriften. Vekstambisjonen er rangert på en skala fra 1-5 der 5 er svært store vekstambisjoner. Se Tabell 5.2 for en beskrivelse av ambisjonsnivåene. Vi ser av tabellen at det er stor forskjell på hvor mye vekst bedriftene har oppnådd samtidig som det er forskjell i ambisjonsnivåene. Vi kan se en sammenheng mellom ambisjonsnivå og faktisk vekst.

Siden fokus for studien er vekst, har jeg her noen korte individuelle kommentarer til de seks bedriftene sin vekst:

- B1 som var etablert i 2015 kan allerede vise til vekst i både omsetning og sysselsetting. Gründeren har allerede to ansatte og en økende omsetning.
- B2 har allerede ansatt en person, men siden produktet ikke er utviklet ennå, så er omsetningen fortsatt lav.
- B3 har ingen ansatte utover de to arbeidende gründerne, men de har begge full jobb i bedriften. Produktet til B3 er også under utvikling, så omsetningen er lav.
- B4 har 11 ansatte noe som er kraftig vekst siden 2009. Sett i forhold til antallet ansatte, så er omsetningen lav. B4 har frem til nå hovedsakelig jobbet med å utvikle produktet, og er først nå i ferd med å få produktet ut i markedet. B4 regner med en voldsom vekst i omsetning de nærmeste årene og fortsatt noe vekst i sysselsetting.
- B5 kan med sine 13 ansatte vise til god vekst i sysselsetting siden 2008 og samtidig har de opplevd god vekst i omsetning.
- B6 har ikke hatt ansatte utover de to gründerne, men omsetningen har vært høyere enn tallene fra 2015 viser. De to gründerne har gradvis lagt ned bedriften de siste årene.



Samlede resultater						
Parameter	Bedrifter					
	B1	B2	B3	B4	B5	B6
<b>Fakta</b>						
Bransje	IT / markedsføring	Teknologi	Næringsmiddel-teknologi	Teknologi	Teknologi / IT	Mote
Oppstartsår	2015	2015	2015	2009	2008	2010
Antall ansatte	Gründer + 2	Gründer + 1	To arbeidende gründere	11	13	To arbeidende gründere (deltid)
Omsetning (2015)	100 – 500k	0 -100k	0 -100k	500 – 1000k	10 – 20 mill.	0 - 100k
Finansiering	<ul style="list-style-type: none"> <li>IN (Fase 1 &amp; 2 + mentor tilskudd)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IN (fase 1 + mentortilskudd)</li> <li>Innovasjonskonkurranser</li> <li>Noe egne midler</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IN (fase 1)</li> <li>EK finansiering fra annen bedrift i tilstøtende bransje</li> <li>Egne midler</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lån fra familie og venner</li> <li>IN (etableringsstøtte, risikolån, skattefunn)</li> <li>Forretningsengler</li> <li>Næringspark (kjøpe seg inn i bedriften, emisjon)</li> <li>Innovasjonskonkurranser</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IN (etableringsstøtte)</li> <li>Forretnings engler</li> <li>Så Kornfond</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IN (etableringsstøtte)</li> <li>Bank (Kassakreditt)</li> <li>Lokal næringshage (støtte / tilskudd)</li> <li>Noe egne midler</li> </ul>
Størrelsesorden ekstern finansiering	500 - 1000k	500 – 1000k	500 - 1000k	50 – 100 mill. i flere runder over flere år	5 – 10 mill.	100 - 500k
Vekst	Vekst i antall ansatte og omsetning.			Vekst i antall ansatte. Og til dels i omsetning.	Vekst i antall ansatte og omsetning.	Negativ vekst → bedriften avvildes
Informant	Grunder og daglig leder	Grunder og daglig leder	To av gründerne var intervjuet. Den ene er daglig leder og den andre produktutvikler	En av to gründerne.	Grunder og daglig leder inntil nylig.	En av to gründerne

