

MASTEROPPGAVE

Emnekode: MBA - BE323E

Navn på kandidat: TORBJØRN STRØM

INVESTERING I SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER (SMB)

- Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB?
- Hva er viktig i de ulike fasene i en investerings prosess for en investor?

Dato: 1. desember 2019

Totalt antall sider: 184

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
Abstract	5
Forord	6
Sammendrag	7
1.0 Innledning.....	9
1.1 Bakgrunn og nytteverdi	10
1.2 Avgrensning	11
1.3 Oppgavens oppbygging.....	12
2.0 Litteratur/ Teoretiske momenter.....	13
2.1 Teorier om finansiering	14
2.1.1. Pecking order theory	15
2.1.2 Agent Principal Theory	16
2.1.3 Finansierings fasen - kapitalstigen	17
2.1.4 Utfordringer for tidligfasebedrifter – Valley of Death.....	18
2.1.5 Teorier om finansiering - Oppsummering.....	20
2.2 Kapitalkilder.....	21
2.3 Private Equity	21
2.3.1 Due Diligence.....	24
2.3.2 Konvertible lån.....	26
2.3.3 Oppsummering Private Equity	27
2.4 Business Angels	27
2.4.1 Kritikk mot begrepet Business Angels.....	28
2.4.2 Oppsummering Business Angels	28
2.5 Venture Capital (VC)	28
2.5.1 Såkornfond	29
2.5.2 Oppsummering VC og såkornfond	30
2.6 Oppkjøpsselskaper og oppkjøpsfond (Buy Out)	30
2.6.1 Lånefinansiert oppkjøp - Leveraged buyouts (LBO)	31
2.6.2 Oppsummering BO og LBO	32
2.7 Finansinstitusjoner og andre kilder til kapitalinnhenting.....	32
2.7.1 Banker	32
2.7.2 Innovasjon Norge	33
2.7.3 Oppsummering Finansinstitusjoner og andre kilder til kapitalinnhenting	34
2.8 Viktige spørsmål for en investor	34
2.8.1 Passer denne type bedrift for investoren?	35
2.8.2 Hvor mye investering er nødvendig?	35
2.8.3 Hvilken avkastning kan forventes?	36
2.8.4 Hvilket generelt potensial og vekstpotensial er det i bedriften?	36

2.8.5	Hvilken risiko er det i prosjektet?	38
2.8.6	Hvordan kommer investoren seg inn i prosjektet?	38
2.8.7	Hvordan kommer investoren seg ut av prosjektet?	39
2.8.8	Hvordan skal investoren holde kontroll på investeringen?	39
2.8.9	Hvilke kontrollmekanismer er tilgjengelig?	39
2.8.10	Kommunikasjon	40
2.8.11	Oppsummering – viktige spørsmål for en investor	40
2.9	Hans Landströms studie	42
2.9.1	Målet med Landströms studie og tilhørende forskningsspørsmål	42
2.9.2	Landströms valg av forskningsmetode	44
2.9.3	Empiriske resultat fra Landströms studie	44
2.9.4	Oppsummering av Hans Landströms forskning	45
2.10	Investeringens ulike faser	47
2.10.1	Første fase – Deal origination	48
2.10.2	Andre fase – Deal Screening	51
2.10.3	Tredje fase – Deal evaluation	53
2.10.4	Fjerde fase – Deal structuring	56
2.10.5	Femte fase – Post-investment activity	57
2.11	Value adding	60
2.11.1	Human kapital	63
2.11.2	Sosial Kapital	64
2.12	Oppsummering av litteraturkapittelet	67
3.0	Metode	70
3.1	Analyse av problemstilling	70
3.2	Valg av forskningsdesign	71
3.2.1	Triangulering	73
3.3	Kvalitativ metode	74
3.3.1	Intervju	74
3.3.2	Intervjudesign	75
3.3.3	Spørsmål under intervju	76
3.3.4	Intervjuanalyse	78
3.4	Kvantitativ metode	79
3.4.1	Gjennomføring av datainnsamling	79
3.4.2	Utforming av spørreskjema	80
3.4.3	Conjointmetoden	80
3.4.4	Trade – off approach	80
3.5	Utvalg	81
3.6	Geografisk avgrensing	81

3.7 Informanter.....	82
3.8 Studiens kvalitet	84
3.8.1 Validitet og reliabilitet i forhold til spørreundersøkelsen	84
3.8.2 Validitet og reliabilitet i forhold til intervjuet.....	85
3.9 Forskningsetiske vurderinger	85
4.0 Empiri og analyse.....	87
4.1 Resultat og analyse av spørreundersøkelse	87
4.1.1 Grafisk fremstilling av spørreundersøkelse - Systematisering og gruppering	88
4.1.2 Ledelses egenskaper hos ledelsen i selskapet	89
4.1.3 Markedsrelaterte egenskaper/attributter	94
4.1.4 Økonomiske attributter.....	97
4.1.5 Andre attributter/egenskaper	100
4.1.6 Rangering av attributter egenskaper etter gruppe.	104
4.2 Analyse av sentrale funn i spørreundersøkelse	105
4.2.1 Ledelsespotensial hos bedriftseieren – spm. 1	106
4.2.2 Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet – spm. 5.....	108
4.2.3 Ledelsens grad av markedsforståelse – spm. 7	109
4.2.4 Tilgjengelig informasjon om investeringen – spm. 8.....	109
4.2.5 Markedets vekstpotensial – spm. 9	110
4.2.6 Forventet avkastning av investert beløp – spm. 11	111
4.2.7 Exit-muligheter i investeringen – spm. 12	112
4.2.8 Produktet/tjenesten, eventuelt. teknologiens unikhhet – spm. 16	113
4.2.9 Oppsummering av hvilke egenskaper/attributter som er viktigst basert på spørreundersøkelsen	114
4.3 Kvalitativ analyse og dybdeintervjuer.....	115
4.3.1 Intervju med Odd Helge Skog. Norcap Management AS	116
4.3.2 Intervju med Ståle Indregård. Helgeland Invest AS	117
4.3.3 Analyse av sentrale funn ved dybdeintervju	118
4.3.4 Oppsummering av Kvalitativ analyse og dybdeintervjuer	124
5.0 Drøfting og refleksjon	125
5.1 Sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB.....	125
5.1.1 Viktigste attributter for en investor ved investering.....	126
5.1.2 Personkjemi og tillit	130
5.1.3 “Deal-Breakers” og “No-Go” attributter for en investor ved investering.....	130
5.2 Hva er viktig i de ulike fasene i en investerings prosess for en investor	132
5.2.1 Første fase – Deal origination	132
5.2.2 Andre fase – Deal selection.....	135
5.2.3 Tredje fase – Deal evaluation.....	136

5.2.4 Fjerde fase – Deal structuring	137
5.2.5 Femte fase – Post – investment activity	139
6.0 Konklusjon	141
6.1 Hva er sentrale faktorer for en investorer ved investering i SMB?.....	141
6.2 Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor?.....	142
6.3 Begrensninger.....	145
6.4 Implikasjoner.....	145
6.5 Råd til de som vil tiltrekke seg investorer.....	146
6.6 Forslag til videre studier.....	147
Litteraturliste	149
Vedlegg	158
Vedlegg 1 – Informasjonsskriv og samtykkeerklæring.....	158
Vedlegg 2 – Dybdeintervjuer	162
Transkribert intervju. Odd Helge Skog, NorCap Management AS. 27.12.18	162
Transkribert intervju. Ståle Indregård, Helgeland Invest AS. 17.02.19.....	174

FIGURER

Figur 2-1. Kapitalstigen (Reitan & Sorheim, 2000)	17
Figur 2-2. Valley Of Death – Dødens dal for tidligfasebedrifter (Nielsen, 2017)	19
Figur 2-3. Modell av Risikokapital og PE segmentet	22
Figur 2-4. Due Diligence Dimensions. (Harvey & Lusch, 1995)	25
Figur 2-5. Investment Decision Model (Tyebjee & Bruno, 1984b), (Wickham, 2006)....	47
Figur 2-6. Investment Decision Model for VC. (Tyebjee & Bruno, 1984)	50
Figur 2-7. VC Evalueringsprosess for investering (Tyebjee & Bruno, 1984)	54
Figur 2-8. Venture Evaluation Criteria (Tysoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984)..	55
Figur 2-9. Model of investment process in VCF's (Silva, 2004)	59
Figur 2-10. The VC post-investment phase (De Clercq & Manigart, 2007)	62
Figur 3-11. Hvordan oppfatning av virkelighet bestemmer metode (Jacobsen, 2015)	70
Figur 3-12. Modell av ulike undersøkelsesopplegg (Jacobsen, 2015)	74
Figur 4-13. Ledelsespotensiale hos bedriftslederen	89
Figur 4-14. Ledelsens markedsførings- og salgsdyktighet.....	90
Figur 4-15. Bedriftslederens meritter/track record	90
Figur 4-16. Identifisert bransjekompetanse hos bedriftsledelsen	91
Figur 4-17. Ledelsens organisasjons-/administrative dyktighet	91
Figur 4-18. Ledelsens produksjons/prosessdyktighet	92
Figur 4-19. Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter	93
Figur 4-20. Ledelsens grad av markedsforståelse	94
Figur 4-21. Markedets vekstpotensial	95
Figur 4-22. Markedets størrelse	95
Figur 4-23. Mulighet for markedspenetrering	96
Figur 4-24. Produktet/tjenesten evt. teknologiens unikhet.....	96
Figur 4-25. Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet	98
Figur 4-26. Forventet avkastning av investert beløp	98
Figur 4-27. Tidshorisont til break – even på investeringsbeløpet.....	99

Figur 4-28. Bedriftens mulighet for, og størrelsen på evt. beløp, for ytterligere finansielle behov i fremtiden.....	99
Figur 29. Muligheter for evt. medinvestering/saminvestering fra andre investorer	100
Figur 30. Tilgjengelig informasjon om investeringen	101
Figur 31. Exit muligheter i investeringen.....	101
Figur 4-32. Størrelse på eierandel i selskapet/krav om aksjemajoritet.....	102
Figur 4-33. Bedriftens lokalisering i forhold til investor	102
Figur 4-34. Graden av innovasjon ved produktet/tjenesten/teknologien	103

Abstract

The theme for this master thesis is; Investment in small and middle-sized enterprises (SME).

This study aims to examine what key factors and attributes investors finds most important for their investment decision. The study also examines what is important in the different stages during the investment process. The subject of investment is relevant because I believe there is an unsolved potential in SME and start-ups, regarding how they can attract investors, preferably VC's and the Private Equity marked.

Investors, and particularly Private Equity investors, is considered vastly important for small and medium sized enterprises because they provide more than money. Venture capitalist are hands-on investors that often contribute with their skills, expertise, knowledge and contacts in the businesses they invest in. They are also important because they are willing to expose themselves for higher risks than other investor groups, such as banks and other financial institutions. The Private Equity marked plays a key role in bridging the gap, by investing in SME and start-ups.

The present study examines how to address these knowledge and funding challenge for SME, start-ups and investors.

Forord

Denne selvstendige oppgaven representerer den avsluttende delen av min MBA ved Nord Universitet, Handelshøgskolen i Bodø, studiested Campus Mo i Rana. Jeg har ikke bakgrunn fra økonomi eller finans, så jeg har hatt et åpent sinn og vært objektiv og søkende når jeg har gjennomført en masteroppgave med tema relatert til kapital og investering. Imidlertid har jeg de senere år hatt en sterk interesse for økonomi, og den interessen har blitt forsterket gjennom studiet og gjennom arbeidet med masteroppgaven.

Det har vært til dels krevende å skrive masteroppgaven, da arbeidet med dette i all hovedsak har foregått på kveldstid etter jobb, i helger, ferier og på helligdager. Det har vært meget tid- og resurskrevende å få respondenter som ønsker å bidra til empirisk data til min studie i form av spørreundersøkelse eller dybdeintervju. Derfor vil jeg rette en stor takk til de respondentene som har funnet tid i en hektisk og travel hverdag til å bidra med sin tid og kunnskap. Takk til de respondentene som bidro i den kvantitative delen, i form av spørreundersøkelse. Jeg vil rette en spesiell stor takk i så henseende til de to respondentene som, i tillegg, var villig til å stille opp til et ca. times langt dybdeintervju over telefon. Odd Helge Skog fra NorCap Management AS i Tromsø, stilte opp til dybdeintervju på tredje dags jul, kl. 11 på formiddagen. Ståle Indregård fra Helgeland Invest AS i Mo i Rana, stilte opp til dybdeintervju kl. 22.00 på en Søndag. Begge to gjorde dette uten noen anfektelser, og som om dette skulle være den mest naturlige ting å gjøre. Det empiriske grunnlaget fra disse to respondentene anser jeg for å være et meget nyttig bidrag for å kunne besvare oppgavens tema og forskningsspørsmål på en troverdig og fornuftig måte.

Videre vil jeg takke min veileder ved Nord Universitet, Førsteamanuensis Espen Isaksen for at han har stilt opp og vært en meget nyttig faglig samtalepartner, og for de gode råd han har gitt meg. Isaksens gode humør, raushet og ikke minst hans store vilje og evne til å være tilgjengelig - ofte på kort varsel, er noe jeg har satt stor pris på under arbeidet med denne oppgaven, og som har vært til uvurderlig hjelp. Takk Espen!

Jeg vil også rette en takk til sønnen min Bruno på 9 år for den raushet og tålmodighet han har vist meg. Han har sett mindre til meg enn han er vant med. Og de gangene jeg har vært fysisk tilstede, har jeg mentalt vært langt inni resonnementer og teorier om problemstillinger vedrørende SMB.

Torbjørn Strøm. Ås, Akershus, 01.12.19

Sammendrag

Masteroppgavens tema er; Investering i små og mellomstore bedrifter. Et av forskningsspørsmålene og den vinklingen jeg har valgt er; «*Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB og oppstartsbedrifter*»? Det andre forskningsspørsmålet er; «*Hva er viktig i de ulike fasene i en investerings prosess for en investor*»?

Denne masteroppgaven er en meget grundig analytisk studie av hva som er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB og hva som er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor. Min studie vil derfor være til stor nytte for de søker kapital og for investorer som enten investerer i risikokapitalmarkedet eller ønsker å gjøre dette, samt for øvrige interessenter tilknyttet investerings og kapitalmarkedet.

Norge har veldig mange dyktige mennesker som sitter på gode idéer og prosjekter som aldri blir realisert. Jeg tror at en av de vanskeligste driftsmessige utfordringene for mange gründere og bedriftseiere av SMB er å få riktig finansiering til prosjektene de sitter på. Å få riktig og billigst mulig finansiering, er ansett som et konkurransefortrinn for en bedriftseier. Derfor vil riktig finansieringsstrategi ofte kunne være av avgjørende betydning for en SMB virksomhet.

Jeg ønsker derfor å se nærmere på hvilke muligheter dagens SMB eiere har til å få tilgang til kapital – fortrinnsvis ved at risikokapitalister¹ investerer i bedriften. Jeg vil behandle hvordan investorer vektlegger og velger ut hvilke SMB og tidligfasebedrifter de skal investere i. Jeg tror også at det finnes et potensial for økning i kunnskapen til gründere og bedriftseiere av SMB, om hva som skal til for at de skal få finansiering fra risikokapital markedet. Eventuelle svar fra denne forskningen, kan hjelpe spesielt unge SMB eiere som ikke har et solid kontaktnett blant interessenter som driver med finansiering, til å kunne forutbestemme sin bedriftssituasjon og kunne tilpasse seg slik at bedriften Deres får den riktige finansieringen.

Jeg har gjennomført en kvantitativ spørreundersøkelse med fire investorer i Norge. Svaret fra denne spørreundersøkelsen har jeg analysert ved å se på hvordan de samme attributter og egenskaper har blitt vektlagt av lignende investorer ved tidligere forskning. Det empiriske resultatet fra den kvantitative undersøkelsen har dannet grunnlag for svaret på forskningsspørsmålet; «*Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i SMB og oppstartsbedrifter*»?

¹ Se kapittel 2.2 for definisjon av begrepet risikokapitalist.

Av de fire som har deltatt i spørreundersøkelsen har to investorer sagt ja til å delta i et ca. times langt dybdeintervju. Det empiriske resultatet fra dybdeintervjuene har dannet grunnlag for svaret på det andre forskningsspørsmålet; «Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor»? Jeg har valgt Tyzoon T. Tyebjee og Albert V. Bruno (1984) sitt systematiserte rammeverk og fem trinns prosess – systematisert og kommentert av blant andre Wickham (2006), som et utgangspunkt for den kvalitative delen av studien min.

Konklusjon forskningsspørsmål 1: - Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB?

Resultatene av studien indikerer at investorer anser følgende faktorer for å være sentrale ved investering i en SMB; forventet avkastning av investert beløp, kvaliteten på ledelsen og ledelsespotensialet som befinner seg i bedriften de skal investere i, exit muligheter i investeringen, markedsforståelse hos ledelsen i selskapet samt tilgjengelig informasjon om investeringen.

Konklusjon forskningsspørsmål 2: -Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor?

Investorer følger den fem trinns prosessen som det er relativt bred konsensus om i teorien, med små nyanser. Imidlertid så er investeringsprosessen tilpasset den investering som skal gjøres og hvor komplekst bedriftsstrukturen i selskapet er. Sentralt for hva som er viktig er en god kunnskap og forståelse av selve selskapet og nøkkelpersoner i selskapet det skal investeres i. Dette gjøres gjennom en tilpasset due diligence, basert blant annet på tilgjengelig informasjon om selskapets økonomiske tilstand og track record. Videre så er av helt sentral betydning at det er en god personkjemi og tillit mellom investor og bedriftseier/bedriftsledelse. Særlig viktig er dette i Post-Investment fasen av investeringen der investor og selskapsledelse skal samarbeide relativt tett.

1.0 Innledning

Masteroppgavens tema og problemstilling er Investering i små og mellomstore bedrifter.

Dette har jeg valgt fordi store deler av SMB markedet har relativt store utfordringer med å skaffe kapital/finansiering og ikke minst – riktig type finansiering. Det er en diskusjon blant forskere om temaet. Enkelte hevder at det eksisterer et kapital gap når det gjelder finansiering av SMB og oppstartsbedrifter. Motsatt er det andre som hevder at dette påståtte kapitalgapet er et «subjektivt opplevd kapital gap», og at finansierings og investeringsproblemer oppstår fordi kapitalmarkedet i stor grad er fragmentert og lite oversiktlig (Van Osnabrugge & Robinson, 2000). Kapital gap eller finansieringsgap er et begrep som beskriver den påståtte markedssvikten som fører til at spesielt tidligfase bedrifter sliter med å skaffe finansiering.

Flere gründere og bedriftseiere som ikke får den nødvendige eller riktige finansieringen, kan tenkes å befinne seg i en likviditetsmessig utfordrende situasjon i ulike stadier av bedriftens utviklingsfaser, fordi de ikke får finansiering eller de ikke får den finansiering som de ønsker og som de mener er best for selskapet.² Dette henger sammen med investeringsbeslutninger for investorer som investerer i prosjekter med høyere risiko enn for eksempel banker.

Risikokapitalister vil være en sentral del av kapitaltilbudet for unge SMB bedrifter som banker og lignende finansinstitusjoner ikke finner interessant.

For å komme litt nærmere spørsmålet på hva en gründer og/eller bedriftseier kan foreta seg, for å gjøre seg mer attraktiv, spesielt for det private finansierings- og investeringsmarkedet, har jeg valgt et forskningstema som kan gi noen svar; «*Investering i små og mellomstore bedrifter*».

På bakgrunn av overnevnte, er det vesentlig å forske videre på; hva en privat investor eller finanstilbyder konkret legger vekt på når de skal investere i en bedrift.

Forskningsspørsmålene for min studie er derfor;

- *Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB?*
- *Hva er viktig i de ulike fasene i en investerings prosess for en investor?*

² Se kapittel 2.1.4 og figur 2-2

1.1 Bakgrunn og nytteverdi

Bakgrunnen for at jeg har valgt å se nærmere på finansiering av SMB og tidligfasebedrifter er at jeg har stor interesse for verdiskapning i samfunnet. I den norske GEM-rapporten fra 2007 (Vinogradov & Kolvereid, 2007) stilles det følgende spørsmål: *”kan tilgangen på finansielle ressurser i Norge påvirke hvilke nyetableringer vi får, og er det for få alternative måter å finansiere en oppstart på”?*

Videre så er det en rekke studier gjennom de siste tretti årene, som indikerer at SMB segmentet står for en vesentlig del av bidraget til verdiskapning og nye jobber innenfor privat sektor Birch (1979); (Cassar, 2004; Davidsson, Lindmark & Olofsson, 1994; Reynolds, Storey & Westhead, 1994).