Resultater						
	B1	B2	B3	B4	B5	B6
Ambisjonsnivå ift. Vekst	4	5	4	5	4	3
Bakgrunnen for at bedriften søkte mot de ulike finansieringskildene?	<p>IN var naturlig og eneste mulighet til å få den første eksterne finansieringen for å komme i gang uten å risikere alle sparepengene.</p> <p>Ift. en eventuell fremtidig finansiering, så er det EK finansiering som blir nevnt.</p>	<p>IN var eneste kjente mulighet til å få støtte for å komme i gang i starten. Kjente til IN fra studiene.</p> <p>Ift. en eventuell fremtidig finansiering, så er både privat EK finansiering og offentlig FoU midler nevnt. Et sterkere markedsfokus blir sett på som en fordel med privat EK finansiering.</p>	<p>IN var et naturlig valg for å få tilgang til oppstarts kapital.</p> <p>Annen bedrift kom inn i en tidlig fase pga de vil være en fremtidig samarbeidspartner / leverandør.</p> <p>I forhold til fremtidig finansiering kan både EK- og lånefinansiering være aktuelt.</p>	<p>Hadde ønske om å få inn investorer med kjennskap til bransjen. I tillegg hadde IN forpliktet seg til å bidra med ytterligere støtte hvis bedriften fikk inn private kapital.</p> <p>Utover det var fokus å få inn finansiering der man kunne.</p>	<p>IN var en av få muligheter for å få den første finansieringen.</p> <p>Søkte privat finansiering for å få nok kapital til å vokse.</p>	<p>Eneste kjente mulighet til å få oppstarts midler. Hadde kjennskap til IN gjennom studier og media, følte derfor naturlig.</p> <p>Følte naturlig å henvende seg til lokal sparebank for finansiering av produksjonsserie nr 2.</p>
Hvilke bidrag fra finansierer utover kapital ble sett på som verdifulle?	Rådgivning og kompetanseutvikling gjennom IN	<p>Rådgivning og kompetanseutvikling gjennom IN</p> <p>Fått bygget mye nettverk gjennom innovasjons-konkurranser</p>	Rådgivning og kompetanseutvikling gjennom IN	<p>Rådgivning og kompetanseutvikling gjennom IN</p> <p>Rådgivning og hjelp (næringsparken) Deltagelse i kursprogram for gründere</p> <p>Rådgivning i forbindelse med innovasjons-konkurranser Publisitet i forbindelse med innovasjons-konkurranser</p> <p>Rådgivning fra FE.</p>	<p>Rådgivning ift forretningsdrift fra såkornfond representert i styret. Gjennom profesjonelle nettverk kjente styreleder fra såkornfond til miljøer som kunne sikre videre finansiering</p>	<p>Bedriften fikk henvisning til konsulenter i IN sitt nettverk, men de var av dårlig kvalitet og tilførte ikke noe av verdi.</p>
Hvordan vurderer bedriften at veksten ble påvirket?	Kom i gang med markedsavklaring og uttesting tidligere.	Vanskelig å si utover at bedriften har kommet i gang.	Vanskelig å si utover at bedriften har kommet i gang.	Fikk midler til å utvikle teknologien videre og ansette folk → Positiv påvirkning på vekst.	Finansieringen var helt avgjørende for den veksten bedriften har opplevd.	Finansieringen gjorde at bedriften fikk produktet i markedet tidligere.
Hva gikk kapitalen til?	Markedsavklaring	<p>Markedsavklaringer</p> <p>Betale for kontorplass i kontorfellesskap for gründere</p>	Markedsavklaringer (utlegg til reiser og lønn)	Utvikling av teknologien (FoU)	Til finansiering av vekst. Det ble ikke ytterligere spesifisert av informant.	Produksjon og markedsføring