Studier fra (Lerner & Gompers, 2001); Metrick og Yasuda (2010); (Metrick & Yasuda, 2011) (L. Grünfeld & Jakobsen, 2007) har vist at risikokapitalmarkedet, driver svært lønnsomt med sine investeringer.

Samlet sett, så indikerer overnevnte forskning at det verdt å undersøke hva som skal til for at disse typer investeringer, kan bli enda mer attraktiv for både andre investorer og for bedriftseiere i en SMB.

Min interesse for temaet har blitt ytterligere forsterket gjennom MBA-studiet. Norge har veldig mange dyktige mennesker som sitter på gode idéer som aldri blir realisert. Jeg tror at et av de vanskeligste driftsmessige utfordringene for mange gründere og bedriftseiere av SMB er å få riktig finansiering til prosjektene de sitter på. Å få riktig og billigst mulig kapitaltilgang, er ansett som et konkurransefortrinn for en bedriftseier. Derfor vil riktig finansieringsstrategi ofte være vitalt for en SMB virksomhet.

Jeg ønsker derfor å se nærmere på hvilke muligheter dagens SMB eiere har til å få finansiert idéene sine. Jeg vil behandle hvordan investorer vektlegger og velger ut hvilke SMB og oppstartsbedrifter de skal investere i.

Eventuelle svar fra denne forskningen, kan hjelpe spesielt unge SMB eiere som ikke har et solid kontaktnett blant interessenter som driver med finansiering, til å kunne forutbestemme sin bedriftssituasjon og kunne tilpasse seg slik at bedriften Deres får den mest riktige kapitaltilgangen.

1.2 Avgrensning

I oppgaven har jeg valgt å fokusere på hvilke finansieringskilder som er mest aktuell og relevant for SMB ved finansiering av tidlig fase, eller videre vekst i en bedrift.

Ut fra problemstillingen jeg har utarbeidet, kan dette være fra to ulike perspektiver-tilbudssiden eller etterspørselssiden. Det vil si enten kapitaltilbyderen, eller tidlig fase bedrifter som etterspør kapital. Jeg har da valgt å fokusere kun på tilbudssiden, for å kunne gi bedriftsledere og entreprenører en oversikt over hva tilbudssiden krever av dem for at de skal få finansiering, og ikke minst - hva tilbudssiden ser etter og legger vekt på ved investering i et foretak. Jeg har bestemt meg for å fokusere på finansieringskilder som befinner seg i Norge, og dermed avgrenser forskningen i hovedsak seg selv.

Jeg har valgt en spørreundersøkelse til forskjellige risikokapitalselskaper i Norge. I min oppgave benytter jeg begrepene gründer, entreprenør og selskapsledelse om hverandre. Med begrepet entreprenør/gründer mener jeg en person som etablerer en bedrift. Når det gjelder investeringskildene, kan det tenkes at begrepene investering og finansiering benyttes om hverandre i oppgaven. Fordi; det som er en finansiering for noen, vil nødvendigvis bety en investering for den andre- tilbyderen av investering.

Siden respondentene i min studie, operer i risikokapital segmentet, anser jeg det naturlig å avgrense oppgaven mot banker og andre likeverdige finansinstitusjoners finansiering- og investeringsordninger. Imidlertid er ikke denne avgrensningen helt absolutt. Banker er nevnt, både i teorikapittel og ved aktører denne studien får implikasjoner for. Dette fordi banker alltid vil være en relevant og solid kapitaltilbyder i markedet, og vil ofte være den kapitalkilden som finansierer PE³ aktørenes prosjekter.

Siden det i hovedsak er investering av den eksterne egenkapitalen som behandles i studien i selskaper som ikke er børsnotert, anser jeg det derfor naturlig å avgrense oppgaven mot børsnoterte selskapers behov for kapital. Og følgelig avgrenser jeg derfor også mot investorer og tradere som investerer og handler i børsnoterte selskap i form av aksjer, verdipapirer og derivater.

Oppgavens empiri, vil være mest nyttig for SMB og mindre nyttig for ny oppstartede selskap som kan defineres som typiske start-ups og gründerbedrifter med lav track-record å vise til.

³ Se kapittel 2.3 for definisjon og forklaring av PE.

Det empiriske grunnlaget i oppgaven har en tydelig slagside mot SMB og ikke oppstartsbedrifter. Men under noe tvil er likevel oppstartsbedrifter behandlet til en viss grad, for å best kunne vise helheten i en investeringsprosess.

1.3 Oppgavens oppbygging

Jeg har innledningsvis beskrevet noe av bakgrunnen og motivasjonen for hvorfor jeg har valgt denne studien.

I kapittel 2 har jeg valgt å beskrive teoretiske momenter som jeg anser for å være nødvendig for å kunne belyse og besvare oppgavens tema og de to forskningsspørsmålene som jeg har valgt.

Kapittel 3 omhandler metode og forskningsdesign som jeg har anvendt. Dette kapitlet omhandler også en forklaring og begrunnelse for hvorfor jeg har gjort de valgene vedrørende forskningsmetode som jeg har foretatt. De metodene jeg har brukt, er valgt fordi de er ansett som de beste metodene og det forskningsdesign som best kunne besvare min oppgaves tema og forskningsspørsmål, hensyntatt blant annet på bakgrunn av den empirien jeg var i stand til å skaffe til veie i min studie.

I kapittel 4, så presenterer jeg de kvantitative og kvalitative funnene. Samt at jeg analyserer empirien, mot teori og mot tidligere forskning.

Drøfting og refleksjon er kapittel 5. Konklusjonen i min studie er i kapittel 6, og det skjer ved at jeg svarer på de to forskningsspørsmålene som jeg har utledet fra oppgavens tema.

2.0 Litteratur/ Teoretiske momenter

I dette kapittelet, beskriver jeg de ulike teoretiske emnene og momentene som er nødvendig for å kunne belyse og deretter besvare oppgavens tema: «*Investering i SMB og oppstartsbedrifter*». Med dertil følgende forskningsspørsmål:

FS 1: «*Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB*»?

FS 2: «*Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess*»?

Teorikapittelet er bygget opp slik at det behandler først hvordan typiske finansieringsstrukturer er, sett fra teori og forskning.⁴ Derneft har jeg valgt å belyse og forklare de ulike finansieringskilder og investeringsformer som er knyttet til oppgavens tema, forskningsspørsmål og de respondenter som har dannet grunnlaget for mine empiriske data. Respondentene i min studie investerer oftest i PE segmentet. Derfor er det naturlig at jeg belyser hvordan risikokapitalmarkedet er bygd opp og spesielt PE markedet. Samtidig har jeg sett det nødvendig å belyse tilstøtende kilder for kapitaltilgang, som er i logisk sammenheng med enten mine respondenters virke eller i nær naturlig sammenheng med oppgavens tema. Som nevnt i kapittel 1.2, har jeg avgrenset oppgaven og dermed også indirekte avgrenset hvilke investeringskilder jeg anser å falle under oppgavens tema. Imidlertid kan det tenkes at deler av avgrensningen ikke er absolutt, men har mer trekk av gradsrelevans. Teorikapittelet inneholder også teori og forskning som direkte underbygger og belyser de konkrete forskningsspørsmålene jeg har utledet fra oppgavens tema. Wickham (2006) sin redegjørelse vedrørende «viktige spørsmål for en investor»⁵ og hvordan Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) beskriver de ulike fasene⁶, og derigjennom også beskriver hva som er viktig i de ulike fasene, er helt sentral for begge mine forskningsspørsmål. Siden Due Diligence (DD) ofte er en naturlig del av en fase der en investor tar en investeringsbeslutning (J Hall & Hofer, 1989) og (Boocock & Woods, 1997), så har jeg funnet plass til å beskrive hva en DD er.

Jeg har brukt rammeverket til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) når jeg har belyst de ulike fasene i en typisk risikokapitalinvestering.⁷ Gjennom de ulike stegene i modellen til (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984), blir det også redegjort for hva som er sentrale faktorer i hver enkelt fase av en investeringsprosess under kapittel 2.10.

⁴ Se kapittel 2.1

⁵ Se kapittel 2.8

⁶ Se kapittel 2.10

⁷ Se figur 2-5, 2-6 og kapittel 2.10

Landström (1997) sin studie, har vært til stor inspirasjon hva angår forskningsspørsmål 1; «*Sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB*». De fleste spørsmålene mine i den kvantitative delen av studien min, kommer direkte fra Landström (1997) sin studie over hva som er mest viktige attributter for en uformell investor i det svenske risikokapitalmarkedet. Eller formulert slik; «*Betydningen av generelle beslutningskriterier*» (Landström, 1997).⁸

Som en konsekvens av det aktive eierskapet som investorer i PE segmentet utøver, så har jeg også funnet det nødvendig å belyse det samspillet og det samarbeidet som foregår mellom investor og selskapsledelse. I dette samspillet og samarbeidet utveksles det både human- og sosial kapital. Derfor har jeg også funnet plass til en redegjørelse for dette, samt hvordan De Clercq og Manigart (2007) hevder de skjer en tilførsel av verdi – value adding, gjennom dette samspillet mellom investor og selskapsledelse.⁹

2.1 Teorier om finansiering

Det finnes flere måter entreprenører kan finansiere virksomheten sin på ved oppstart. En kan finansiere investeringer internt eller søke ekstern finansiering. Derfor anser jeg det naturlig å presentere de teoriene som viser noe av dynamikken i finansieringsteorier som forskningen og litteraturen har en delvis konsensus om.

I følge Myers og Majluf (1984) vil bedrifter foretrekke intern finansiering fremfor ekstern. Dette er en logisk følge av kostnaden forbundet med den asymmetriske informasjonen som eksisterer mellom bedriftsledelsen og potensielle investorer. En kan ofte forutsette, at bedriftsledelsen har mer og bedre informasjon om bedriftens verdier, utsikter og risikoen forbundet med en fremtidig investering enn andre. Investorer vil derfor muligens ha en tendens til å 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 Egenkapital (EK) finansiering, er det mye som tyder på at bedriften vil velge lånefinansiering. Overnevnte valg er også med bakgrunn i asymmetrisk informasjon. Dersom en bedrift velger å finansiere et prosjekt ved å selge eierandeler for å hente inn EK, vil dette muligens kunne 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.

⁸ Se kapittel 2.9

⁹ Se figur 2-10 og kapittel 2.11

Prisen på eierandelene vil da kunne synke og det vil medføre at finansieringen blir mer kostbar. Det er derfor store sjanser for at bedrifter i slike tilfeller, vil velge lån foran EK om de har muligheten til det. Denne rangeringen kalles kapitalens rangordning eller «Pecking Order Theory» (POT) (Myers, 1984).

2.1.1. Pecking order theory

POT er en teori som ble utviklet av Myers (1984) og som beskriver en teori vedrørende kapitalstruktur og finansiering.

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

Flere empiriske studier støtter opp under POT (Shyam-Sunder & C. Myers, 1999). Dette gjelder også for studier som har sett nærmere på SMB (Berggren, Olofsson & Silver, 2000) (Berger, Udell & Board of Governors of the Federal Reserve, 1998). POT er likevel ikke en absolutt fasit. Flere studier viser variasjoner i gyldigheten til teorien. Blant annet med tanke på bedrifters størrelse, kredittverdighet og grad av informasjons-asymmetri (Leary & Roberts, 2010).

Innovative teknologibedrifter (ITB) har ofte utfordringer som for eksempel tradisjonelle kjøpmannsvirksomheter og eiendomsselskap ikke har, blant annet på grunn av mangel på materielle verdier, som en finansinstitusjon kan søke sikkerhet i.

For nye teknologibedrifter (NTBF) er det derfor ikke overraskende 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 (2005) undersøkte et større antall ITB innen Software sektoren i Irland der en stor andel var yngre bedrifter. Med yngre bedrifter menes her bedrifter som er under 2 år gamle.

Intern finansiering var i disse tilfellene 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, Orser og Chamberlin (2012) har gjort likeartete funn i Canada, i en studie av SMB fant de at ITB foretrakk EK-finansiering fremfor lånefinansiering.

På den annen side argumenterer Hogan og Hutson (2005) mot dette. Hogan og Hutson (2005) forklarer dette med at gründerne bak ITB har en motvilje for å gi fra seg eierandeler og innflytelse over bedriftene kontra det som er sett generelt i SMB. I tillegg er informasjonsasymmetrien mindre for Business Angels (BA)¹⁰ og ventureselskaper enn det det er for banker og finansinstitusjoner. Bedriftene i undersøkelsen svarte også 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 ITB 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.

2.1.2 Agent Principal Theory

En teori som beskriver utfordringene med informasjonstilgang og forholdet mellom en investor og en gründer er «Agent Principal Theory». Dette er særlig viktig med tanke på at det skal skje transaksjoner mellom dem og til en viss grad også må være et samarbeid mellom dem.

En gründer vil være i en 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, s. 307).

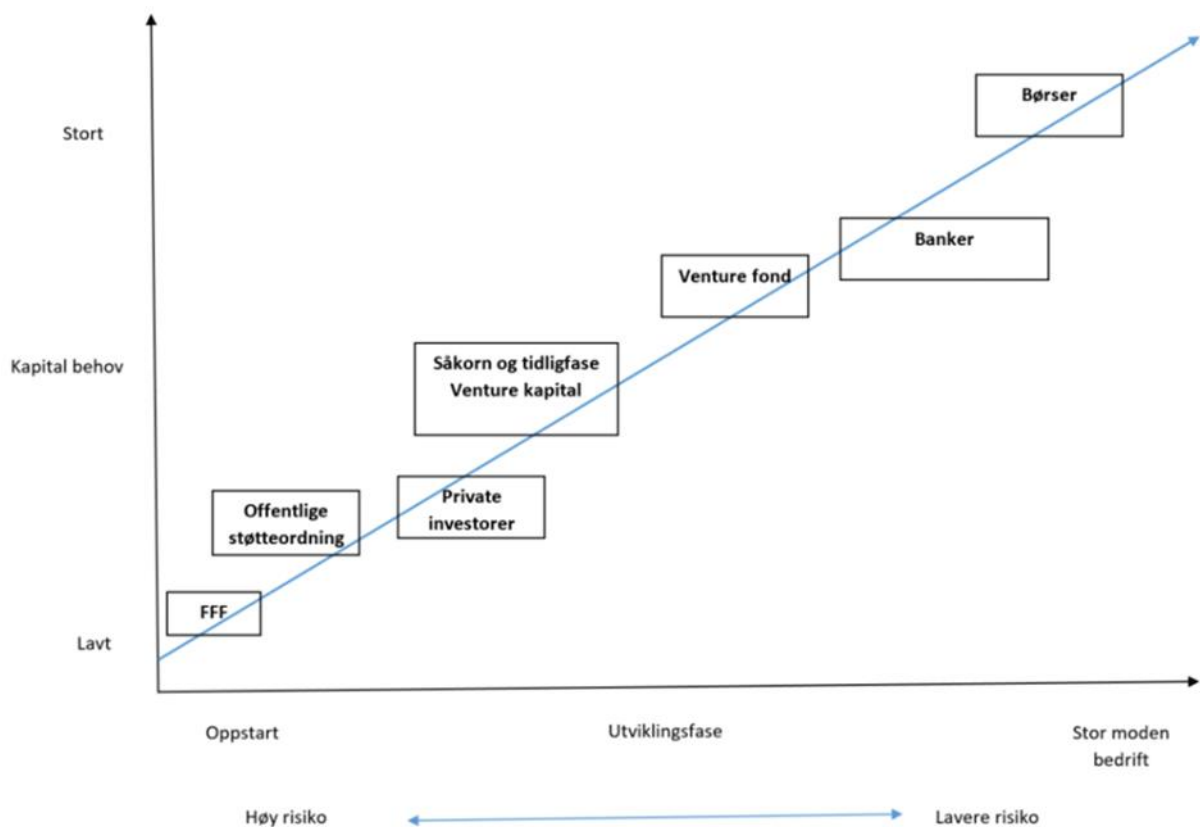
I de fleste tilfeller av et slikt forhold vil man oppleve at agent og Principal har ulike interesser og ulik informasjon (asymmetrisk informasjon i favør agent). Da kan det vi kaller «Moral Hazard» oppstå. I slike tilfeller er det en fare for at agenten vil handle på en måte som ikke er optimal for Principal. 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

¹⁰ Se kapittel 2.4 for definisjon og forklaring av begrepet Business Angel

fremferd. Til tross for dette, kan man ikke sikre seg at alle beslutninger tatt av agenten vil være optimale for Principal.

2.1.3 Finansierings faser - kapitalstigen

Kapitalstigen viser de ulike finansieringskildene som er mest troverdig og aktuelle i de ulike deler av en bedrifts livsløp.



Figur 2-1. Kapitalstigen (Reitan & Sorheim, 2000)

Det er ikke uvanlig at en av de første finansieringene kan komme fra det som populært blir kalt FFF; friends, fools and family, for mange gründere (L. A. Grünfeld, Iversen & Grimsby, 2011). FFF er et samlebegrep for finansiering fra personer med spesielle, og ofte nære relasjoner tilknyttet bedriften og gründeren. Helt i den spede begynnelse i det en kan benevne

en slags pre-såkorn fase når kapitalbehovet er relativt beskjedent, er det ikke uvanlig at gründeren finansierer den første utviklingen av idéen og prosjektet sitt ved private oppsparte midler og ved hjelp av lån fra venner og familie (Gundersen & Langeland, 2004).

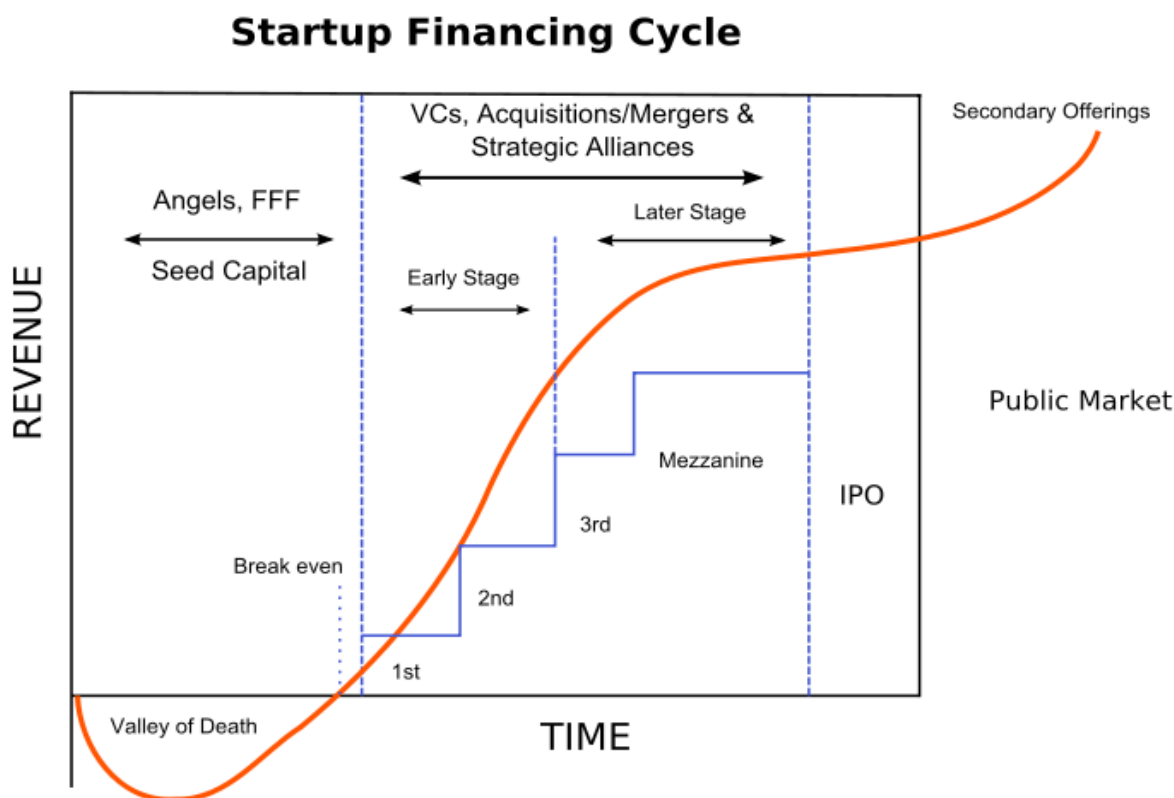
Etter FFF, så kommer offentlige støtteordninger. Private investorer er typisk de som kalles forretningsengler – Business Angels. Såkornfond er halvstatlige fond i Norge, skapt for å hjelpe tidligfasebedrifter. Venture fond, er der den profesjonelle kapitalen slår inn med full styrke, i denne gruppen finner en PE-aktører. Banker kommer inn i senere fase, når bedriften har skaffet seg realverdier som banken kan sikre seg pant i. I en senere fase, når bedriften anses moden og klar for det, så kan det bli naturlig å reise spørsmålet om en eventuell børsnotering.