<p>Annet av betydning</p>	<p>Informanten vektla viktigheten av å komme i kontakt med potensielle kunder tidlig.</p> <p>B1 er ved flere anledninger har blitt kontaktet av potensielle investorer, men siden de ikke har behov eller ønske om å hente inn mer ekstern kapital på nåværende tidspunkt har de takket nei.</p>	<p>Er på utkikk etter en ekstern investor med kjennskap til bransjen og som er villig til å gå inn med «nok» kapital. Tilbud så lang er avslått pga for lite kapital. Alternativet er å basere seg i større grad på offentlige FoU midler, men ser for seg et annet løp da.</p>				<p>Lokal næringslivsprofil stilte på eget initiativ opp som rådgiver gratis. Til stor hjelp. Var ikke inn som investor.</p>
---------------------------	--	---	--	--	--	---

Tabell 5.1 Samlede resultater

<b>Vekstambisjoner</b>	
<b>Ambisjonsnivå</b>	<b>Beskrivelse</b>
<b>1</b>	Ingen ambisjoner om vekst. Typisk levebrødbedrift. Kun ambisjoner om å opprettholde drift og sysselsetting.
<b>2</b>	Noe vekst ambisjoner. Hovedsakelig finansiert med interne midler (reinvestering av overskudd).
<b>3</b>	Ambisjoner om vekst. Åpen for å søke ekstern finansiering.
<b>4</b>	Store ambisjoner om vekst. Ser for seg at bedriften kan bli stor i nasjonal sammenheng. Naturlig å søke etter ekstern finansiering.
<b>5</b>	Svært store vekst ambisjoner. Ønsker å bli store i internasjonal sammenheng. Avgjørende å få ekstern finansiering.

Tabell 5.2 Ambisjonsnivå i forhold til vekst for bedriften.

## 6. Avslutning

Avslutningen består av to deler. Konklusjonen gir en kort oppsummering av funnene som er direkte relevante for å besvare problemstillingen. Videre tar jeg for meg de praktiske implikasjonene der jeg gir noen råd til fremtidige gründere og har noen betraktninger rundt de offentlige virkemidlene. Under teoretiske implikasjoner ser jeg på funn som støtter opp under eksisterende forskning, tar for meg undersøkelsens begrensinger og tips til videre forskning.

### 6.1. Konklusjon

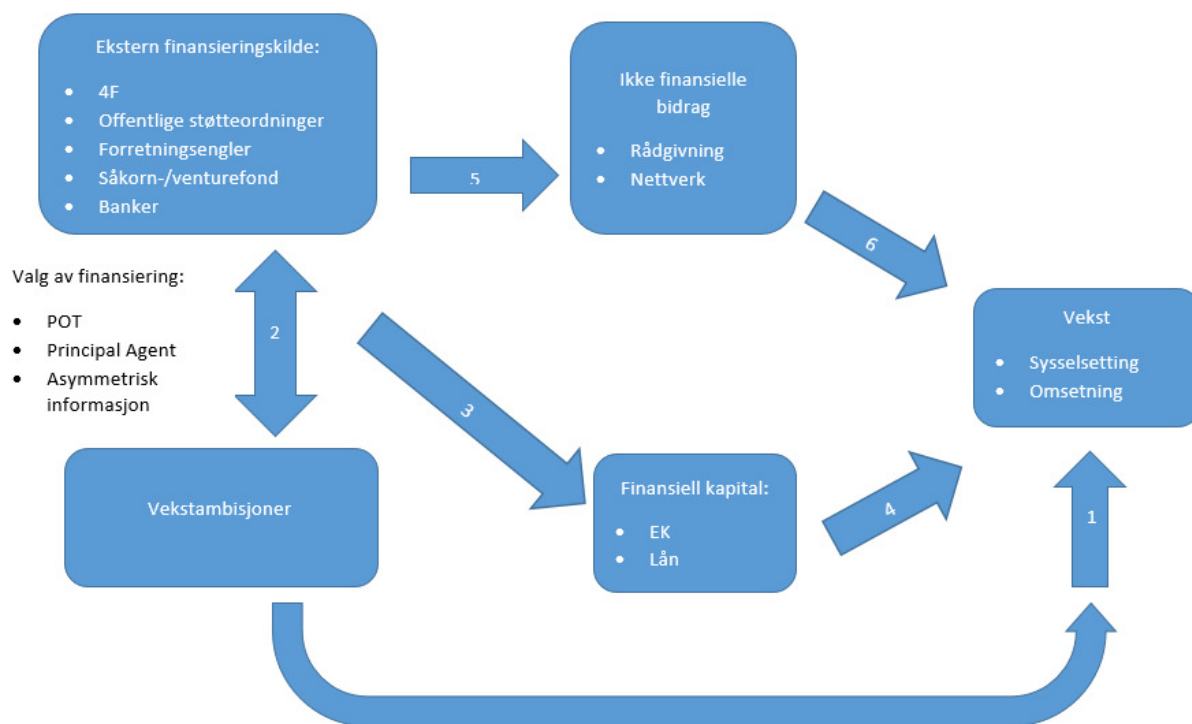
Problemstillingen jeg skal svare på i dette studiet er:

#### *Hvordan bidrar ulike finansieringskilder til vekst i oppstartsbedrifter?*

Ser jeg på forskningsmodellen min kan både finansiell kapital og ikke finansielle bidrag fra finansierer bidra til vekst. Jeg har funnet støtte for at ekstern kapital er avgjørende for vekst. Vi har også gjort funn som tyder på at IN, FE og såkornfond bidrar med verdifull rådgivning inn i oppstartsbedrifter og at det kan påvirke veksten positivt.

Gründerens vekstambisjoner er av betydning for bedriftens vekst. Vekstambisjonene er også med på å bestemme hva slags finansiering gründeren ønsker. Samtidig kan de som finansierer bedriften være med på å påvirke vekstambisjonene.

Teoriene om kapitalstruktur (POT), principal agent forhold og asymmetrisk informasjon er med på å forklare hvorfor bedrifter finansierer seg som de gjør. Denne studien har gjort funn som viser eksempler på dette og som støtter litteraturen på området. Dette er diskutert i kapittel 0. Figur 6.1 Den oppgradert forskningsmodell viser sammenhengene som vi la frem i kapittel 2.9 og som vi har funnet støtte for i undersøkelsen.



Figur 6.1 Den oppgradert forskningsmodellen

## 6.2. Implikasjoner

### Praktiske implikasjoner

Å starte opp næringsvirksomhet er en kompleks prosess forbundet med mye usikkerhet, særlig når du skal bringe noe nytt ut i markedet. Er du usikker på hvordan du skal gå frem søk råd. Mye tyder på at de som har startet før har fått god hjelp. Om forretningsidéen din blir funnet god nok har IN støtteordninger og programmer for å komme i gang. Samtidig skal fremtidige gründere huske at målet er ikke å få støtte, målet er å utvikle idéen, så vær bevisst på tid og ressurser som går til annet enn å utvikle forretningsideen. Få avklart tidlig om det er et marked for produktet eller tjenesten din. For noen trenger ikke det offentlige å være veien å gå. Det er et voksende antall tilbydere av privat risikokapital i Norge. Hvem er vel mer kompetent til å gi råd enn en tidligere gründer og næringslivsleder som i tillegg brenner for innovasjon og næringsetablering? FE er der ute selv om de ikke er så synlige. Ha et bevisst forhold til når man skal selge eierandeler, til hvem man selger eierandeler til og til hvor mange. Får man mange investorer inn i en emisjon kan det bli til bry, som en av våre informanter (B5) hadde erfart. Av og til kan det lønne seg å modne frem idéen ytterligere før man begynner å forhandle med en FE eller et såkornfond. For at en innovativ oppstartsbedrift skal lykkes med å oppnå vekst tyder funnene i denne studien på at man må ha ambisjoner; det

er en forutsetning. Finansiering er også en forutsetning, og for de fleste vil det si ekstern finansiering i form av egenkapital. Får man i tillegg tilgang til kompetanse sammen med kapitalen så øker det sjansene for vekst.