Det som ikke fremkommer av figuren til (Roger Sørheim, 2006), er den fasen som ofte kommer før FFF fasen. Denne fasen er en fase dels uten finansiering, og kalles for «boothstrapping» fasen. «Boothstrapping» betyr å bygge selskapet fra grunnen av (Nielsen, 2017). Rent praktisk foregår dette ved at man, først, «knuser sparegrisen sin» - man bruker av private og oppsparte midler for å komme i gang. Nielsen (2017) hevder at Crowdfunding – folkefinansiering, er en del av en boothstrapping fase. Fundingpartner, som er en låneformidler som kobler sammen bedrifter som ønsker lån, og privatpersoner som ønsker å låne ut penger til en bestemt rente, har sin definisjon av hva Crowdfunding er; «*Felles for alle typer crowdfunding er at det er noen som ønsker å hente inn penger til noe. Dette hentes fra en "crowd" som bidrar til prosjektet i fellesskap. Flere personer går sammen om å støtte et produkt, et prosjekt eller en bedrift*». ¹¹

2.1.4 Utfordringer for tidligfasebedrifter – Valley of Death

Dødens dal figuren viser at den første fasen i en bedrifts livssyklus og det første kapitalbehovet er ofte det som er mest kritisk. Den utfyller og problematiserer det som (Roger Sørheim, 2006) sin modell vedrørende kapitalstigen mangler. Nemlig de kritiske første årene av en bedrifts livssyklus.

¹¹ <https://fundingpartner.no/investere/hva-er-crowdfunding/>



Figur 2-2. Valley Of Death – Dødens dal for tidligfasebedrifter (Nielsen, 2017)

«En vellykket finansiering er en kritisk suksessfaktor i en virksomhets oppstartsfase, ved videre kommersialisering, drift og vekst. Mange gode forretningsideer blir aldri realisert fordi initiativtakerne ikke klarer å skaffe til veie nødvendig kapital. Selskaper som kommer seg gjennom oppstartsfasen, erfarer også ofte at finansiering er en løpende utfordring. Hvordan finansieringen av de neste fasene håndteres, er ofte avgjørende for om virksomheten oppnår suksess eller ikke» (Cock, Gjerde & Raugland, 2016).

En investering i tidligfase bedrifter innebærer stor risiko for alle involverte parter, spesielt for de som tilbyr kapital. Ifølge SSB er det kun 38 % av nyetablerte foretak som er aktive etter tre år.¹²

Investorer som investerer i SMB og tidligfase, skiller seg ut fra andre investorer og kapitalkilder. Investorer i risikokapitalsegmentet ser mye hen til egenskaper ved investoren. Dette fordi slike typer investeringen ofte har mange likhetstrekk med ansettelsesforhold og partnerskap.¹³ Det er også hevdet tidligere at enkelte grupper investorer i risikokapitalsegmentet baserer sin investeringsbeslutning på magesfølelser og lite på analytiske

¹² <https://www.ssb.no/fordem>

¹³ Også likheter med Agent Principal Teorien.

kriterier (Landström, 1997). Blant annet har Gaston (1989) beskrevet den uformelle risikokapitalmarkedet som «*a giant game of hide-and- seek whith everyone blindfolded*».

I 2013 investerte norske og utenlandske aktive eierfond 12,8 milliarder kroner i norske selskaper. Det er en økning på nær 80 % fra 2012, jf. Gjermund Grimsby. Menon 2013: *Norske aktive eierfond 2013: Store investeringer og økt nivå på avhendinger*.¹⁴

Overnevnte indikerer at SMB og PE markedet, i hvert fall ikke later til å skremme bort investorer.

2.1.5 Teorier om finansiering - Oppsummering

En kan kort oppsummere teorier om finansiering på følgende måte;

- **Pecking Order Theory (POT);** Beskriver hvilken type kapital en bedrift, og særlig en tidligfase bedrift, foretrekker. Myers (1984) hevder at bedrifter foretrekker intern finansiering fremfor ekstern. Imidlertid har senere studier, spesielt vedrørende unge teknologibedrifter som innehar en viss grad av innovasjon vedrørende sin teknologi/produkter, så viser studien til Hogan og Hutson (2005) at det er avvik fra Myers (1984) sin hypotese. Forklaringen er at i unge bedrifter, der verdiene i hovedsak er immaterielle, foretrekker de oftest EK foran lånefinansiering.
- **Agent Principal Theory;** En investor som tar en risiko ved å investere i et selskap uten å skaffe seg sikkerhet ved for eksempel realpant, har behov for ulike verktøy og kontrollmekanismer som reduserer denne risikoen. Disse risikoreducerende tiltakene er ofte i form av tett monitorering og samarbeid med bedriftslederen, ved å gi råd og stille sitt nettverk til disposisjon for bedriften. Derfor har en slik investering mange likhetstrekk med et ansettelsesforhold. Agent Principal Theory, handler om dette styrkeforholdet og samarbeidet mellom investor (Principal) og bedriftseier (Agent).
- **Kapitalstigen;** Viser den tradisjonelle måten de ulike kapitalkildene er mest vanlig i de ulike fasene av en bedrifts livsløp.
- **Valley of death;** Dødens dal beskriver den tidligfasen som de fleste nystarte foretak melder oppbud i. Dødens dal beskriver også, til en viss grad, hvorfor ca. 60 % av nystartede foretak ikke klarer seg. Hovedkonklusjonen er at det er utfordringer med

¹⁴<https://www.menon.no/publication/norske-aktive-eierfond-2013-store-investeringer-og-okt-niva-pa-avhendinger/>

kapitaltilgangen fra interessenter som gjør spesielt tidligfasen i en bedrifts livsløp utfordrende. Det blir blant annet derfor hevdet fra enkelte forskere at det eksisterer et kapital gap i markedet.

2.2 Kapitalkilder

Som nevnt innledningsvis, så er det investering av den eksterne egenkapitalen som vil være tyngdepunktet for oppgavens tema og forskningsspørsmål. Hoveddelen av respondentene som danner basis for det empiriske grunnlaget i studien min, befinner seg i Private Equity (PE)¹⁵ segmentet.

I dette kapitlet vil jeg beskrive hva som er risikokapital og hvordan en kan dele begrepet risikokapital opp i deler som for eksempel; Public Equity (typisk børsnoterte selskap) og Private Equity (PE). Jeg har tidligere som nevnt i kapittel 1.2 avgrenset oppgavens tema mot børsnoterte selskap. Derfor vurderer jeg det som ikke naturlig å beskrive børsnoterte selskap noe nærmere.

PE segmentet kan igjen deles opp i, blant annet; Business Angels (BA), Venture Capital (VC) selskaper og/eller VC fond, og i Buy-Out (BO) selskaper og/eller (BO)fond. Som nevnt innledningsvis kan det være utfordringer for spesielt tidligfase bedrifter med å skaffe seg kapital. Noen forskere argumenterer for at dette kalles et kapital gap. Den private og eksterne egenkapitalen som risikokapitalmarkeder tilfører selskaper som trenger kapital, er ansett for å være en svært viktig del av verdiskapningen i en fri økonomi (L. Grünfeld & Jakobsen, 2007)

Risikokapital (RK) er en samlebetegnelse for når en skal beskrive den eksterne egenkapitalen som brukes ved finansiering og investering. RK har røtter langt tilbake i tid, og ble kjent for alvor da Rockefeller og andre kjente investorer tidlig på 1900-tallet gikk sammen og dannet investeringsselskap som de brukte som base for å investere i private selskaper som de mente kunne ha potensial til å skape merverdi. Senere har denne utviklingen skutt fart, særlig etter 1950, og det er spesielt USA som har vært ledene innen RK investeringer.

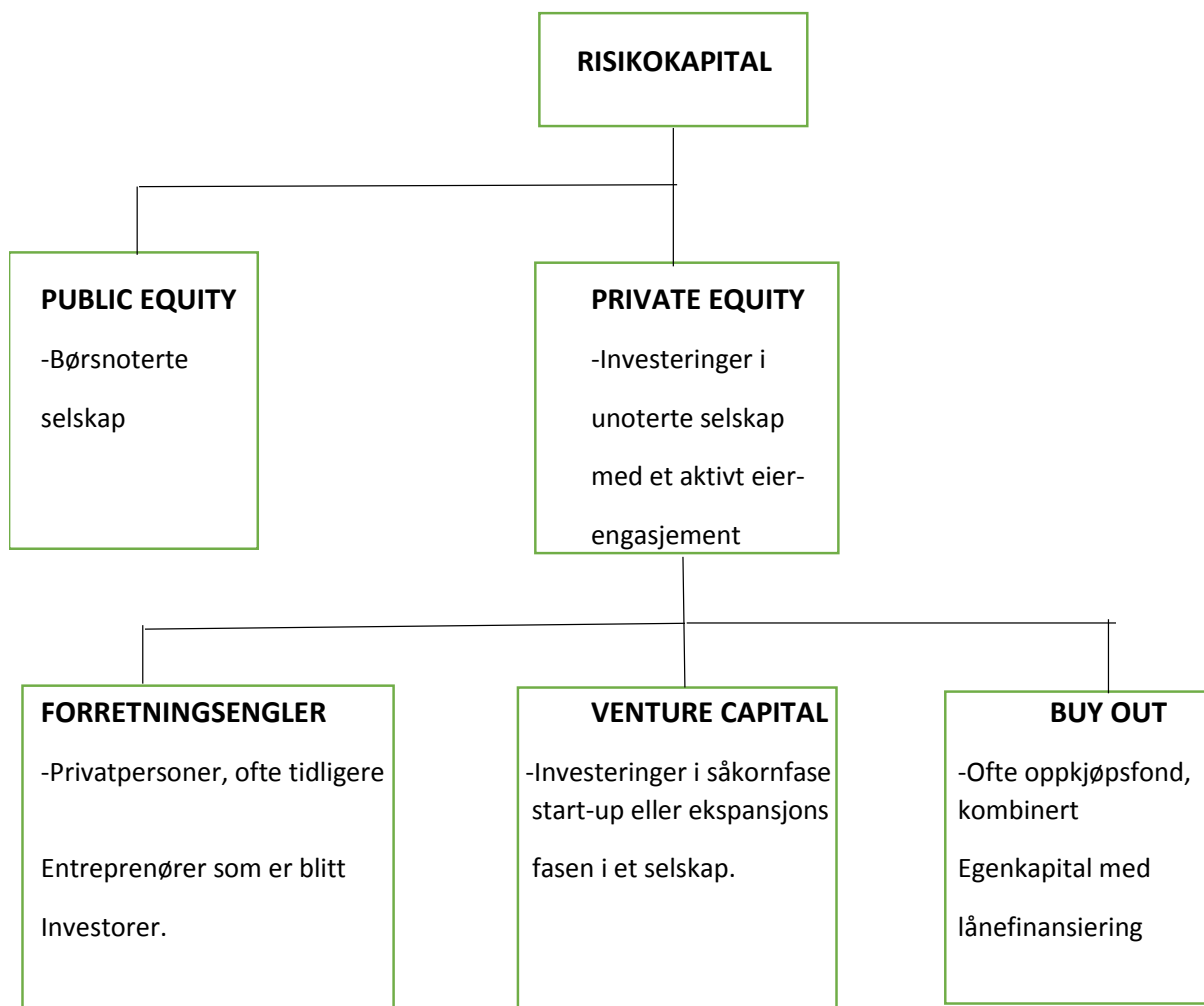
2.3 Private Equity

Jeg anser Private Equity (PE) som en sentral teoretisk del av oppgaven. Dette siden respondentene i min studie befinner seg i PE segmentet av investeringsmarkedet. Jeg vil

¹⁵ Se kapittel 2.3 for definisjon og fremstilling.

forklare hva PE er for noe og hvorfor det er viktig som investeringskilde for SMB og tidligfasebedrifter.

Modell RISIKOKAPITAL



Figur 2-3. Modell av Risikokapital og PE segmentet

Denne modellen er laget etter inspirasjon fra svensk venturecapitalforening (SVCA) sin fremstilling. Modellen er også slik jeg tolker risikokapitalsegmentet, basert på teori og forskning om emnet, og som danner grunnlaget for den videre fremstillingen om PE.

En kan definere Private Equity som: *“Equity that is not public traded and that is used to finance business start-ups, leveraged buyouts, etc.”* (Richard A Brealey, Myers, Allen & Mohanty, 2012, s. 922).

«I 2004 valgte tidsskriftet The Economist å utnevne lederne innen Private Equity-bransjen (PE) til «The new kings of capitalism». Og ikke uten grunn. Etter dotcom-krisen har det globale volumet av PE-investeringer vokst raskere enn alle andre former for investeringer. I dag finner du knapt en økonom i finansbransjen som ikke har kjennskap til denne investeringsformen, eller det man gjerne kaller aktiva klassen». (L. Grünfeld & Jakobsen, 2007, s. 39).

Aktivt eierskap er sentralt begrep i sammenheng med PE-investeringer. PE aktørene tilfører privat risikokapital rettet mot bestemte faser i bedrifters utvikling. Ofte skilles det mellom investeringer rettet mot forskjellige faser av en bedrifts livsløp, typisk fasene såkorn, venture, ekspansjon og buyout (L. Grünfeld & Jakobsen, 2007).

Såkorn- og venture-investeringer skjer i den tidlige fasen av bedriftenes utvikling, mens ekspansjon ofte er knyttet til fasen der internasjonalisering står i fokus (L. Grünfeld & Jakobsen, 2007).

PE anses som en spesiell variant av ekstern egenkapital, og kan således være en mulighet for selskapene med å takle utfordringer knyttet til viktige stadier i utviklingen sin. Det er vanlig at PE og PE fond har mulighet å til å tilby finansiering av unoterte selskaper ved å kjøpe en andel av bedriften, eller sagt på en mer presis måte, kjøpe en andel av egenkapitalen. PE og PE fond er kommersielle profesjonelle aktører som har en hensikt om å selge eierandelen etter et visst tidsperspektiv, med intensjon om fortjeneste (L. Grünfeld & Jakobsen, 2007) og (Gompers & Lerner, 2004).

For å kunne maksimere en potensiell verdiskapning i investeringen og samtidig redusere risikoen, er det ikke uvanlig at PE aktører bidrar med andre ressurser en kun penger. De vil ofte kunne tilby, og noen ganger sette som forutsetning i avtalen, at de skal kunne bidra med sosial- og human kapital. Eksempler på sosial- og human kapital som de tilbyr kan være ressurser som hjelper selskapene til å utvikle og etablere leverandør- og kunderelasjoner. Det kan også tenkes at det bidras med å tilføre selskapet personer som har relevant kompetanse som selskapet trenger for å oppnå konkurransefortrinn og å kunne utvikle seg (L. A. Grünfeld & Jakobsen, 2006).

Slik sett dannes det en tilknytning mellom fondet og selskapet som stikker dypere enn selve egenkapitalfinansieringen.

En annen viktig faktor med en PE investering er exit muligheter i investeringen for investor (Wickham, 2006). At det skal skje en forutbestemt exit, kan muligens ses på som en konsekvens av at en PE-investor sjelden kjøper hele selskapet og også sjelden ønsker å være en majoritetseier, men heller synes å investere i en mindre andel. Rent praktisk kan exit strategi bety at det initieres aktiviteter som gjør dem i stand til å omgjøre eierposten deres om til kapital, enten ved å selge til markedspris eller konvertering et sted fremover i tid.¹⁶ Exit muligheter kan ses på som en risikodempende faktor i investeringen, og samtidig som et ønske om avkastning.

2.3.1 Due Diligence

Meyer og Boye (2008) definerer Due Diligence (DD) som den undersøkelsesprosessen kjøper gjennomfører, før han kjøper et selskap.

DD forbindes oftest ved fusjoner og oppkjøp av selskap, såkalte M&A – Mergers and Acquisitions. Due diligence er et engelsk begrep, som oversatt til norsk betyr tilbørlig aktsomhet. Tilbørlig aktsomhet kan, i relasjon til investering i SMB selskap, bety den nødvendige undersøkelsen av de relevante forretningsmessige og juridiske forholdene i det selskapet det potensielt skal investeres i. Motivet for en DD er å unngå å enten tape penger eller pådra seg et potensielt erstatningsansvar. De områdene som undersøkes, gir en god pekepinn på den type informasjon en investor er ute etter.

Jeg anser DD for å være en naturlig del av en investeringsprosess av en viss størrelse der en har behov for å avklare flere forretningsmessige og juridiske forhold. Særlig i en PE-investering, har en DD en relativ sentral plass. Grunnen til at en DD har en sentral plass i en PE-investering er følgende; Siden det er selskaper som ikke er børsnoterte det investeres i, vil det kunne være et større informasjons gap hva angår relevante forretningsmessige-, økonomiske, og juridiske forhold - enn hva angår børs noterte selskap, som er underlagt et strengere rapporteringsregime.¹⁷

¹⁶ Se kapittel 2.3.2, kapittel 2.8.5 og 2.8.7.

¹⁷ <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Loepende-forpliktelses-for-boersnoterte-selskaper>

Harvey og Lusch (1995) har forsket på de forberedelser som gjøres ved investeringer og M&A. De hevder at en grundig DD kan bestå av en rekke forhold som må undersøkes nærmere. I en grundig DD skilles det ofte mellom materielle og immaterielle forhold. Videre kan det skilles mellom interne og eksterne forhold.

Exhibit 1. Due Diligence Dimensions and Environments

Internal Environment	External Environment
<p>Tangible</p> <ul style="list-style-type: none"> • cash • plant equipment • accounts receivable • patents/trademarks • technology • inventory <p>Intangible</p> <ul style="list-style-type: none"> • quality of leadership • training of personnel • corporate culture • quality of infor./analysis operating system • loyalty of personnel • trade secrets • data bases • personal/professional networks 	<p>Tangible</p> <ul style="list-style-type: none"> • share of market • supplier/distributor contracts • physical location <p>Intangible</p> <ul style="list-style-type: none"> • brand product awareness • customer loyalty • competitive positioning

Figur 2-4. Due Diligence Dimensions. (Harvey & Lusch, 1995)

I en grundig DD skilles det ofte mellom materielle og immaterielle forhold. Videre kan det skilles mellom interne og eksterne forhold. Som en ser ovenfor av figuren, så inneholder den listen over mulige undersøkelsesområder for en DD. Imidlertid er ikke denne listen uttømmende. Det som er typiske undersøkelsesområder for en DD er, hva gjelder materielle eiendeler og materielle sider ved virksomheten slik som, for eksempel penger, eiendeler, kundefordringer, patenter, teknologi.

Av interne immaterielle verdier, hevder Harvey og Lusch (1995) det kan være fornuftig å undersøke ting som for eksempel ; kvaliteten på ledelsen, opplæringsprogram for ansatte, bedriftskultur, hvordan samarbeidet og det personlige og profesjonelle nettverket på arbeidsplassen er. Forretningshemmeligheter er også nyttig å vite om før en signerer en avtale om investering. Imidlertid ligger det i kortene at forretningshemmeligheter holdes skjult helt til slutt før en avtale signeres. Harvey og Lusch (1995) sin figur kan få det til å virke som en DD forutsetter en svært omfattende og vidløftig prosess med undersøkelse av en rekke forhold. Imidlertid peker de kun på områder og dimensjoner det kan være naturlig å vite mer om. Og det ligger også i kortene at jo større og mer komplisert selskapsstruktur og jo større

investering det er snakk om, eller dersom det skulle være en M&A det er som er bakgrunnen for en DD, jo større og mer omstendelig vil denne DD-prosessen kunne være. Den vil da også naturlig nok inneholde flere spørsmål som ønskes besvart.

En DD vil tilpasses avtalens størrelse og kompleksitet (Harvey & Lusch, 1995). Det er ikke uvanlig at investor knytter til seg ressurser og spesialister som er eksperter på en DD-prosess og som er flink på sitt fagområde. Det kan være dyktige advokater som er spesialister på M&A prosesser og derigjennom også en DD. Det kan være revisorer og økonomer, og det kan selvfølgelig være andre spesialister som er innhentet for å vurdere for eksempel tekniske eller teknologiske forhold, slik som for eksempel ingeniører og IT eksperter.

Et sentralt element i en DD-prosess er tids- og ressursbruk. En investor ønsker først og fremst å se hvordan de sentrale økonomiske- og juridiske forholdene i selskapet er.

“Quite often it has been viewed as “too expensive” to bring in experts in every functional area to render an opinion” (Hearne & Dean, 1989). Hearne og Dean (1989) sier at det ofte har vist seg som for kostbart å hente inn spesialister for å belyse alle mulige områder og deler av virksomheten og som «bare skal si sin mening» om noe i en DD-prosess.

Meyer og Boye (2008) hevder at det som er sentralt å ta inn over seg, er at en DD-prosess ikke bare skal avdekke feil og utfordringer med et selskap. Imidlertid skal en DD også være en mulighet til å avdekke eventuelle potensial, utover det som nevnes av selger eller bedriftsleder.

2.3.2 Konvertible lån

Konvertible lån er et sentralt verktøy for en PE-aktør. Fordi det gir muligheter å tilby finansiering samtidig som en har opsjon på å forandre finansieringen til en ren investering på et senere tidspunkt.

Konvertible lån er et finansielt instrument som er klassifisert som Hybridkapital. Dette er kapital som har trekk av både egenkapital og gjeld. Eksempler på dette er:

preferansekapital, konvertible gjeldsbrev, konvertible obligasjoner og ansvarlig lånekapital.

Det rettslige grunnlaget for et konvertible lån er aksjeloven § 11-1.

Asl. § 11-1:

Adgangen til å ta opp lån hvor fordringen gir rett til å kreve utstedt aksjer

(1) Et aksjeselskap kan ved avtale om lån gi fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning.

(2) Retten til å kreve utstedt aksjer kan ikke skilles fra fordringen.

Som det fremgår av legaldefinisjonen ovenfor så er konvertible lån en rett, men ikke plikt til å kunne kreve lånet omgjort til aksjer i selskapet som det er lånt penger til.

Videre så er det ansett vanlig at denne retten blir formalisert og notorisert i en avtale mellom partene.

2.3.3 Oppsummering Private Equity

Oppsummert kan en si at PE anses som en variant av ekstern egenkapital, og kan være en mulighet for selskapene med å takle ulike utfordringer knyttet til viktige stadier i utviklingen sin. Viktige faktorer i en PE-investering er;

- Relativ liten eierandel fra investor ved investering – ofte mellom 20-45 %.
- Krav til medvirkning og innflytelse i selskapet det investeres i – ofte i form av styreplass eller stilling som styreformann.
- Evaluering og forretningsmessig undersøkelse av selskapet i form av en tilpasset DD.
- Strategi og krav om exit i investeringen etter et naturlig tidsperspektiv, ofte mellom 3-10 år.
- Ulike former og varianter av investering og kapitaltilgang/investering. Hybridkapital i form av for eksempel konvertible lån er en typisk vanlig løsning i en PE-investering.

2.4 Business Angels

Jeg anser Business Angels (BA) til å være en del av VC segmentet vedrørende investering. Derfor anser jeg det relevant å belyse kort hva en BA er.

Business angels/angels investors, eller forretningsengler på norsk, kan defineres som velstående private individer som kan bistå med kapital til oppstartsbedrifter. Forretningsengler er også kjent som private investorer (Morrissette, 2007).

Opprinnelig stammer begrepet Engel (Angel) seg fra velstående individer som finansierte dyre teaterproduksjoner på Broadway i New York. Det ble første gang brukt i en forretnings terminologi da den amerikanske forskeren Wetzel Jr (1983) førte sin studie i hvordan gründere skaffet seg den første såkornkapitalen til sitt nystartede selskap i USA. Wetzel Jr (1983) beskrev de investorene som støttet disse gründerne som engler (D. Cumming & Zhang, 2019).

2.4.1 Kritikk mot begrepet Business Angels

Hvis en har som forutsetning, at finansiering og investering, er en form for ytelse mot ytelse. Så er begrepet Business angels, eller engleinvestorer – rett oversatt til norsk, noe misvisende eller i beste fall et upresist begrep.

Dette fordi en investor eller finanstilbyder, vil ofte kreve både avkastning og en viss sikkerhet for sitt bidrag med kapital. Det blir da noe kunstig å fremstille investoren som en som gjør dette av en viss grad av veldedighet eller at i beste mening - ytelsesforholdet er skjevt slik at det er investoren, som er den presumptivt sterke part i avtaleforholdet, som yter mest.

At det er grader av risiko ved enhver investering, er det en bred konsensus om i det økonomiske miljøet, og det vil følgelig ikke kunne blandes sammen med overnevnte resonnement.

Imidlertid er begrepet business angels et så innarbeidet begrep, at det også vil bli brukt i det følgende i denne studien.

2.4.2 Oppsummering Business Angels

Oppsummert kan en si at BA er private selskap, ofte tidligere gründere/entreprenører, som investerer i VC markedet. Deres investering blir ofte i form av en PE-investering, men ofte i mindre skala enn en stort PE fond.

2.5 Venture Capital (VC)

Jeg tolker og forstår Venture Capital (VC) til å være en del av det risikokapitalsegmentet som er mest relevant for de bedriftene som befinner seg i tidlig fase, herunder særlig i start-up og

såkornfase. VC er også relevant og aktuell for bedrifter som befinner seg i ulike faser der en har et særlig behov for kapital, typisk vekst- og ekspansjonsfaser.

Richard A. Brealey, Myers og Allen (2014) beskriver VC selskaper på følgende måte:

«Venture capital firms are not passive investors. They tend to specialize in young high-tech firms that are difficult to evaluate, and they monitor these firms closely. They also provide ongoing advice to the firms that they invest in and often play a major role in recruiting the senior management team. Their judgement and contacts can be valuable to a business in its early years and can help the firm to bring its products more quickly to market» (Richard A. Brealey et al., 2014, s. 374).

VC aktørene er kapitaltilbydere og investorer i selskap og prosjekter som er for risikofylte for banker og lignende finansinstitusjoner. Det ligger derfor i kortene at de forsøker å sikre investeringen sin gjennom blant annet aktivt lederskap og tett monitorering av den daglige driften i selskapet, og samtidig være en solid faglig og menneskelig støttespiller for bedriftsledelsen. Det er likevel antatt at VC aktører er mindre tilgjengelig med sin erfaring enn BA. Den andre store forskjellen på BA og VC er at VC ofte kan være med på et kapital og investeringsløp i en senere fase i en bedrift. For bedrifter som har mindre av realverdier som for eksempel eiendom, og kostbart produksjonsutstyr, og mer av den kapitalen som sitter i hodet i form av kunnskap og ideer – typisk gjeldende for unge IT bedrifter. Så vil VC investeringer være svært relevant.

2.5.1 Såkornfond

Et såkornfond er en del av den typiske kapitaltilgangen for tidligfase bedrifter og oppstartere.¹⁸

«Såkornfondordningene har som formål å bidra til etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak (med fokus på næringssvake områder i de distrikts rettede fondene) gjennom å øke tilgangen av kompetent kapital. Ordningen skal korrigere for markedssvikt i forbindelse med at potensielle vekstforetak kan stå overfor betydelige finansieringsproblemer som det private kapitalmarkedet på egenhånd ikke er i stand til å løse. Dagens statlige såkornfondordninger administreres av Innovasjon Norge og forvaltes i dag gjennom 14 separate såkornfond (et 15. fond er nedlagt). Fem av dem er landsdekkende,

¹⁸ Se Figur 2-1. Kapitalstigen.

mens de andre enten er regionale eller distrikts rettede (kan kun foreta investeringer i mindre sentraliserte kommuner). I alle fondene har staten kun gått inn med ansvarlig lånekapital, der en gitt andel av kapitalen er definert som et tapsfond. Det kan trekkes fra tapsfondet når investeringer er fullt nedskrevet» (L. A. Grünfeld, Grimsby, Clausen & Madsen)

Det finnes flere forståelser og definisjoner av begrepet såkornfond.

Den amerikanske Venturekapitalforeningen (NVCA) opererer med følgende faseforståelse:

A venture capitalist may invest before there is a real product or company organized (so called "seed investing"), or may provide capital to start up a company in its first or second stages of development known as "early stage investing." (L. A. Grünfeld et al., s. 21)

Innovasjon Norge har følgende definisjon av hva et såkornfond er:

«Et såkornfond er et aktivt eierfond som består av både statlig og privat kapital, og som investerer i innovative bedrifter med stort verdiskapingspotensial i hele landet. Fondene har betydelig finansiell løfteevne og vil bidra til utvikling av bedriftene over tid».¹⁹

2.5.2 Oppsummering VC og såkornfond

Oppsummert kan en si at VC og såkornfond er veldig tidlig fase kapital, i en bedrifts livsløp. Ofte blir det investert kapital før det eventuelt foreligger noe ferdig produkt. Det ligger da i kortene at investorer i såkornfond, tar en noe høyere risiko enn rene Venture kapital fond og en langt høyere risiko enn for eksempel banker – som ofte vil sikre seg gjennom pantesikkerhet i realformuesobjekter. Denne risikoen, har en forsøkt dempet noe gjennom at statlige aktører er med på finansieringen sammen med private investorer. En annen risikodempende faktor er det aktive eierskapet og den tette monitoreringen som kjennetegner en VC-investering.

2.6 Oppkjøpsselskaper og oppkjøpsfond (Buy Out)

Buyout (BO) er relevant fordi det gir en ekstra dimensjon i et PE-selskap sine muligheter til å kunne velge den investeringsstrategien som er minst kapitalkrevende, gjennom for eksempel et lånefinansiert oppkjøp, et såkalt Leveraged Buyout (LBO). En BO og en LBO er kjent gjennom tabloidene både nasjonalt og internasjonalt, ofte som en «Hostile takeover». Det vil si et fiendtlig oppkjøp der målet er å få kontrollen over selskapet for deretter ofte kunne splitte

¹⁹ <https://www.innovasjon Norge.no/no/om/fond/sakornfond/>

det opp i mindre deler/enheter og så selge de forskjellige delene hver for seg for en høyere pris enn hvis en hadde solgt selskapet som en helhet. Imidlertid er virkeligheten ofte annerledes enn hvordan underholdningsbransjen og tabloidene fremstiller en BO og LBO.

Bienz (2016), som er professor ved NHH, sin oppfattelse av BO, er at oppkjøpsfond kjøper opp eksisterende selskaper med en kombinasjon av egenkapital og vanligvis mye lån – såkalt «*Gearing*». Disse selskapene gjennomgår så store interne og eksterne endringer.

Poenget med en BO, er å konsentrere eierskap i selskapet i selve ledelsen og i et PE selskap (Nyman, Lundgren & Rösiö, 2012).

Steve Kaplan og Per Strömberg, definerer LBO på følgende måte:

“..In a leveraged buyout, a company is acquired by a specialized investment firm using a relatively small portion of equity and a relatively large portion of outside debt financing. The leveraged buyout investment firms today refer to themselves (and are generally referred to) as private equity firms. In a typical leveraged buyout transaction, the private equity firm buys majority control of an existing or mature firm. This is distinct from venture capital (VC) firms that typically invest in young or emerging companies, and typically do not obtain majority control..” (Kaplan & Stromberg, 2009, s. 2).

2.6.1 Lånefinansiert oppkjøp - Leveraged buyouts (LBO)

Diamond (1985) hevder at en LBO er ved oppkjøp av et selskap eller deler av et selskap, og finansieringen organiseres slik at den oppkjøpte enheten får en vesentlig høyere gjeldsandel når transaksjonen er gjennomført, enn tilsvarende selskap. Den høye gjeldsandelen er en konsekvens av at en vesentlig del av kjøpesummen lånefinansieres. Weston og Chung (1990) hevder at det er normalt at mer enn femti prosent av kjøpesummen finansieres med gjeld. Når oppkjøpet er foretatt er det ikke uvanlig at den typiske gjeldsandelen for selskapet ligger rundt 75-80 % (Jensen, 1989).

Dersom det er selskapets ledelse som gjennomfører oppkjøpet, blir transaksjonen kalt for et management buyout (MBO). Hvis motivet med MBO er å innsette sin egen ledelse i selskapet, kalles det for et management buy-in (MBI). Grunnen og motivet for en typisk MBO-MBI operasjon, er at investorene mener den sittende ledelse i selskapet mangler den nødvendige kompetansen (Bjørkheim, Holum, Branæs, Thowsen & Ingdahl, 2002).

Det er antatt at LBO i Norge stort sett er finansiert av banker, i motsetning til i USA hvor finansiering oftest skjer gjennom verdipapirmarkedet, blant annet ved utstedelse av rentebærende verdipapirer. Siden sikkerheten i finansieringen ofte skjer gjennom de eiendeler som oppkjøperen får kontroll over, er det logisk at lånefinansieringen av selve oppkjøpet har trekk av et mer kortvarig enn langvarig tidsperspektiv. Når så selskapet får restrukturert seg etter oppkjøpet, vil nødvendigvis mye av gjelden transformeres til finansiering og lån av mer langvarig karakter.

Den senere tid, ser en økning i antall MBO i typiske kunnskapsbedrifter. Forklaringen på dette er at de ansatte i selskapet erkjenner at de selv er den største verdien i selskapet (Lehn, Netter & Poulsen, 1990).

Det finnes flere, til dels avanserte, oppkjøpsmodeller og varianter for LBO. Men jeg vurderer det til å være utenfor min studies naturlige rammer å utdype dette noe nærmere.

2.6.2 Oppsummering BO og LBO

Basert på teoriene og definisjonene til overnevnte, kan en beskrive oppkjøpsfond på følgende måte; BO aktører investerer typisk i relativt modne bedrifter som er i vekst og/eller i omstillingsprosesser/omstillingsfase og de kjøper seg ofte en majoritetsandel av selskapet.

2.7 Finansinstitusjoner og andre kilder til kapitalinnhenting

Finansinstitusjoner brukes som samlebetegnelse på de institusjoner som enten yter lån eller investerer på en eller annen måte i en bedrift. De mest kjente finansinstitusjonene som yter kapital, er bankene.

2.7.1 Banker

Banker tilbyr lån til bedrifter og privatpersoner.

Ut fra en risikovurdering, ønsker banker primært, å låne ut til låntakere som kan stille sikkerhet for lånene sine. Slik sikkerhet er typisk pant i realkapital, ofte i eiendom.

Etablerte SMB med en viss historikk, track-record og høy egenkapitalandel vil kunne være et sikrere kort som låntakere enn en start-up-bedrift uten nevneverdig historikk og med begrenset EK.

Oppstartsbedrifter, og da spesielt høykompetansebedrifter, har i oppstartsfasen ofte overveiende immaterielle aktiva og har ofte sterkt behov for kapital til ulike faser av driften, det kan være forskning og utvikling (FOU) eller det kan være andre ting som hører naturlig til den daglige driften (Roger Sørheim, 2006).

I følge Roger Sørheim (2006) spiller bankene en fremtredende rolle i å spre kapitaltilbudet, gjennom sitt nett av filialer. Både private investorer og såkorninvestorer hevder bankenes mer svakere tilbudsportefølje, er at de sjelden kommer tidlig nok inn i oppstartprosjektene. Dette henger sammen med at det mangler den nødvendige innsikt og erfaring i å vurdere prosjekter i tidlig fase, de har heller ikke låne- og egenkapitalordninger som tar hensyn til risikoen i tidlig fase (Roger Sørheim, 2006).

2.7.2 Innovasjon Norge

Innovasjon Norge (IN) er et statlig norsk særlovselskap stiftet 19. desember 2003 med formål å øke innovasjon i næringslivet over hele landet, bidra til å utvikle distriktene, og profilere norsk næringsliv og Norge som reisemål. Organisasjonens formål er å fremme lønnsom bedrifts- og samfunnsøkonomisk næringsutvikling i hele landet, og utløse ulike distrikters og regioners næringsmessige muligheter gjennom å bidra til innovasjon, internasjonalisering og profilering. Hovedføringene til IN er forankret i nærings- og regionalpolitikken, som inkluderer, men ikke er begrenset til innovasjon.

IN's virkemidler og tjenester har som mål å skape flere gode gründere, flere vekstkraftige bedrifter og flere innovative næringsmiljøer.

IN kan hjelpe en oppstarter/gründer på flere måter. Det kan enten være rimelig finansiering, statlige tilskudd, rådgivning, hjelp til å knytte kontakter eller å bygge nettverk – såkalt sosial kapital.

Det er imidlertid relativt strenge vilkår for å kunne få finansiering eller statlig tilskudd fra IN.

For å kunne få finansiering fra IN må; «*Prosjektet må ha et dokumentert potensial for vekst i enten nasjonale eller internasjonale markeder*».²⁰

²⁰ <https://www.innovasjon norge.no/no/verktøy/verktøy-for-oppstart-av-bedrift/kan-du-fa-stotte-fra-innovasjon-norge/>

2.7.3 Oppsummering Finansinstitusjoner og andre kilder til kapitalinnhenting

Oppsummert kan en si at banker fremdeles spiller en viktig rolle i finansierings og investeringsprosesser. Dette fordi de vil være den viktigste kilden til kapital for primærinvestorene, Business Angels eller Private Equity aktører. De er således en viktig brikke i investeringsprosessen til oppstartere og SMB selv om de ikke direkte skulle investere i et prosjekt, men de vil i høyeste grad kunne være indirekte involvert. Et annet viktig poeng er at banker kan komme på banen når de ser at andre velrennomerte aktører er involvert i investeringen og dermed kunne spille en mer fremtredende rolle på et senere tidspunkt i investeringsfasen.

IN anser jeg for å være en relevant bidragsyter for kapital til spesielt innovative bedrifter med vekstpotensial. Spesielt viktig bidrag kan IN spille i en tidligfase av en bedrifts livsløp.

2.8 Viktige spørsmål for en investor

I dette underkapittelet har jeg valgt å ta utgangspunkt i Wickham (2006) sine teorier om hva som er viktige spørsmål for en investor, før han tar en beslutning om en potensiell investering.

Høyest mulig avkastning på den investerte kapitalen med en gitt risiko, helst med så lav risiko som mulig, er et mål for de fleste som definerer seg som investorer.

Investorer og andre finansieringskilder har ofte ulik holdning til risiko når de forvalter kapitalen. Noen har mindre risikoaversjon enn andre. For at en investor skal kunne ta rasjonelle beslutninger innenfor sin risikopreferanse, er denne avhengig av å ha tilgang til mest mulig informasjon.

I følge Wickham (2006) så er det lite realistisk et det er maksimal transparens og fri flyt av informasjon i forhold til en investering. Wickham (2006) hevder det må være ”Information asymmetry” mellom entreprenør og investor. Begrunnelsen for dette, er at entreprenøren alltid vet mer om bedriften og den aktuelle forretningsideen enn investoren.

Konsekvensen av dette er at investor er nødt til å ta den best mulige avgjørelse på bakgrunn av den informasjonen som til enhver tid er tilgjengelig, og ikke minst- den informasjon som er tilgjengelig før avtaleinngåelse og før investeringen skjer.

Det er den informasjonen investoren skaffer seg om prosjektet/investeringen som ofte danner en vesentlig del av beslutningsgrunnlaget for om investeringen er riktig. Da er blir det også

naturlig at investoren skaffer seg denne informasjonen gjennom flere sentrale spørsmål til entreprenøren.

Wickham (2006) referer til Shepherd (1999) sin forskning, og som har oppdaget at ikke alle investorer anvender seg av de angitte kriterier som de opplyser at de faktisk bruker. Wickham (2006) har blant annet på bakgrunn av dette forsket og resonert seg frem til flere spørsmål han mener investoren vil ha svar på for at entreprenøren skal få finansiert det aktuelle prosjektet.

De mest sentrale spørsmålene vil blant annet være følgende;

2.8.1 Passer denne type bedrift for investoren?

Underforstått, og som et delspørsmål i forlengelsen av dette; har investoren den riktige kunnskap og erfaring med denne type bedrift?

Det er viktig få klargjort hvilket marked bedriften skal inn i og på hvilket stadium bedriften har behov for finansiering.

Investorer spesialisere helst seg innenfor en type bedriftssegmenter eller investeringer på et spesielt progresjonsnivå i bedriftens livssyklus. En bedrifts omsetning kan være et kriterium i så henseende, da flere investorer har et nedre- og muligens også øvre tak, vedrørende cash-flow i virksomheten de velger å investere i.

En kanadisk studie viser at det er viktig for investorer å forstå de produkter og det marked som investeringsobjektet operer i. Derfor spesialisere de seg ofte innenfor den type bransjesegment de selv har erfaring fra, eller i det minste god kjennskap til, slik at de maksimalt kan utnytte sin kompetanse (Macdonald, 1991).