Mye tyder på at IN har lyktes med å redusere byråkratiet. Sett fra gründernes side er IN i dag mer virkningsfullt enn for noen år tilbake. Der er likevel rom for forbedring i form av forenkling og samhandling mellom IN og andre offentlige instanser. Å tilby støtte for tidlig markedsavklaring fremfor å bruke midler på å prøve å velge ut fremtidige vinnere synes å være en god idé. Det er markedet som avgjør hvilke bedrifter som lykkes, ikke byråkrater. Sårkornordningen er omstridt, og det bør fortsatt være et kritisk blikk på den i forhold til om det er en effektiv måte å allokere risikokapital. I denne undersøkelsen er det et godt eksempel på at et såkornfond har bidratt med kompetent kapital som har vært av verdi for en oppstartsbedrift.

### **Teoretiske implikasjoner**

Denne undersøkelsen har funnet støtte for noen av de sentrale teoriene fra litteraturgjennomgangen. Vi har sett at innovative vekstbedrifter foretrekker EK-finansiering fremfor lånefinansiering. Det er et avvik fra POT, men har også blitt påvist av Hogan & Hudson (2004) for NTBF i Irland og Riding et al. (2012) i Canada. Det vi ser er at unge innovative vekstbedrifter har en annen kapitalstruktur enn hva vi ser hos eldre mer etablerte bedrifter. Vi ser og i funnene våre at utfordringene med asymmetrisk informasjon mellom gründere og kapitaltilbydere er en høyst reel problemstilling som er med på å påvirke kapitalkostnaden.

Alle undersøkelser har sine begrensninger, det har også denne. Antallet bedrifter som er undersøkt er relativt lavt og jeg har bare undersøkt bedriftene på ett tidspunkt, selv om man ville fått et bedre bilde av utviklingen ved å følge bedriftene over tid. Det er tidsrammen for en masteroppgave og ressursene tilgjengelig som legger disse begrensningene. Denne undersøkelsen har likevel funn som kan undersøkes videre i nye studier.

Jeg har i denne undersøkelsen funnet at både IN, FE og aktive eierfond har bidratt med både kapital og kompetanse som har fremmet vekst i oppstartsbedrifter. Rådgivning er det bidraget flest har trukket frem, noen har også sett på tilgang til nye nettverk som verdifullt. Denne studien kan ikke uten videre generalisere disse funnene til å gjelde alle innovative oppstartsbedrifter. Det studien har gjort er å argumentert for at det er sannsynlig at man kan finne lignende opplevelser hos lignende bedrifter i lignende situasjoner. Mitt råd for videre

forskning vil være å gjennomføre et større studie (flere enheter, men færre variabler) av innovative oppstartsbedrifter der formålet er å måle sammenhengen mellom vekst og finansiering. Bidragene utover kapital som vi har funnet i denne undersøkelsen bør være del av en ny undersøkelse. En slik undersøkelse vil være et naturlig steg videre fra denne undersøkelsen. For det offentlige vil det være et nyttig innspill til hvordan man skal stimulere tilgangen til risikokapital, som igjen skal føre til økt sysselsetting og verdiskaping.



## 7. Referanser

Alvarez, & Busenitz. (2001). The entrepreneurship of resource-based theory. *Journal of Management*, 27(6), 755-775.

Argentum Årsrapport 2015. Nedlastet 23.10.2016 fra:

<http://www.argentum.no/no/Arsrapporter/Arsrapport-2015/>

Barlindhaug, J., & Norge Kommunal- og regionaldepartementet. (2004). Livskraftige distrikter og regioner: Rammer for en helhetlig og geografisk tilpasset politikk: Utredning fra Distriktskommisjonen, oppnevnt ved kongelig resolusjon 7. februar 2003: Avgitt til Kommunal- og regionaldepartementet 12. oktober 2004 (Vol. NOU 2004: 19, Norges offentlige utredninger). Oslo: Statens forvaltningstjeneste, Informasjonsforvaltning

Beck, & Demircuc-Kunt. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931-2943.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The role of private equity and debtmarkets in the finance growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), 613- 673.

Berggren, B., Olofsson, C., & Silver, L. (2000). Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs. *Small Business Economics*, 15(3), 233-242.

Birch, D. (1979). The job creation process.

Birch, D. (1987). Job creation in America.

Birley, Sue, & Westhead, Paul. (1990). Growth and performance contrasts between 'types' of small firms. *Strategic Management Journal*, 11(7), 535.

Bosma, N. S., & Levie, J. (2010). Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report.

Bulanova, O., Isaksen, E. J., & Kolvereid, L. (2016). Growth aspirations among women entrepreneurs in high growth firms. *Baltic Journal of Management*, 11(2), 187-206.

Chrisman, J., & McMullan, W. (2004). Outsider Assistance as a Knowledge Resource for New Venture Survival. *Journal of Small Business Management*, 42(3), 229-244.

Chrisman, McMullan, and Hall. "The Influence of Guided Preparation on the Long-term Performance of New Ventures." *Journal of Business Venturing* 20.6 (2005): 769-91. Web

Dagens Næringsliv. Statoil lanserer nytt fond - skal investere 1,7 mrd. Nedlastet 17.02.2016 fra: <http://www.dn.no/grunder/2016/02/16/1100/Statoil/statoil-lanserer-nytt-fond-skal-investere-17-mrdDelmar>,

Davidsson, & Gartner. (2003). Arriving at the high-growth firm. *Journal of Business Venturing*, 18(2), 189-216.

Delmar, F. and Wiklund, J. (2008), "The effect of small business managers' growth motivation on firm growth: a longitudinal study", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32 No. 3, pp. 437-457.

Department for Business Innovation & Skills., 2012. Business Growth Ambitions among SMEs – changes over time and link to growth. Publisert mars 2015. Nedlastet 26.11.2016 fra: [www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/408404/bis-15-152-business-growth-ambitions-among-SMEs.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/408404/bis-15-152-business-growth-ambitions-among-SMEs.pdf)

EBAN 2015 Statistics Compendium. Nedlastet 18.11.2016 fra: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2016/06/Early-Stage-Market-Statistics-2015.pdf>

Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.

Grünfeld, L. A., Grimsby, G., Clausen, T., & Madsen, E. L. (2009). Veksthus eller såkorn til spille: Evaluering av ordningene for såkornfond under Innovasjon Norge. (Vol. 5/2009, MENON-publikasjon). (2009). Menon Business Economics Nordlandsforskning.

Gundersen, F., Langeland, O., & Storbyene som arena for kunnskapsrik kapital. (2004). Mer enn penger? : Kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital (Vol. 2004:109, NIBR-notat (online)). Oslo: Norsk institutt for by- og regionforskning.

Hogan, & Hutson. (2005). Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. *Global Finance Journal*, 15(3), 369-387.

Innovasjon Norges hjemmesider

<http://www.innovasjon norge.no/no/grunder/ideutvikling/slik-skaffer-du-penger/#.VxJ61jCLQ2z>

Innovasjon Norge Årsrapport 2015. Nedlastet 12.10.2016 fra: <http://www.innovasjon norge.no/aarsrapport/2015/index.html>

- Jacobsen, D. (2005). Hvordan gjennomføre undersøkelser? : Innføring i samfunnsvitenskapelig metode (2. utg. ed.). Kristiansand: Høyskoleforl.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* (October), 3(4): 305-360.
- Kolvareid, L., Isaksen, E., & Ottósson, H. (2010). Advice to new business founders and subsequent venture performance (pp. 202-217). Cheltenham.
- Leary, & Roberts. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355.
- Mason, C., & Harrison, R. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287.
- MENON-publication no. 18 / 2011 Nedlastet 03.02.2016 fra: [https://www.regjeringen.no/contentassets/d34101fbea8448489423e217c5b17f51/tidligfase\\_kapital.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/d34101fbea8448489423e217c5b17f51/tidligfase_kapital.pdf)
- Moreno, A., & Casillas, J. (2007). High-growth SMEs versus non-high-growth SMEs: A discriminant analysis. *Entrepreneurship & Regional Development*, 19(1), 69-88.
- Morrisette, Stephen G. (2007). A profile of angel investors.(Organization overview). *Journal of Private Equity*, 10(3), 52.
- Murray, G. (2007) Venture capital and government policy, i Hans Landström (red.) *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187–221
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- NVCA (Norwegian Venture Capital & Private Equity Association) Private Equity Funds in Norway – Activity report 2015 Nedlastet 12.04.2016 fra: <http://www.nvca.no/wp-content/uploads/2016/05/Aktivitetsunders%C3%B8kelse-2015.pdf>
- Prohorovs, & Fainglozs. (2014). Problems of Data Collection, Processing and Use of Informal Venture Capital. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 88-96.