Hvor i etableringsprosessen investoren vil komme inn i prosjektet henger ofte sammen med grad av risikovilje den aktuelle investor har. Investeringsprofilen til investors selskap, gir ofte en pekepinn på hvilken type markedssegment og type bedrift de ønsker å investere i.

2.8.2 Hvor mye investering er nødvendig?

Investoren vil naturligvis være interessert i graden av kapitalbehov hos bedriften. Dette vil være en logisk konsekvens av en risk/return vurdering, som investorer gjør.

I følge Wickham (2006) vil banker ofte være villig til å låne mindre summer avhengig av den aktuelle sikkerheten som låntaker kan stille.

Private investorer og Venture fond vil på den andre siden ofte være villig til å investere mer kapital, og uten å kreve sikkerhet i for eksempel realverdier, hos entreprenøren.

Wickham (2006) hevder at hoved spørsmålet blir om den aktuelle investoren faktisk er den rette basert på kapitalbehovet til entreprenøren.

2.8.3 Hvilken avkastning kan forventes?

Med avkastning menes her økonomisk avkastning.

Investor ønsker å vite på hvilket grunnlag den forventede avkastningen baserer seg på (Wickham, 2006). Videre så ønsker investor å vite hvor realistisk den forventede avkastningen, basert på potensialet til virksomheten og potensialet til ledelsen i virksomheten.

I følge Wickham (2006) vil investeringsbeslutningen bli avgjort blant annet på bakgrunn av en risk/return vurdering. Det vil si hvor høy risikoen er i forhold til den projiserte avkastning, og hva som er en eventuell alternativ investerings mulighet, som er tilgjengelig i det tidsrommet.

Ulike investorer vil ofte søke ulik grad av risiko. For eksempel vil venturekapitalselskap ha mindre risikoaversjon enn banker (Wickham, 2006).

2.8.4 Hvilket generelt potensial og vekstpotensial er det i bedriften?

Herunder kommer også spørsmålet om hvilke antatte vekstmuligheter virksomheten har og hvilke prosjekt den innskutte/investerte kapitalen skal brukes til (Wickham, 2006).

Det er viktig for en investor å vite om det investerte beløpet skal brukes til start up eller om det er for å finansiere vekst og ekspansjon av etablert virksomhet (Wickham, 2006). Dette er sentrale spørsmål for en investor, for at han skal kunne gjøre en korrekt risk/return vurdering (Wickham, 2006).

Investoren har naturlig nok en stor interesse av å vite hvordan selskapet vil prestere i fremtiden, i hvert fall den tidshorisont investeringen gjelder. Wickham (2006) mener dette beror i hovedsak på to faktorer. Graden av innovasjon selskapet kan tilby markedet.

Den andre faktoren er graden av dyktighet og erfaring hos nøkkelpersonell i bedriften, og dennes evne til å fullføre bedriftens uløste potensial. Det kritiske spørsmålet er om bedriftens uløste potensial er attraktivt for investorer, og hvis de ikke finner dette attraktivt, hva er begrunnelsen for det (Wickham, 2006).

Vekst og vekstambisjoner:

Vekst er relevant vedrørende kapitaltilgang og vurdering av kvaliteten på investeringen. Vekst og vekstambisjoner hos et selskap er et attributt som er en sentral faktor i et selskap, basert på hva en investor ser etter.

Det er ikke uvanlig at det kan være unge bedrifter med vekst ambisjoner som står overfor de største utfordringene i forhold til å skaffe ekstern finansiering (R Sørheim & Isaksen, 2008).

Den vanligste måten å måle vekst på er enten gjennom vekst i sysselsetting eller omsetning, og de fleste undersøkelser bruker dette som kriterium (Frédéric Delmar, Donckels & Miettinen, 1997) og (Spilling, Moen, Bjørnåli, Finne & Sørheim, 2011).

Basert på blant andre Frédéric Delmar et al. (1997) sine undersøkelser kan et vekstforetak defineres som et foretak som har en viss vekst, enten absolutt eller relativt, i løpet av noen år.

I følge OECD (Publishing, 2010) kan høyvekstforetak defineres som alle foretak som over en periode på tre år har tatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 20 prosent eller mer. Foretakene skal dessuten ha minst 10 ansatte i begynnelsen av vekstperioden.

Innovasjon Norge har blant annet vekst som vilkår for at et prosjekt skal være aktuell for IN`s ulike støtteordninger: *«Du må kunne beskrive markedet før markedsavklaringen, og kunne dokumentere at din løsning har fått aksept blant mulige kunder før kommersialiseringen. Markedet må ha en størrelse og betalingsvilje som gjør det mulig å bygge et vekstselskap. En vesentlig del av selskapets verdiskaping må skje i Norge.»*²¹

Det blir da relevant å ta i betraktning også IN`s definisjon av vekst og SMB med vekstambisjoner og -potensial.

Innovasjon Norges definisjon av SMB med vekstambisjoner og -potensial omfatter SMB som er eldre enn fem år, har en omsetning på minst 5 mill NOK og en forventet vekst i

²¹ <https://www.innovasjon norge.no/no/verktoy/verktoy-for-oppstart-av-bedrift/kan-du-fa-stotte-fra-innovasjon-norge/>

omsetningen på minst 100 prosent i løpet av de nærmeste fire år eller 20 prosent per år over en fireårsperiode. Referert i Spilling et al. (2011, s. 16).

En bedrifts vekstambisjoner blir ofte ansett som en kvalitet hos bedriftsledelsen, og som blir lagt merke til hos investorer. En av indikatorene på fremtidig vekst er gründeres vekstambisjoner (Frederic Delmar & Wiklund, 2008).

Basert på en stor studie fra Storbritannia der sammenhengen mellom vekstambisjoner og faktisk vekst ble undersøkt kan en finne følgende funn; I overnevnte studie fra 2012 der 1250 Bedrifter ble undersøkt, ble det påvist at de gründerne som hadde høye vekstambisjoner, oppnådde høyere vekst enn bedrifter der gründerne hadde lavere ambisjoner.

Imidlertid var bedrifter der gründerne hadde størst vekstambisjoner også de bedriftene som oftest feilet (Levie, Graves & Botham, 2015).

2.8.5 Hvilken risiko er det i prosjektet?

I følge Wickham (2006) vil for de fleste investorer, risikoen vedrørende investering mest sannsynlig dreie seg om den forventede avkastningen.

Vitalt for å forstå og å kunne analysere denne risikoen, vil være riktige estimat vedrørende etterspørsel i markedet, evnen selskapet har til å ha en edruelig kostnadskontroll, evnen selskapet har til å inngå gode avtaler med distributører og andre nøkkelpartnere og ikke minst hvordan konkurransen i markedet ser ut for selskapet (Wickham, 2006).

Investors risikoanalyse vil også være påvirket av mulighet for exit i investeringen, ved for eksempel salg av aksjer eller investerte eiendeler (Wickham, 2006).

2.8.6 Hvordan kommer investoren seg inn i prosjektet?

Wickham (2006) hevder at en investor ønsker å vite nøyaktig hvordan investeringen skal skje; er det ved en engangsinnbetaling eller er det suksessivt gjennom flere mindre penge overføringer. Etter at det er bestemt hvordan investeringen skal skje, mener (Wickham, 2006) at entreprenøren bør spørre om dette er slik investoren vanligvis invester. Dette for å ha mulighet til å kunne analysere om det er noe spesielt med investeringen i akkurat hans selskap.

2.8.7 Hvordan kommer investoren seg ut av prosjektet?

Implisitt i dette spørsmålet er hvordan og i hvilken form vil investoren se sin avkastning?

Hvis det er avkastning i penger, vil det være en engangsbetaling en dato fremover i tid eller en serie med mindre overføringer (Wickham, 2006).

Dersom det for eksempel er avkastning i form av aksjer i selskapet, hva er muligheten for å kunne selge disse så raskt som mulig?

Dersom det er snakk om lån, vil disse bli betalt tilbake i sin opprinnelige form? såfremt det ikke er snakk om konvertible lån (Wickham, 2006).

Equity investeringer vil modne som en eierpost i selskapet. Derfor vil venturekapitalister med Equity investeringer være påpasselig med å ha en exit strategi, som gjør dem i stand til å omgjøre eierposten deres om til kapital, enten ved å selge til markedspris eller konvertering et sted fremover i tid (Wickham, 2006).

2.8.8 Hvordan skal investoren holde kontroll på investeringen?

En investor er interessert i å vite hvordan investeringen utvikler seg. I følge (Wickham, 2006) vil en forretningsplan være noe som de fleste investorer krever er på plass, før de skyter inn kapital.

Forretningsplanen blir sett på som et ypperlig kommunikasjonsverktøy og et verktøy for å forvalte investors forventninger. Regelmessige, ofte kartalsvise, regnskaps- og resultats rapporter, vil ofte sørge for den nødvendige informasjon om selskapets nøkkeltall (Wickham, 2006).

2.8.9 Hvilke kontrollmekanismer er tilgjengelig?

Overvåking av investeringen er til liten nytte, dersom ikke investor har innflytelse over ledelsen i selskapet. Investorer som er aksjeeiere i selskapet, kan regulere sin grad av fornøydhet/misnøye med å selge/kjøre aksjer i selskapet, og slikt salg/kjøp av aksjer vil påvirke markedsprisen til selskapet (Wickham, 2006).

I følge Wickham (2006) så er den ultimate sanksjonen for en investor at selskapets ledelse kan byttes ut, dersom verdien av selskapet skulle falle under en grense som anses som uakseptabel for investor, slik at ny og antatt mer kompetent ledelse kan bli satt inn.

Større investorer har en tendens til å ta en mer direkte kontroll over selskap de investerer i, enten ved å påvirke ledelsen eller ved å ha sine egne folk sittende permanent i selskapets styre (Wickham, 2006).

Wickham (2006) hevder at det viktigste spørsmålet er hvordan de, til enhver tid tilgjengelige kontrollmekanismene vil påvirke investors avgjørelse om å investere.

2.8.10 Kommunikasjon

I følge Wickham (2006) så er evnen til å kunne kommunisere og god kommunikasjon mellom gründer og investor, svært viktig.

Gründeren/bedriftseieren kan øve positiv innflytelse over investor, med først å fremst å forstå spørsmålene investor stiller og dernest kunne svare på disse på en tilfredsstillende måte, blant annet ved å kunne dokumentere svarene sine (Wickham, 2006).

Wickham (2006) hevder at venturekapitalister avviser ca. 95 % av investeringstilbudene/investerings forespørslene som de får. Selv om banker vil ha en høyere aksept ratio enn venturekapitalister, kommer man ikke unna det faktum at det er flere avslag enn inngåtte avtaler, vedrørende investeringer (Wickham, 2006).

Wickham (2006) mener gode og riktige kommunikasjonsevner hos en gründer eller bedriftseier, vil skaffe han et konkurransefortrinn og kunne gi han den ønskede investor med på laget, der en gründer/bedriftseier som har svakere kommunikasjonsevner, ofte vil få avslag.

2.8.11 Oppsummering – viktige spørsmål for en investor

Mange av spørsmålene som (Wickham, 2006) mener er viktige for en investor, henger sammen, men er oppsplittet i ulike deler for å gjøre det fremstillingsmessig mer vennlig å forstå og også mer oversiktlig. Oppsummert kan en sammenfatte de spørsmålene som Wickham (2006) og andre forskere mener er sentrale og viktige spørsmål for en investor, på følgende måte;

- **Passer denne type bedrift for investoren?** Det er sentralt for en investor å finne ut om bedriften passer for han, siden blant annet studien til Wickham (2006) viser at investor er mer komfortabel med å investere i bransjer han kjenner og har erfaring fra.

- **Hvor mye investering er nødvendig?** En investor har behov for å vite hva kapitalbehovet i selskapet er. I forlengelsen av dette, så ønsker investor også å vite nøyaktig hva det investerte beløp skal brukes til, om det er for å finansier oppstart, vekst eller ekspansjon.
- **Hvilken avkastning kan forventes?** Dette er en naturlig konsekvens av at investor er ute etter verdiskaping og har kommersielle motiver for sin investering.
- **Hvilket generelt potensial og vekstpotensial er det i bedriften?** Vekst og vekstpotensial er sentrale spørsmål som sier noe om hvordan den antatte avkastningen i fremtiden blir.
- **Hvilken risiko er det i prosjektet?** For en kapitaltilbyder som ikke har sikkerhet ved pant i realverdier, så er dette et sentralt spørsmål.
- **Hvordan kommer investoren seg inn i prosjektet?** Er dette ved engangsbeløp eller flere suksessive betalinger? Dette er følgelig noe investor har behov for å vite før han går inn i investeringsprosjektet.
- **Hvordan kommer investoren seg ut av prosjektet?** Exit muligheter i investeringen er sentralt for en investor å vite. Samtidig vil en forlengelse av dette spørsmålet være: hvordan og i hvilken form vil investor se sin avkastning, når investeringen konkluderes.
- **Hvordan skal investoren holde kontroll på investeringen?** Det er følgelig sentralt for en investor som tar relativ høy risiko å vite hvilke mekanismer og verktøy han rår over for å kunne holde kontroll med investeringen sin.
- **Hvilke kontrollmekanismer er tilgjengelig?** Som en forlengelse av forrige spørsmål om hvordan investor kan holde kontroll på investeringen sin. Får investor en styreplass i selskapet og har investor muligheter til å bytte ut ledelsen i selskapet dersom den ikke fungerer? Dette er sentrale faktorer som er viktig å få avklart før avtale signeres.
- **Kommunikasjon.** For at investor og bedriftseier skal ha mulighet å samarbeide om sentrale deler av investeringen er det vesentlig at det er en viss kommunikasjon mellom partene, helst så god kommunikasjon som mulig. Gründeren/bedriftseieren kan øve positiv innflytelse over investor, med først å fremst å forstå spørsmålene investor stiller og dernest kunne svare på disse på en tilfredsstillende måte, blant annet ved å kunne dokumentere svarene sine.

2.9 Hans Landströms studie

Innledningsvis synes jeg det er viktig å formidle hvorfor jeg har viet et helt underkapittel til Landström (1997) sin forskning. De fleste spørsmålene i min kvantitative studie vedrørende forskningsspørsmålet «Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB»? er hentet fra denne studien. Samtidig er mye av metodebruken sterkt inspirert av hvordan Landström (1997) har løst sin forskingsoppgave.

Den svenske forskeren Landström (1997), har forsket relativt mye, og over lang tid, på finansiering av SMB og oppstartsbedrifter. En av hans forskningsprosjekter fra 1997 «*Synen på affärsmöjligheter: Informella risikokapitalisters beslutskriterier i samband med bedömningen av nya investeringsförslag*» (Landström, 1997).

Ovenstående er en internasjonal studie gjennomført i flere land i samarbeid med anerkjente forskere innen området. Imidlertid vil kun den svenske delen av forskningen bli gjennomgått og behandlet i denne oppgaven. Den svenske delen av studien består av 44 respondenter som har svart på en relativt omfattende spørreundersøkelse.

Landström (1997) sine funn og konklusjoner, basert på sin forskning av hva risikokapitalister og investorer legger vekt på når de skal vurdere en investerings godhet er blant annet:

De legger relativt stor vekt på kvaliteten og egnetheten til bedriftsledelsen, det vil si at en bedriftsledelse som er dyktig i sitt virke, er relativt omstillings/endringsvillig, har ambisjoner og appetitt på vekst, har evne og vilje til å generer økonomisk overskudd og det må også finnes en kjemi mellom nøkkelpersoner i bedriftsledelsen og investoren (Landström, 1997).

2.9.1 Målet med Landströms studie og tilhørende forskningsspørsmål

Landström (1997) sitt mål med studien er å få en bedre forståelse for risikokapitalisters beslutninger i forbindelse med nye investeringer.

Landström (1997) sitt første forskningstema i studien er å; «*Beskrive de beslutningskriterier som anvendes av svenske risikokapitalister ved vurderingen av nye investeringsforslag*».

For å kunne besvare temaet på en tilfredsstillende måte, har han laget to forskningsspørsmål;

- «*Hvilke beslutningskriterier anvender risikokapitalister når de vurderer nye investeringsforslag*»?

- *«Hvilke egenskaper verdsetter risikokapitalister-: (1) i investeringsmuligheten generelt og (2) hos bedriftslederen?»?*

Det andre målet med studien hans har en klarere forskningskarakter og det har Landström (1997) formulert slik;

«Forklare risikokapitalisters anvendelse av de ulike beslutningskriteriene ved bedømmingen av nye investeringsforslag».

For å kunne besvare dette temaet har han formulert to nye forskningsspørsmål;

- *«Hvordan kan det ha seg at risikokapitalister verdsetter visse egenskaper i investeringsmuligheten generelt ved vurderingen av nye investeringsforslag?»?*
- *«Hvordan kan det ha seg at risikokapitalister verdsetter visse egenskaper hos bedriftslederen ved vurderingen av nye investeringsforslag?»?*

Det tredje målet med (Landström, 1997) sin studie går ut på at han hevder det foreligger en slags hypotese om at det foreligger både likheter og ulikheter i forskjellen mellom uformelle risikokapitalister og institusjonelle risikokapitalisters måte å arbeide på.

På bakgrunn av overnevnte hypotese har han formulert følgende tema;

«Beskriv og forklar likheter og ulikheter i de anvendte beslutningskriterier mellom uformelle- og institusjonelle risikokapitalister».

På bakgrunn av dette forskningstemaet har han formulert to nye forskningsspørsmål;

- *«Hvilke likheter og ulikheter foreligger i hvordan uformelle- og institusjonelle anvender beslutningskriteriene?»?*
- *«Hvorfor anvender uformelle- og institusjonelle risikokapitalister ulike beslutningskriterier?»?*

Landström (1997) hevder at det har vært rettet kritikk mot den tidligere forskningen som har vært gjort innen forskningstemaet som omhandler investorers beslutningskriterier ved investeringer. Derfor har Landström (1997) et mål at hans studie skal kunne gi grunnlag for å gi en mer analytisk beskrivelse av de beslutningskriterier som investor anvender når han gjør sine investeringsbeslutninger.

2.9.2 Landströms valg av forskningsmetode

For å kunne besvare temaene og forskningsspørsmålene best mulig, har Landström (1997) besluttet å bruke, blant annet, en kvantitativ forskningsmetode kalt conjoint metoden.

Målsettingen med conjoint metoden er å kvantitativt måle den relative betydningen av et attributt i forhold til et annet. Analyseteknikken har vært testet i både forsknings- som i kommersielle sammenhenger med gode resultat (Landström, 1997).

Conjointmetoden har vist seg som et vellykket måleinstrument innen markedsføringsbransjen der målet ha vært å finne ut hvilke oppfatninger som kundene har om de ulike produktene innenfor detaljhandel segmentet (Green & Srinivasan, 1978).

Utgangspunktet for metoden er at respondentene får vurdere hvor viktig et attributt er i forhold til et annet attributt, basert på sine preferanser. Videre kan en gjennomføre conjointmetoden som enten «full-profile approach» eller «som «trade-off approach».

Landström (1997) har valgt en trade-off approach i sin studie. Metoden innebærer at to attributt (i dette tilfellet beslutningskriterier) velges ut – istedenfor at objektet beskrives med et fullstendig oppsett av målbare attributt. Når så to attributt er valgt ut, får respondenten en mulighet å rangordne de to beslutningskriteriene som blir stilt mot hverandre. Et eksempel på dette kan være; viktigheten av forventet avkastning, rangert etter nivåene «liten», «middels» eller «stor».

2.9.3 Empiriske resultat fra Landströms studie

Et av de mest vesentligste empiriske bidragene i studien til Landström (1997) er at den i stor grad verifiserer tidligere forskning innen området. Resultatet i studien tyder således på at de uformelle risikokapitalistene i alminnelighet legger stor vekt på positive egenskaper, særlig faglige egenskaper, hos bedriftslederen/bedriftsledelsen. Dernest følger selskapets markedspotensial og dernest hvordan investeringsforslaget er i overensstemmelse med risikokapitalistenes fortrolighet og erfaring. Resultatene fra studien verifiserer også at beslutningskriteriene i stor grad synes å være individspesifikke. Det er eksempelvis ingen individuelle kriterier som fremstår som vesentlige for en stor gruppe med investorer (Landström, 1997).

Et annet fremtredende resultat i analysen er at de svenske uformelle risikokapitalistene synes å jobbe seriøst og profesjonelt med sine investeringer, og investeringsvirksomheten er som en

forretningside for dem. Dette kommer blant annet til uttrykk i de beløp som investeres i uformelle investeringer og den betydning og vekt risikokapitalistene legger i vurderingen av nye investeringsforslag (Landström, 1997).

Sammendrag av de empiriske sluttsatsene fra studien kan forstås på følgende måte;

- Uformelle risikokapitalister har sine røtter mer festet i selve forretningsprosessen, enn i prosesser på høyere organisatoriske nivåer, slik som for eksempel visjoner og verdier. Heri får potensialet i investeringene større betydning enn eksisterende styrker og svakheter. Risikokapitalistene vil dessuten være delaktig i å påvirke selskapets fremtidige utvikling.
- I motsetning til sine kolleger i for eksempel Storbritannia, så synes de svenske uformelle risikokapitalistene å legge større vekt på den økonomiske avkastningen av investeringen.
- Uformelle risikokapitalister forventer seg at bedriftslederen kan vise eller sannsynliggjøre at han/hun har kapasitet og evne til å lede selskapet. Uformelle risikokapitalister investerer mer i bedriftslederen/bedriftsledelsen enn i selve selskapet.
- Risikokapitalister synes å legge stor vekt på gründerens gründereregenskaper og handleevne (Landström, 1997).

2.9.4 Oppsummering av Hans Landstrøms forskning

Motivet for (Landström, 1997) sin forskning var å motbevise eller bekrefte om en tese eller påstand som hadde fått manifestere seg, som går på at *«det uformelle risikokapitalmarkedet er ineffektivt, og mange uformelle risikokapitalister søker nye investeringsmuligheter på en tilfeldig metode, der de setter stor lit til informasjon fra venner og bekjente forretningsforbindelser»*.

Blant annet har (Gaston, 1989) beskrevet den uformelle risikokapitalmarkedet som *«a giant game of hide-and- seek whith everyone blindfolded»* (Landström, 1997, s. 1).

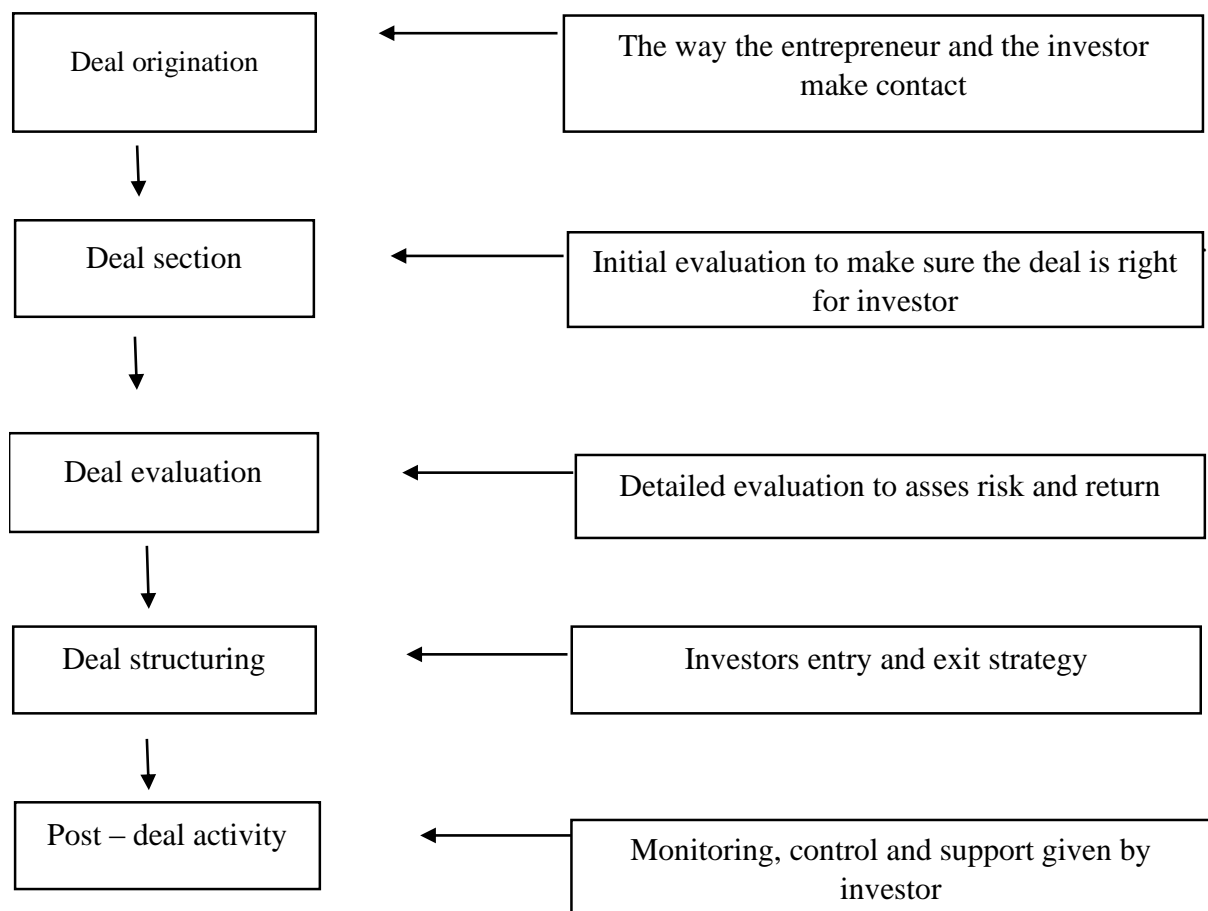
Overnevnte tese mener jeg Landström (1997) og de andre forskerne har motbevist. Grunnen til dette er selvfølgelig de empiriske resultatene der en ser hva som er viktigste attributter for en investor ved en investering. Disse attributtene lar seg vanskelig avdekke uten en grundig forundersøkelse av bedriftsledelsen og bedriften.

Etter å ha grundig undersøkt hva som er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB. Så vurderer jeg det som interessant å se på hvordan de ulike fasene i en investering skjer, og som en naturlig konsekvens av det; hva som er viktig i de ulike fasene av en investering. Dette er tema for neste kapittel.

2.10 Investeringens ulike faser

Et av forskningsspørsmålene mine omhandler; Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor?

Dette forskningsspørsmålet illustreres best gjennom blant andre (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984) sin modell som viser de ulike fasene i en typisk risikokapitalinvestering.



Figur 2-5. Investment Decision Model (Tyebjee & Bruno, 1984b), (Wickham, 2006)

Basert på blant annet forskningsmodellen, utarbeidet av to Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) så er det mulig å få et innblikk i hvilke faser som en investering - suksessivt ofte skjer i og hvilke aktiviteter som foregår i de ulike fasene. Disse ulike investeringsfasene

er så videreutviklet og forsket videre på av blant andre (J Hall & Hofer, 1989), (Boocock & Woods, 1997), (Fried & Hisrich, 1994) og Wickham (2006).²²

Teorien og forfattere av litteratur vedrørende investering, har forsøkt å systematisere de ulike fasene i en investeringsprosess også innholdet i hver fase, basert på forskning og studier på temaer vedrørende investering. Blant annet har Wickham (2006) gitt sin versjon²³ av hvordan han tolker (Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984) sin forskningsmodell vedrørende hva som skjer i de ulike fasene i en VC investeringsprosess.

2.10.1 Første fase – Deal origination

Det første trinnet i Figuren til (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984) er “Deal origination” det vil si starten på en investeringsavtale. Dette handler om hvordan investeringsselskapet kommer i kontakt med og blir kjent med selskapet de potensielt skal investere i. Investorer kan bli oppmerksomme på potensielle investeringsprosjekter gjennom tre hoved kilder; uoppfordret kontakt, direkte henvendelser og teknologi- og markedssektoren (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984).

Dette er en fase i en potensiell investeringsprosess der bedriftseier/gründer blir oppmerksomme på hverandre. Dette er ofte et stadium i investeringsprosessen der det kan være tilfeldig hvem som ar kontakt med hvem, og tilfeldig hvordan investor og bedriftseier/gründer blir oppmerksomme på hverandre. I de fleste tilfellene er det bedriftseiere som tar kontakt med investor, enten alene eller ved hjelp av en konsulent eller en fullmektig.

Dersom aksjene til selskapet er tilgjengelig for markedet, enten ved unoterte aksjer, såkalte OTC (over-the-counter) aksjer, eller ved at selskapet er børsnotert, er det ikke uvanlig at en profesjonell investor har «oppdaget» selskapet og i så henseende ønsker å tilby dem en attraktiv investeringsavtale (Wickham, 2006).

Som tidligere nevnt er dette den første innledende fasen hvor investor og nøkkelpersoner fra selskapet kommer i kontakt med hverandre. Dette er selvfølgelig en viktig fase, fordi den initierer kontakten mellom investor og investeringsobjekt.

²² Se figur 2-9 som er Silva (2004) sin illustrasjon over hvordan han tolker forskjellene mellom de ulike forskerne

²³ Figur 2-5

I studien til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) kommer det frem at 25,6 % av selskapene som ønsket investering tok kontakt uoppfordret, og uten at de hadde noen foregående relasjon til investoren. Et annet begrep for dette er «Cold Contacts».²⁴ Videre hevder Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) at 65 % av avtalene stammer fra henvendelser. Ca. 30 % av disse henvendelsene, var via bekjente eller fullmektiger som operer i investormiljøet. Fra selskaper som tidligere hadde fått investering og fra personlig bekjente, var disse henvendelsene stipulert til ca. førti prosent. De resterende ti prosentene, ble henvist av finansieringsinstitusjoner, herunder banker og meglere i bransjen. Gladstone og Gladstone (2002) hevder at det ikke er uvanlig at en investor får mellom 50 og 100 telefonsamtaler hver dag. Hvordan en oppnår kontakt blir da et sentralt moment. – det vil si hvordan fange investors interesse på en best måte.

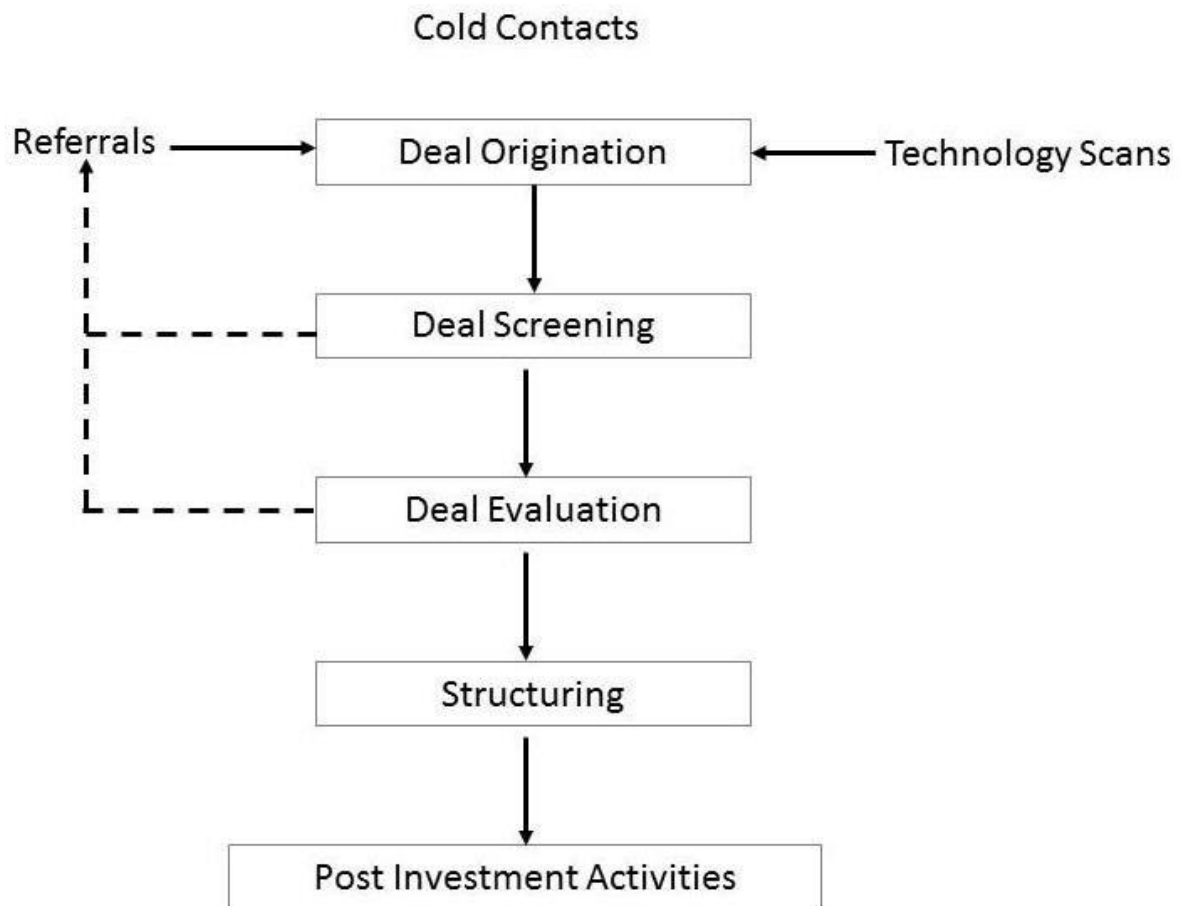
For investorer, kan også noe som heter «Technology Scan»,²⁵ være et foretrukket verktøy for å finne attraktive investeringsobjekter. Rent praktisk foregår dette ved at investor overvåker og ser etter investeringsmuligheter i miljøet og i et uformelt nettverk. Dette kan typisk skje ved at investorer deltar på messer og konvensjoner, tilpasset slik aktivitet (Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984).

Yung (2012) hevder at investeringselskaper med høy ekspertise innen det feltet de skal investere i har en mer passiv tilnærming, og at investorer av mindre skala er mer aktive og er ute i markedet og innhenter tilbud. Dette kan ses på som et lite paradoks.

²⁴ Se figur 2-6.

²⁵ Se også figur 2-6.

Oppsummering fra første fase: Viktige kriterier fra første fase



Figur 2-6. Investment Decision Model for VC. (Tyebjee & Bruno, 1984)

Denne figuren er slik Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) hevder er en beskrivelse av de forskjellige fasene i en VC investeringsprosess, basert på sin forskning om emnet..

Som det kommer frem av figurene²⁶, så har forskningen og forståelsen deres vist at det er nyanser i første fase i forhold til hvordan de ser for seg at investor og gründer/bedriftsleder blir oppmerksomme på hverandre og kommer i kontakt med tanke om en investeringsavtale. I figuren til (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984) så kommer det frem ganske tydelig at investor og gründer/bedriftsleder kan bli oppmerksomme på hverandre og komme i kontakt med hverandre gjennom «Cold Contacts» og «Technology Scans» og hvordan referanser kan bli brukt i første fase.

Slik jeg tolker Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) så er den første fasen viktig. En får kun en sjanse til å gjøre et godt førsteinntrykk.

²⁶ Figur 2-5 og 2-6. Se også figur 2-9 (Silva, 2004).

Videre oppsummering; SMB og tidligfase bedrifter, kan bruke sine eksisterende nettverk og gå på forskjellige arrangementer relatert til investering og investorer. Selskapene kan også ansette en ressurs som kan fungere som referanseperson eller de kan ha kontaktinfo på hjemmesiden. I en moderne verden, så spiller også sosiale medier en ikke ubetydelig rolle. Å bruke de kanalene som finnes, inkludert sosiale media, kan være en fordel.

2.10.2 Andre fase – Deal Screening

Dette er en fase hvor investeringsselskaper plukker ut de selskapene som skal få bli med videre i prosessen, og som det kreves en mer grundigere gjennomgang med for å avgjøre om de skal få investering. John Hall og Hofer (1993) hevder at denne første screeningprosessen er en relativt kjapp øvelse og kan noen minutter.

En annen screeningmulighet er via noe som heter Salgspitch. En salgspitch eller bare kalt pitch, er en presentasjon av forretningsideen, som belyser de relevante forholdene ved produktet/teknologien ovenfor investorer og interessenter.

Forskning har vist at dersom en har en god forretningside, kan det være hensiktsmessig å spørre investor om en kan få lov til å tilby en kort salg Pitch. Videre er det viktig at denne presentasjonen er så god som mulig og at den belyser de relevante sidene av forretningsideen (Williams, 2013), (Drake, 2014) og (Daly & Davy, 2016).

MacMillan, Siegel og Narasimha (1985) hevder at det dreier seg om å ha en veloverveid størrelse på kapitalen til en fornuftig andel aksjer.

Kaplan og Strömberg (2000) hevder at det skal være en solid kompatibilitet mellom investorers portefølje og det nye selskapet som skal evalueres.

Tyzoon T. Tyebjee og Albert V. Bruno (1984) sin studie viser at investorer oftest investerer i en bestemt teknologi eller et bestemt marked. Det er ikke kun selskapet som sådan som er interessant, det er fremtiden i en spesifikk teknologi eller i et bestemt marked.

Mange investorer spesialiserer seg i bestemte bransjer eller segmenter av markedet. Det er derfor logisk og naturlig at en investor ser etter gode investeringsmuligheter i en bransje kan kjenner godt og også gjerne har erfaring og fagkunnskaper om.

«Deal screening reflects the initial evaluation of the proposal to see if it fits the investors profile of activities. Important criteria include the amount of investment being sought, the

type of technology on which the venture is based, the industry sector of the venture and the venture's stage of growth" (Wickham, 2006, s. 404-405).

MacMillan, Zemann og Subbanarasimha (1987) har gjort en undersøkelse på hva som er viktig for en investor i en innledende fase av en investering, en såkalt Screening fase.

Det er spesielt identifiseringen av to hovedkriterier som er viktig; Det ene er i hvilken grad selskapet er isolert fra konkurranse i sitt markedssegment, det andre er i hvilken grad et velfungerende marked har akseptert produktet.

Den siste analysen som MacMillan et al. (1987) hevder skjer i denne fasen, er en såkalt faktor analyse. I MacMillan et al. (1987) sin undersøkelse ble 150 investeringsmuligheter screenet mot 5 hovedkriterier i forhold til risiko ved investeringen;

1. Kriterier som screener ut selskap som har risiko for å ikke Lykkes grunnet ukvalifisert ledelse.
2. Kriterier som screener ut ledelse som oppfyller de faglige ledelses kvalifikasjonene, men mangler erfaring.
3. Kriterier som screener ut prosjekter der det er grunnleggende tvil om selskapet/prosjektets levedyktighet.
4. Kriterier som avskjermer virksomheter der det er stor eksponering for konkurransedyktig angrep og gevinst erosjon før investeringen kan gjenvinnes.
5. Sist, men ikke minst; kriterier som unngår virksomheter som sperrer investeringen slik at det investerte beløp eller avkastning av dette, slik at kapitalen ikke kan utbetales over lengre tid (MacMillan et al., 1987).

Oppsummering fra andre fase:

Screeningfasen er en «do or die» fase. Dersom ikke investor liker det han ser og hører fra de som søker kapital, er det liten sjanse for at de blir med i noen videre faser av prosessen hos den bestemte investor og det har også formodningen mot seg at det da blir inngått avtale om finansiering (Mason & Harrison, 1996). Det er viktig at de som søker kapital, kjenner sitt selskap, sitt produkt og sitt marked og at de får formidlet dette til investor på en god måte. I en screeningfase er det også naturlig at det kan skje en salgspitch, rettet mot investor. Denne pitchen bør selvfølgelig inneholde den grunnleggende informasjon som investor trenger om selskapet, informasjon om produktet/tjenesten/teknologien, og informasjon om hvordan selskapet ser på sin rolle i markedet (Williams, 2013), (Daly & Davy, 2016) og (Drake, 2014).

2.10.3 Tredje fase – Deal evaluation

I denne fasen går en investor gjerne mer grundig til verks i sine undersøkelser.

Begrepet “Evaluation” indikerer en mulig vurdering av risiko og avkastning knyttet til avtalen.

Investeringselskaper veier risiko og avkastning i sin beslutningsprosess. Dette kan skje ved flere formelbaserte modeller/verktøy, brukt på finansielle og regnskapsmessige tall og nøkkeltall. Dette kan selvfølgelig også skje basert på en mer subjektiv oppfatning av selskapet. Hos selskaper på børs kan man i tillegg til overnevnte også bruke en teknisk analyse, som er historikk, for derigjennom å kunne predikere noe om fremtiden.