Regnskapnorge: <https://www.regnskapnorge.no/artikler/forretningsjus/26.706-nye-aksjeselskap-i-2015/>

Reitan, B., & Sørheim, R. (2000). The informal venture capital market in Norway ? investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital*, 2(2), 129-141.

Riding, A., Orser, B., & Chamberlin, T. (2012). Investing in R&D: Small- and medium-sized enterprise financing preferences. *Venture Capital*, 14(2-3), 199-214.

Riksrevisjonen Dokument 3:8 (2015 – 2016) Riksrevisjonens undersøkelse av såkornfondenes resultater. Riksrevisjonen, 16. februar 2016. Nedlastet 11.11.2016 fra: <https://www.riksrevisjonen.no/rapporter/Documents/2015-2016/SaakornfondenesResultater.pdf>

Ringstad, V. (2011). *Samfunnsøkonomi og økonomisk politikk for turbulente tider* (5. utg. ed.). Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219–244.

Skjølaas, K. (2016). Business Angels (BA) ; aktive eiere - smarte penger. *Praktisk økonomi & Finans*, 32(1), 52-67.

Spilling, O., & Innovasjon Norge. (2011). *Høyvekstforetak: Utfordringer, behov og virkemidler: En analyse gjennomført for Innovasjon Norge* (Vol. 36/2011, Rapport (NIFU: online)). Oslo: NIFU.

Sullivan, Mary Kay, & Miller, Alex. (1996). Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36(1), 25-35.

Sørheim, R. (2005) "Business angels as facilitators for further finance: an exploratory study", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 12 Iss: 2, pp.178 – 191

Sørheim, R. (2006). *Finansiering av vekstbedrifter* (p. Perspektiver på entreprenørskap Kristiansand : Høyskoleforl., 2006). Kristiansand.

Sørheim, R., Isaksen, E. (2008) 'Notat, Unge bedrifters kapitalbehov og det offentlige rolle', NTNU entrepreneurship Center, HHB – Handelshøgskolen i Bodø.

Sørheim, R., & Landström, H. (2001). Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13(4), 351-370.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1 –19.

Wiklund, J., Davidsson, P., & Delmar, F. (2003). What Do They Think and Feel about Growth? An Expectancy–Value Approach to Small Business Managers' Attitudes Toward Growth. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(3), 247-270.

Winborg, J. (2000). *Financing Small Businesses-Developing our Understanding of Financial Bootstrapping Behavior*. Lund University.

## 8. Vedlegg

### 8.1. Intervjuguide - Halvstrukturert

#### Introduksjon

Forklar bakgrunnen for intervjuet og masteroppgaven.

1. Les opp problemstilling og forskningsspørsmål.

#### Innledende fakta-spørsmål

1. Hvilket år var oppstart?
2. Hva var din rolle under oppstarten av bedriften?
3. Hva er din rolle i bedriften i dag?
4. Hvor mange ansatte har dere i dag?
5. Hvor mye omsatte dere for sist regnskapsår?
6. Hvilken selskapsform har dere og har dere hatt?