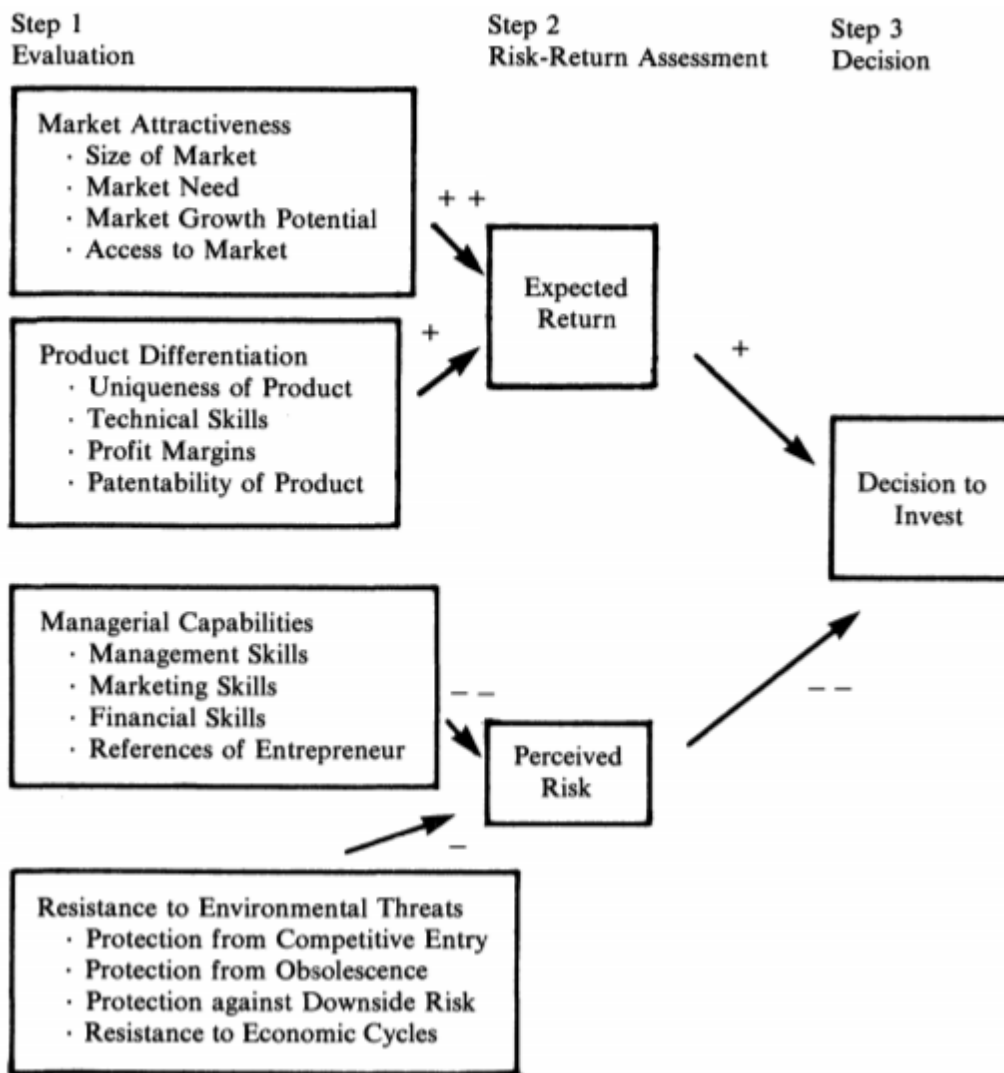
Det er ikke uvanlig at en begynner en due diligence prosess allerede i dette stadium, for å få det fulle og hele bildet av alle juridiske og forretningsmessige forhold tilknyttet investeringsobjektet (John Hall & Hofer, 1993) og (Boocock & Woods, 1997).²⁷

I tillegg, vil det for noen, også være naturlig å gjøre diverse analyser her. For eksempel kan en utvidet SWOT analyse gi noen svar eller i det minste belyse relevante problemstillinger, for å vurdere hvordan bedriftens eventuelle sterke sider og svake sider er, hva som er muligheter og hva som eventuelt kan være trusler mot selskapet og det potensielle investeringsprosjektet.

Videre, så vil en også foreta en Risk/Return vurdering. Det vil si hvordan utsikt til fortjeneste ser ut kontra risiko en må eksponere seg for som investor.

«The objective of this exercise is to compare the returns offered by the venture with the risk it faces. The key factors to be considered in this evaluation will be the potential for the venture in terms of the innovation it is offering, the condition in the market it aims to develop and the competitive pressure it will face» (Wickham, 2006, s. 405).

²⁷ Se også Figur. 2-9.



Figur 2-7. VC Evalueringsprosess for investering (Tyejee & Bruno, 1984)

Figur 2-7 viser en skjematisk illustrasjon av hvordan evalueringskriteriene har betydning for Investorens beslutning om å investere.

En kort forklaring og oppsummering av figuren; det er markedets tilregnelighet og produktets differensiering koblet opp mot forventet avkastning av investeringen. Et dyktig og kompetent ledelsesteam, og også motstand mot miljøtrusler, indikerer herom en noe lavere risiko for kommersiell skuffelse. En eventuell beslutning om å investere, blir til slutt bestemt ved å vurdere risiko opp mot avkastning. Investorer har ulike risikopreferanser, men de er som forventet ute etter å minimere risikoen og maksimere avkastningen i sin investeringsbeslutning. Imidlertid er de villige til å investere i risikofylte avtaler dersom avtalene også involverer en høy potensiell profitt. Figuren illustrerer hvordan de forskjellige kriteriene veies mot hverandre.

I denne fasen er det også naturlig at en vurderer hvilke kriterier og attributter en investor gjør når han evaluerer den potensielle investerings muligheten.

TABLE 1
Venture Evaluation Criteria

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

Figur 2-8. Venture Evaluation Criteria (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984)

Figur 2-8 illustrerer hvilke kriterier som er viktige og burde vurderes for å få en investering. Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) hevder at disse kriteriene har likhetstrekk med de som finnes i flere produktevalueringsmodeller.²⁸

Figur 2-8 illustrerer hvordan (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984; Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984) akkumulerte sine egne funn og plasserte dem ved siden av funnene i forskningen til Wells (1974) og Poindexter (1976). Tabellen/figuren gjør det lett å jamføre kriteriene som prioriteres i hvert forskningsprosjekt.

Det er verdt å merke seg at lederegenskaper dukker opp øverst hos alle tre. Dette etterfulgt av kriterier som relaterer seg til marked, produkt eller avkastning. Resultatet fra figur 2-8 er interessant forskning som er formålstjenlig å ta med seg videre i min studie for å forstå hva som er viktig i en evalueringsprosess.

²⁸ Se også; (Montgomery & Urban 1969; O'Mera 1961; Pressmier 1982).

Oppsummering fra tredje fase: Viktige kriterier i en evalueringsprosess.

Det bør være en validert etterspørsel etter det som skal kommersialiseres, og helst bør det dokumentert salg av produktet på forhånd. Selskapet bør også inneholde et komplementært team med en sammenkobling av sterk kompetanse innen kommersialisering og teknologi.

Videre så bør produktet kunne selges i et stort marked, helst med en trend i markedet. Selskapet bør ha en unik posisjon med produktet, enten helt nytt produkt eller i et nytt marked. Entreprenøren i selskapet bør ha evne og vilje til å ansette de beste hodene i sitt selskap. Selskapsledelsen, helst administrerende direktør/leder, må ha inneha formidlingsevne på et visst nivå.

2.10.4 Fjerde fase – Deal structuring

Dersom evalueringen i tredje fase er ansett akseptabelt, så starter gjerne en forhandlingsprosess for å strukturere avtalen på pris, beløp og formen for investering.

Dette kan blant annet være; en grense for maks verdistigning, prisen på aksjene og derigjennom også indirekte prisen på hele selskapet eller det kan også være avtaleklausuler som begrenser investeringsutgifter og lederlønn (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984).

Selv om investorene har en mindre eierposisjon i selskapet, er det ikke uvanlig at investorene og entreprenørene forhandler over kontroll av styret.²⁹ Endringer i ledelsen eller på bestemte avtaler vedrørende tilbakekjøp, fusjon, oppkjøp eller eventuell børsnotering. Selskapet har også mulighet til å tynne ut egenkapitalen til de opprinnelige investorene, for derigjennom å begrense myndigheten til investorene, ved å heve ytterligere kapital fra andre investorer (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984), (Cooper & Carleton, 1979) og (GLASSMEYER, 1981).

I denne fasen er det også naturlig å vurdere og fatte en avgjørelse om hvordan investeringen skal gjøres, helt konkret. Skal det være penger i form av et lån? Skal lånet i så fall være et konvensjonelt lån eller konvertibel? Skal det være penger i bytte mot eierandel i selskapet? I så fall hvordan kan disse eierandelene eller aksjene selges, slik at det blir best for alle parter, ikke minst for investor. Kan eierandelene selges relativt hurtig? Eller er det skranker i forhold til dette? (Wickham, 2006).

²⁹ Dette kan typisk være; stemmeflertall og evt. spørsmål om hvem som skal være styreformann.

Dette er siste fase før en avtale signeres, så det ligger i kortene at en investor vil gjøre den avsluttende due diligence prosessen han mener er nødvendig for å få så mye informasjon han trenger for å fatte en endelig avgjørelse om investeringen og avtalesignering.

Oppsummering fjerde fase:

I denne fasen forhandles det om avtalen, herunder blant annet om priser og forskjellige roller i det videre samarbeidet. De vesentlige ting ved selskapet som enda ikke er redegjort for, må komme frem i lyset i denne fasen, før partene setter sin signatur på avtalen og pengene overføres til selskapet. I denne fasen er det den avsluttende DD foregår.

2.10.5 Femte fase – Post-investment activity

I denne fasen er avtalen underskrevet, og det vil her være snakk om hvilke aktiviteter investor gjør i forhold til investeringen sin og hvordan han legger opp til et videre samarbeid med bedriftseieren/gründeren for å kunne optimalisere investeringen sin.

De fleste profesjonelle investorer, vil ha et ønske om å være involvert i investeringen sin, på et eller annet nivå.

Wickham (2006) hevder at det finnes to hovedområder, slik involvering kan foregå på. Det ene er *overvåking* (monitoring) og et andre er *kontroll*.

Overvåking relaterer seg til de forskjellige prosedyrene og mekanismene en investor kan gjøre for å evaluere bedriftens relevante aktiviteter, som gjør at investor vet hvordan investeringen utvikler seg i selskapet han har investert i. Forskjellige verktøy som finnes tilgjengelig for en investor kan være årsregnskap og kvartalsrapporter. Det kan videre dreie seg om månedlige rapporter om økonomisk resultat, utarbeidet av daglig leder eller andre nøkkelpersoner i bedriften. Enkelte investorer kan også kreve mer detaljerte finansielle og økonomiske rapporter, som går dypere og mer detaljert, enn for eksempel kun økonomiske nøkkeltall og opplysninger en kan lese ut av et årsregnskap.

Et mer nyansert og modifisert syn på overvåking, har Steier og Greenwood (1995). De hevder at personlige relasjoner, tillit og personkjemi mellom investor og bedriftsledelse er viktigere enn detaljerte forretningsplaner, og detaljert rapportering, når det gjelder denne fasen i en investering.

Det andre hovedområdet for involvering i investeringen, er *kontroll*.

Ulike kontrollmekanismer kan gi en investor en potensielt aktiv rolle i selskapet han har investert i, for å kunne påvirke bedriften og bedriftsledelsens forretningsmessige beslutninger. Et vanlig styringsverktøy når det er snakk om å ha kontroll, er at investor kan sikre seg en styreplass i selskapet, eller en plass i ledelsesteamet i bedriften. Forretningsengler (BA), vil ofte stille sin kapasitet til disposisjon i enten et styre eller en bedriftsledelse. Dette ikke bare motivert av kontroll, men også for å kunne tilby støtte ofte i form av sosial- og human kapital til bedriften/gründeren (Wickham, 2006).

Etter at investeringen er gjennomført, har som nevnt ovenfor, ofte investeringsselskapet nær kontakt med selskapet for å ha mulighet å påvirke og beskytte investeringen sin.

Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) hevder at dette er en studie som baserer seg på grunnlag av flere tidligere studier. (Dorsey 1977; Hoffman 1972; Poindexter 1976; Timmons & Gumpert 1982; Wells 1974).

Når avtalen er sluttet og den er signert, så utvides relasjonen fra investor til samarbeidspartner. Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) hevder at denne nye relasjonen, skapt gjennom investeringsavtalen, har mulighet til å skape innflytelse i markedet og blant de ulike leverandører.

Investorene driver svært sjeldent med den daglige driften, men kan gripe inn og ansette nye ledere hvis det er nødvendig. Imidlertid så er de ofte aktive eiere og har en finger med i de viktige tingene som skjer i selskapet. Videre hevder Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) og MacMillan et al. (1985) at investorene vanligvis vil ha avkastning i løpet av 5-10 år. I denne perioden spiller ofte investorene en aktiv rolle mot fusjon, oppkjøp eller børsnotering.

Kritikk mot forskningen:

Fried og Hisrich (1994) hevder at forskningen til (Dorsey 1977; Hoffman 1972; Poindexter 1976; Timmons & Gumpert 1982; Wells 1974) er generisk. Begrunnelsen for at han hevder forskningen er generisk er fordi forskningen dekker alle typer aktive eierfond. Fried og Hisrich (1994) hevder at investorer som investerer i forskjellige faser, vil ha forskjellige preferanser og kriterier.

Den portugisiske forskeren Silva (2004) har studert hvordan de ulike fasene i en investeringsprosess foregår. Silva (2004) hevder det er visse nyanser i hvordan de ulike

forskerne tolker at en investeringsprosess foregår og har også utviklet en modell som viser forskjellen i hvordan de ulike forskerne ser på dette.

Table 2. Models of investment process in VCFs

Wells (1974)	Tyebjee and Bruno (1984)	Hall (1989)	Fried and Hisrich (1994)	Boocock and Woods (1997)	Bliss (1999)
Search for investment	Deal origination	Generating a deal flow	Deal origination	Generating a deal flow	Origination
Screening of proposals	Screening	Proposal screening	Firm-specific screen	Initial screening	Generic screen
		Proposal assessment	Generic screen	First meeting	
Evaluation of proposals	Evaluation	Project evaluation	First phase evaluation	Second meeting	First-phase evaluation
		Due diligence	Second phase evaluation	Board presentation	
				Deal structuring	Deal structuring

Figur 2-9. Model of investment process in VCF's (Silva, 2004)

Slik jeg tolker (Silva, 2004), så er det konsensus om de store linjene i hvordan en investeringsprosess ser ut og hva som er de viktige fasene. Men det er følgelig nyanser i hvordan teorien har systematisert de ulike fasene i en investeringsprosess. J Hall og Hofer (1989) og Boocock og Woods (1997) har med Due diligence i sine forståelser av hvordan de ser for seg de ulike fasene i en investeringsprosess. J Hall og Hofer (1989) og Boocock og Woods (1997) mener også at den første kontakten skjer gjennom: «Generating a deal flow»³⁰, istedenfor «Deal origination» som Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) beskriver som innholdet i første fase.

Oppsummering femte fase:

Femte fase er fasen etter at signering av investeringsavtalen er gjort. De viktigste momentene i denne fasen er samarbeid og interaksjon mellom investor og selskapsledelse. Det er hevdet ovenfor at samarbeid og utveksling av sosial- og human kapital er et verktøy som investor bruker for å overvåke og holde kontroll med selskapet og investeringen sin på. Dette er riktig. Men en forutsetning for at dette samarbeidet skal fungere, er at det er en viss grad av tillit og kjemi mellom investor og nøkkelpersoner i selskapet.

³⁰ Deal flow er et begrep brukt av investeringsbankfolk og venturekapitalister for å beskrive hastigheten som forretningsforslag og investeringspitcher blir mottatt i.

2.11 Value adding

I dette kapitlet vil jeg gi en forklaring på hva value adding betyr og hvorfor det er relevant for å besvare studiens tema og mine forskningsspørsmål. Jeg vil se på hva value adding betyr, jeg vil videre behandle hvordan forskerne forstår begrepet value adding, og jeg vil tolke value adding opp mot forskningsmodellen til De Clercq og Manigart (2007).³¹

Tolket etter ordlyden betyr value adding at en tilfører verdi. Tolket etter konteksten i min studie, vil value-adding bety tilføring av verdi i form av ressurser til investeringsobjektet. Dersom denne value-addingen betyr tilførsel av verdi i form av sosial- og human kapital, vil dette videre nødvendigvis bety en eller annen form for aktivt eierskap fra den som tilfører verdi, som her er investor.

Gorman og Sahlman (1989) hevder at den viktigste value adding aktiviteten er støtte for innhenting av nødvendig supplerende ressurser. Gorman og Sahlman (1989) nevner også at det kan være snakk om bistand til strategiplanlegging og rekruttering av ledelse i selskapet.

Hellmann og Puri (2000) hevder at denne bistanden fra investorene kan foregå ved at VC selskaper hjelper til med å etablere en intern organisasjonsstruktur. Dette er ansett spesielt fordelaktig ved rekruttering i selskapet og ved utvikling av humane ressurser. En naturlig og logisk konsekvens av dette, er at det blir lagt til rette for at selskapet kan tilegne seg større sosial kapital i form av et større nettverk.

Forskningen viser at VC selskapene anser value adding som noe sentralt i den rolle de tar på seg i selskapene de invester i (Sapienza, Manigart & Vermeir, 1995).

De Clercq og Manigart (2007) hevder at VC selskapene tar på seg;

- 1) en strategisk rolle som et positivt, lydhørt og initiativrikt styremedlem,
- 2) en nøkkelrolle i den strategiske rekrutteringsprosessen til selskapet, en nøkkelressurs med hensyn til å skaffe kapital, viktige kunder og ikke minst
- 3) en personlig rolle som venn og mentor.

Sapienza et al. (1995) og Fried, Bruton og Hisrich (1998) hevder at VC selskapene ser på sin strategiske rolle, som en av de viktigste. Det er heller ikke uvanlig at VC aktører krever en

³¹ Se Figur. 2-10.

styreplass i selskapet de investerer i (Metrick & Yasuda, 2010) og (Sahlman, 1990). Slik sett setter VC aktørene seg i en posisjon for å kunne overvåke selskapet og samtidig kunne få relativt grundig førstehåndskunnskap om hvilke utfordringer som finnes i selskapet og hvilke ressurser selskapet mangler.

Hele poenget med en slik aktiv involvering fra en VC-aktørs side, er selvfølgelig en motivasjon og målsetting om konkurransefortrinn og merverdi for selskapet de investerer i.

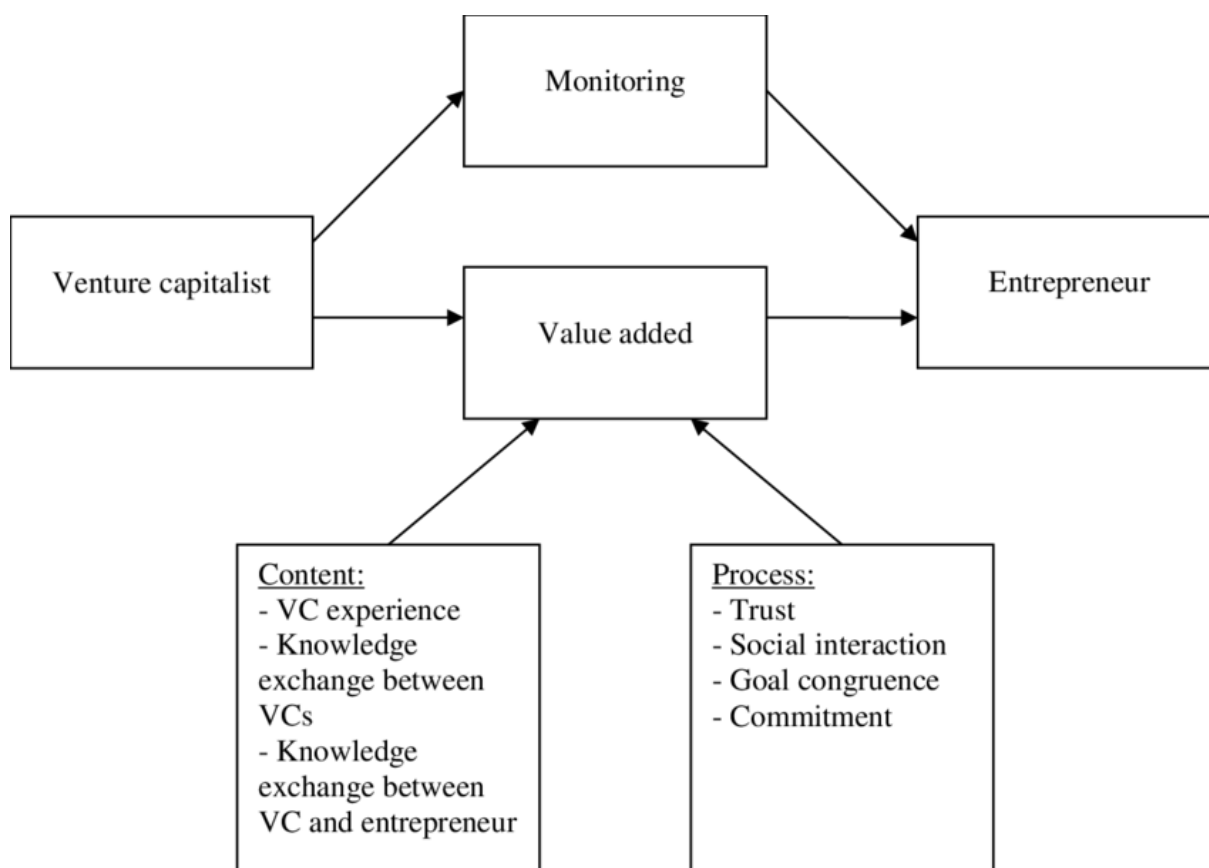
“VC firm’s performance is a function of how well it makes the investment decision and how effective its management advice and services are after the investment decision has been made” (Zacharakis & Meyer, 2000, s. 325).