#### Substansspørsmål

##### **Ønsket tema for videre samtale**

1. *Åpne innledende spørsmål*

a. *Oppfølgingsspørsmål. Vil bare bli brukt dersom svaret ikke har kommet frem i den åpne samtalen og hvis spørsmålet fortsatt er relevant.*

**La respondenten begynne med å presentere seg selv og bedriften. Ønsker at vedkommende kort forteller om veien fra oppstart og frem til i dag.**

**La oss gå tilbake til idéstadiet/før oppstart.**

1. Hvilke ambisjoner hadde gründerne?
  - a. Var det ambisjoner om vekst?
  - b. Så dere på oppstarten som noe som ville bli et hobbyprosjekt? Et levebrød? Eller var det større ambisjoner?
2. Hvilke tanker ble gjort rundt finansiering av idéen / prosjektet?
  - a. Var ekstern finansiering noe som ble sett på som nødvendig?
  - b. Hvilke muligheter til ekstern finansiering så dere for dere at dere hadde?

**Da kan vi snakke litt om den første kontakten med tilbyder av ekstern finansiering**

1. Hvem initierte denne kontakten og hvordan gikk det for seg?
  - a. Hvem var tilbyder av kapital (Innovasjon Norge, privatperson venture- eller såkornfond, evt. andre)
  - b. Var denne kontakten planlagt fra deres side?
  - c. Hvor lett/vanskelig var det å få til det første møtet / første kontakten?
2. Hvordan følte dere at dere ble mottatt?
3. Hvor utviklet var bedriften på dette tidspunktet?
  - a. Hvor mange ansatte hadde dere på dette tidspunktet?
  - b. Hvor stor omsetning hadde dere på dette tidspunktet?
  - c. Tjente bedriften penger på dette tidspunktet?

**Da vil jeg gjerne at vi går inn på selve prosessen mellom bedriften og tilbyder av kapital. Prosessen frem mot at en avgjørelse ble tatt.**

1. Var det en tett prosess? Mange møter? Mye korrespondanse?
2. Hva var fokus til kapitaltilbyder?
  - a. Måtte det legges frem dokumentasjon eller hadde tilbyder innhentet dokumentasjon? I så fall hva slags dokumentasjon?
3. Hva fokuserte bedriften på?
  - a. Var det spørsmål dere følte dere ikke fikk besvart? /var vanskelig å få besvart?
4. Var der en forhandlingssituasjon?
  - a. Hva ble forhandlet? (Emisjons forhandlinger, lånebetingelser, andre ytelser)
  - b. Var bedriften forberedt på at slike forhandlinger kunne finne sted? Hadde bedriften en forhandlingsstrategi?
  - c. Hva var de største stridstemaene?
5. Hva tror dere var hovedgrunnen til beslutningen som ble tatt? Hva var tungen på vektskålen?

**Da kan vi snakke litt om avtalen som ble inngått (låneavtale, emisjonsavtale etc.)**

1. Fortell om avtalen som ble gjort
  - a. Var der konkrete betingelser som følte problematiske
2. Hvordan var følelsen når avtalen ble inngått?
  - a. Var det jubel eller blandede følelser?
3. Hva ble avtalt av videre oppfølging / samarbeid?
  - a. Representasjon i styret?
  - b. Måtte gründerne avgi noe kontroll?

**Tiden etter at kapital ble hentet inn og den videre utviklingen og driften av bedriften**

1. Hva ble de største endringene?
  - a. Ble det iverksatt noe konkrete tiltak?
2. Tilførte kapitaltilbyder bedriften noe av verdi utover finansiell kapital?
  - a. Involverte kapitaltilbyder seg i driften eller i utforming av videre strategi?
  - b. Fikk bedriften gjennom kapitaltilbyder tilgang til rådgivning, nye markeder eller nettverk?
  - c. Vil du si at noe av dette påvirket bedriftens vekst?
3. Ble bedriften sin utvikling hemmet på noe vis?
4. Angret gründerne på noe?
  - a. Var der konflikter?
5. Ville bedriftens utvikling sett annerledes ut hvis dere ikke hadde fått hentet inn ekstern finansiering?

**Til slutt er det noe som har vært viktig for utviklingen til bedriften som ikke er belyst til nå i intervjuet?**