Hensyntatt den risiko som en VC-investor tar, så er det i investors interesse å redusere denne risikoen, uten at det går ut over den projiserte målsetting om avkastning.

Amit, Brander og Zott (1998) hevder at tilføring av value adding i form av sosial- og human kapital, er en måte å redusere risikoen og forbedre utsikter til fortjeneste i investeringen.

Oppsummert kan en si at value adding i form av tilførsel av sosial- og human kapital, er noe av det som særpreger VC og PE investeringer i PE segmentet. Dette er mulig å få til på grunn av den tette kontakten og samarbeidet mellom investor og selskapsledelse. Forutsetningen for at dette skal være mulig er at investor har de ressurser, eller i det minste slike ressurser tilgjengelig/innenfor rekkevidde som trengs. Det er både kapital (penger) og sosial- og humankapital ressurser en snakker om her. En forutsetning for dette er at selskapsledelsen evner å ta imot de råd og innspill som kommer fra investor.

De belgiske forskerne De Clercq og Manigart (2007), har utarbeidet en forskningsmodell, som går på den fasen i investeringen som det Wickham (2006) kaller for en Post-Investment Activity fase – Stage 5.



Figur 2-10. The VC post-investment phase (De Clercq & Manigart, 2007)

Denne figuren er hentet fra artikkelen til De Clercq og Manigart (2007) som heter: “*The Venture Capital Post-Investment Phase: Opening the Black Box of Involvement*”.

Hva er en Black Box of Involvement? Når De Clercq og Manigart (2007) snakker om «Opening the Black Box of Involvement», så prøver de å finne ut av noe som for mange kan virke som et mysterium – det som kommuniseres og utføres i post-investment fasen av en VC-investering. Dette gjelder spesielt value adding fasen og hvordan human kapital utvekslingen skjer og hvem som faktisk lærer av hvem.

Denne modellen, gir en illustrert og detaljert beskrivelse av aktivitet etter signering av investeringsavtale, og den beskriver litt av dynamikken og samarbeidet som utspiller seg mellom investor og bedriftseier/gründer. De Clercq og Manigart (2007) sin figur, er en beskrivende illustrasjon av hvordan value adding er systematisert, gjennom «monitoring fasen». Modellen beskriver også agent-principal relasjonen mellom investor og entreprenør/bedriftseier. Den viser hvordan value adding, som er en relativ stor del av den kommunikasjonen og kunnskapsdelingen som foregår, er en svært sentral del av en investeringsprosess der det er et aktivt eierskap.

Det som er viktig i value adding fasen er særlig to hoved elementer, Content og Process.

Content: Innhold – Det vil si kunnskapsoverføring mellom entreprenør og investor, og det kan gå på kunnskapsoverføring/overføring av sosial kapital mellom ulike investorer som investerer i hver sine selskap eller samme selskap som deler på kunnskap/erfaringer/sosial kapital.

Process: Prosessen – Videre viser De Clercq og Manigart (2007) sin studie at selve prosessen som skjer i post - investment fasen, må være bygget på tillit, personkjemi. Videre viser studien at investor og selskapsleder/entreprenør må ha samme målsetting. Dette kan være en delikat og noen ganger utfordrende sak, fordi studien deres viser også at det ikke er gitt at selskapsledelse og investor har samme mål med selskapet og hvordan den videre veien blir.

Studien til De Clercq og Manigart (2007) viser også at «sosiale kontrakter», er viktig for at samarbeidet skal bli så bra som mulig. Med sosiale kontrakter menes den sosiale og moralske forpliktelse basert på enighet eller underforstått avtale, som bør eksistere mellom investor og selskapsledelse. – Commitment i figuren.

Jeg har ovenfor vist hvordan samspillet er mellom investor og selskapsledelse ved investering i en SMB. Human- og Sosial kapital er sentrale elementer i det som De Clercq og Manigart (2007) kaller for innhold og prosess – (Content og Process). Derfor anser jeg det nødvendig å belyse nærmere hva som ligger i begrepene Human- og Sosial kapital. Dette skal jeg gjøre i de to neste underkapitlene.

2.11.1 Human kapital

Allerede på Adam Smiths tid anså man viktigheten- både kostnadene med å akkumulere lærdom og kunnskap og verdien av menneskelig kognitiv dyktighet, og begynte å se på dette som en bedriftsrelatert kapital (Smith, 1817).

I følge Davidsson og Honig (2003) kan humankapital kan defineres som den akkumulerte mengden kvalifikasjoner, kreativitet, evner og kunnskap et individ besitter.

Dette kan typisk være erfaring og i denne sammenheng generell bransjeerfaring, utdanningsnivå, og ellers relevante kvalifikasjoner som kan gjøre personen egnet til å være en bidragsyter for selskapet, på en positiv måte (Davidsson & Honig, 2003).

En entrepreneurs humankapital er mulig å relatere, på en troverdig måte, til økonomisk vekst i selskapet. Dette som en naturlig forståelse av at mennesker er i konstant utvikling, og slik sett kan sees på som en variabel, og i denne kontekst- en variabel kapital, i motsetning til for eksempel maskiner og utsyr som er konstante og som ikke vil utvikle seg, men slites og minke i verdi ved bruk.

I følge Carter, Brush, Greene, Gatewood og Hart (2003) er en gründers humankapital den faktoren ansett som mest betydningsfull, av eksterne investorer, i vurderingen av om de skal investere i et prosjekt eller en bedrift. Begrunnelsen for dette er at gründere med relevant humankapital, for eksempel erfaring, ofte er mer effektive og dyktige i prosjektene sine kontra gründere som ikke har den samme type erfaring. Det er i dag en bred konsensus om at human kapital er en viktig faktor for langsiktig økonomisk vekst (Van Leeuwen & Foldvari, 2008).

I følge Davidsson og Honig (2003) så har ikke formell utdanning og tidligere erfaring med å starte bedrifter betydning for hvor sterkt man står i en eventuell oppstartsfase. Imidlertid kan en gründers humankapitalegenskaper ha betydning for tidspunkt for oppstart, da en gründer med overnevnte kvaliteter kan bidra til at han starter opp tidligere enn han ville gjort uten disse.

En kan også differensiere ulike typer human kapital og ulike faser i en bedrifts livsløp. Dermed kan en også gå ut fra ulike typer human kapital kan være mer eller mindre viktige, avhengig av i hvilken fase av bedriftsutviklingen gründeren befinner seg i (Davidsson & Honig, 2003). Dersom humankapitalen kommer utenfra, i form av kunnskaper og ekspertise, bragt inn i selskapet av investorer, vil jo denne humankapitalen kunne være svært viktig for veksten og utviklingen i selskapet.

Det er i hovedsak tre typer erfaringer som blir vektlagt av investorer som sentrale humankapitalfaktorer, og det er oppstarts-, ledelses-, og industrierfaring (Carter et al., 2003).

2.11.2 Sosial Kapital

Sosial kapital er en viktig del av det aktive eierskapet som en PE-investor utøver. Samtidig henger det også tett sammen med humankapital.

Det er ikke «hva du vet, men hvem du kjenner», som summerer med en kort setning hva sosial kapital er (Woolcock & Narayan, 2000).

Sosial kapital referer til de normer og de tilgjengelige nettverk som muliggjør kollektiv samhandling, for en gruppe personer (Woolcock & Narayan, 2000). Sosial kapital kan, utfra overnevnte, defineres som de ressurser som er tilgjengelig for en bedrift gjennom dens tilgang på sosiale nettverk.

I følge Starrin og Rønning (2009) kan sosial kapital defineres som summen av sosial støtte, sosiale nettverk, sosiale bånd, ressurser, tillit, trygghet og deltakelse. I et næringsliv som baserer sine avgjørelser på informasjon og tillit til nøkkelpersoner, sier det seg selv at sosial kapital er meget relevant for et selskaps vekst og utviklingspotensial. Siden mangel på sosiale nettverk kan hindre realisering av en bedrifts uløste potensial.

I følge Woolcock og Narayan (2000) er det fire perspektiver som bidrar til at sosial kapital blir en faktor for økonomisk utvikling; Kommunikasjon, nettverk, institusjon og synergi, der synergi er den faktoren som anses som mest sentral. Med synergi menes den evne bedriften har til å koordinere seg med andre aktører, som resultat av den sosiale kapitalen de innehar. Utnyttelse av sosial kapital kan anses som et konkurransefortrinn for bedriften, ved at de effektiviserer driften, og har mulighet til å tilegne seg posisjoner med makt- og styrke potensial. Disse faktorene kan være sentral for bedriftens videre vekst.

I følge Davidsson og Honig (2003) er tilgang på bred sosial kapital, en viktig faktor for en gründer som ønsker vekst i sin bedrift, da denne tilgangen anses som et sentralt konkurransefortrinn, spesielt i tidligfase.

Shane og Cable (2002) definerer sosiale relasjoner som direkte sosiale relasjoner, slik som personlige forhold mellom beslutningstaker og parten beslutningen gjelder. Videre så skilles det mellom direkte og indirekte sosiale relasjoner. En indirekte relasjon defineres som en relasjon der partene ikke er direkte tilknyttet, men der hvor en beslutning kan fattes på bakgrunn av felles nettverk (Shane & Cable, 2002). I følge en undersøkelse gjort av Shane og Cable (2002), der de forsket på hvilken type innvirkning de ulike sosiale relasjoner har i tilknytning til finansiering av nye bedrifter, så viste det seg å være en fordel å ha tilgang på direkte relasjoner. Asymmetrisk informasjon viste seg å være sentral, i de tilfeller gründeren ønsket å skaffe seg finansiering, gjennom sine sosiale relasjoner. Sosiale forpliktelser og tilgangen på privat informasjon, var det to faktorene som forklarte dette.

Den potensielle baksiden med direkte relasjoner, er at det finnes et farepotensial i at en vektlegger en sosialt tilpasset tankegang sterkere enn bedriftsøkonomiske tanker og resonnementer (Shane & Cable, 2002). Det blir med andre ord personlige og – satt på spissen,

usaklige faktorer som får forrang, på bekostning av objektive kriterier som for eksempel et armlengdeprinsipp. På bakgrunn av overnevnte er det mulig å hevde at ærligheten vedrørende sentrale beslutninger er viktig i direkte sosiale relasjoner.

Under usikre forhold kan indirekte relasjoner være en fordel for dem som søker fordeler og finansiering fra andre (Shane & Cable, 2002). Forklaringen og begrunnelsen for dette avhenger hovedsakelig av to faktorer; sosial forpliktelse og tilgang til privat informasjon (Shane & Cable, 2002). Sosial forpliktelse og tilgang til privat informasjon er de samme to faktorene som ved direkte relasjoner. Forskjellen her ved indirekte relasjoner, går på forventninger om andres oppførsel og væremåte.

Flere forskere hevder at indirekte relasjoner gjør at man kan bli forutinntatt og bruke sine akkumulerte og konstruerte forventninger om andre personer som har lignende bakgrunn og i lignende situasjoner (Uzzi, 1996). Enkelte sosiologer hevder at man enklere i indirekte relasjoner, føler seg mer komfortabel med personer som utstråler en form for selvtillit og en dose selvsikkerhet (Blau, 1964). En konsekvens av den sosiale kontrakten som oppstår, gjør at man i indirekte relasjoner føler en minst like stor forpliktelse som den andre part, til å levere troverdig informasjon, så vel som troverdige resultater.

En annen ting som fremkommer i undersøkelsen til Shane og Cable (2002), er at en er mer opptatt av å forsøke å opprettholde informasjonstilgangen til de man er involvert med, i indirekte relasjoner. En av fordelene med dette er at man mer tilpasningsdyktig og fleksibel dersom det skulle skje plutselige endringer. Det er ikke uvanlig at dette skjer i litt større nettverk som består av flere ulike indirekte relasjoner, der alle i det same nettverket har mulighet til å oppdatere hverandre om relevante forhold om de andre i nettverket.

Informasjonsflyten og tilgangen til informasjon blir da noe som blir muliggjort av nettverket og nettverkstilgangen. Indirekte relasjoner blir således en mer ressursbesparende måte så skaffe seg informasjon på, fordi man ofte går rett på sak og får en mer presis informasjon, kontra direkte relasjoner der en ofte får mer informasjon enn man strengt tatt behøver.

Oppsummering value adding og human- og sosial kapital:

- Value adding er en sentral del av det som skjer i femte fase av investeringen, post-deal phase som Tyzoon T. Tyebjee og Albert V. Bruno (1984) beskriver det som.

- Value adding er den tilflyt av kunnskap/sosial kapital som skjer mellom investor og selskapsledelse.
- En viktig faktor for at value adding kan skje best, er at det eksisterer tillit og god personkjemi mellom investor og selskapsledelse.
- Value adding skjer også gjennom at investor hjelper selskapsledelse med å skape seg et nettverk, og kan stille sitt sosiale- og faglige nettverk til disposisjon for selskapsledelse.
- Dersom selskapsledelse og investor ikke har samme mål, vil den faglige og sosiale interaksjonen påvirkes av dette. Dersom selskapsledelse og investor ikke har felles mål, ligger det i kortene at dette ikke er en optimal situasjon med tanke på at investor og selskapsledelses videre samarbeid.
- Value addingen skjer ofte på bakgrunn av respekt, forståelse og sosial kontrakt mellom investor og selskapsledelse (De Clercq & Manigart, 2007). Imidlertid kan sentrale deler av hvordan samarbeidet i post investment fasen være avtafefestet enten i en aksjonæravtale eller annen skriftlig avtale mellom investor og selskapsledelse, signert før pengene er overført.
- Human kapital; er kort sagt den erfaring og tause kunnskap en person opparbeider seg. Dersom han bruker den humane kapitalen i en verdiskapingsprosess, kan man hevde at den humane kapitalen er et noe utviklingsbart som har potensial i seg til å kunne bli et konkurransefortrinn for en bedrift.
- Sosial kapital; Direkte- og indirekte relasjoner er gunstig for informasjonstilgang og informasjonsflyt. Dette vil kunne være fordelaktig for en som søker etter kapital, fordi det fremmer mer effektive og ofte bedre beslutninger innenfor det aktuelle nettverket. Raskere og smidigere beslutninger er ofte noe som gagnar alle partene i relasjonen. Sosiale forpliktelser og sosiale kontrakter, oppnås ofte ved gjensidig bytte av naturalytelser, typisk bytte av gjensidige tjenester, og andre bytteforhold – innad i nettverket, som anses som rettfærdige.

2.12 Oppsummering av litteraturkapittelet

I litteraturkapittelet har jeg presentert og behandlet teori som er relevant for studien og som også er nødvendig å vite hva er, for å kunne forstå den videre progresjon i studien min.

Før en begynner å beskrive og presentere de ulike finansierings og investeringskilder, anser jeg det er naturlig å beskrive de ulike teorier om finansiering. Derfor har POT og Agent Principal Theory kommet inn tidlig i litteratur kapittelet. I tidlig fase av en bedrift, er kapitalbehovet stort, derfor er det viktig at de ulike teoriene om selve finansieringsbiten av et selskap kommer frem. Av samme begrunnelse har jeg derfor også funnet plass til Reitan og Sorheim (2000) sin modell over hvordan de illustrerer kapitalstigen og hvilke kapitalkilder som er aktuell for bedriftene utfra hvilke fase de befinner seg i.

I underkapittel 2.3 til 2.6 har beskrevet hvordan jeg tolker at risikokapitalsegmentet ser ut, basert på forskning og teori. Derfor har jeg følgelig funnet plass til å beskrive hvordan de forskjellige aktørene i de ulike delene av risikokapitalsegmentet kan være organisert og hva som er typisk for de spesifikke selskapsformene og hvordan de er en viktig kilde for kapital.

Jeg har sett det nødvendig å behandle kort hva IN står for vedrørende kapitaltilgang. Dette er en logisk konsekvens av at jeg har behandlet og beskrevet om VC og såkornfond, siden IN spiller en viktig rolle i de halvstatlige såkornfondene i Norge. Bankers rolle i et investeringsprosjekt, finner jeg det naturlig å nevne kort. Dette siden en sjelden kommer utenom banker som kapitalkilde, enten som primær eller sekundær, på et eller annet tidspunkt i en investeringsprosess. Konvertible lån, teorier om vekst og vekstambisjoner samt hva sosial- og human kapital er, er alle relevant for å forstå det aktive eierskapet som en PE-aktør står for, og hvordan de tenker når de foretar beslutninger om en investering.

Wickham (2006) sin forståelse om hva som er viktige spørsmål for en investor ved en potensiell investeringsbeslutning, samt hva som er typisk for de ulike fasene i en investering, anser jeg for å være svært sentrale teorideler, som er nødvendig for å kunne besvare oppgavens tema og forskningsspørsmål. Dette har jeg belyst i underkapittel 2.8.

Landström (1997) sin studie er helt avgjørende for hvordan jeg har besvart forskningsspørsmål 2; «*Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB*». Dette har jeg redegjort for i underkapittel 2.9.

Jeg har vist til den forskningen som blant andre Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) har gjort tidligere når jeg har belyst de ulike fasene i en typisk risikokapitalinvestering. Gjennom de ulike stegene i rammeverket til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984), ble det også redegjort for hva som er sentrale faktorer i hver enkelt fase av en investeringsprosess. Dette har blitt belyst i underkapittel 2.10.

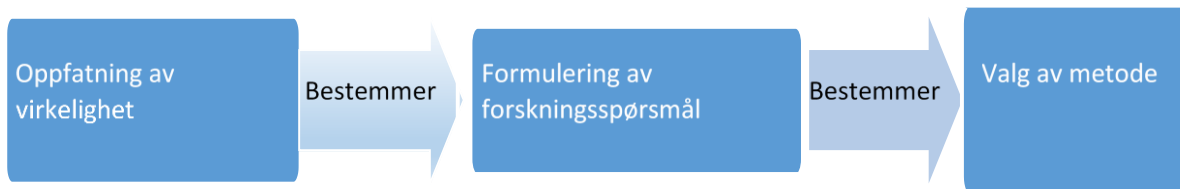
De Clercq og Manigart (2007) sin forskning vedørende value adding, har vært sentral for å forstå de samspillet og det samarbeidet som foregår i den fasen som foregår etter avtale signering. Human- og sosial kapital utveksling er sentral for å forstå det aktive eierskapet en PE-investor utøver. Overnevnte har blitt grundig behandlet i underkapittel 2.11.

Samlet sett, skal alle disse teorimomentene være teoretiske bærebjelker, som skal gi en beskrivende og illustrerende forståelse av den teoretiske realiteten i studien min.

I neste kapittel, vil jeg redegjøre for de forskningsmetodene, og det forskningsdesignet jeg har valgt å bruke for å kunne analysere empirien og besvare oppgavens tema med dertil følgende forskningsspørsmål, på en best måte.

3.0 Metode

Hensikten med forskning er å frambringe gyldig og troverdig kunnskap om virkeligheten. For å klare dette må forskeren ha en strategi for hvordan han eller hun skal gå frem. Denne strategien er metoden (Jacobsen, 2015).



Figur 3-11. Hvordan oppfatning av virkelighet bestemmer metode (Jacobsen, 2015)

Jeg har funnet mye god inspirasjon i arbeidet med valg av metode i det rammeverket som er beskrevet i «Forskningsmetode for økonomiske og administrative fag» (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Jeg har brukt deler av det som står i boken «Hvordan gjennomføre undersøkelser» (Jacobsen, 2015).

3.1 Analyse av problemstilling

Jeg ønsker gjennom mine problemstillinger, å få kunnskap om investering i SMB. Jeg har derfor formulert følgende problemstillinger: «Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB»? og «Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess»?

Jacobsen (2015) beskriver hvordan man gjennom analyse av problemstillingen kommer frem til undersøkelsesopplegg og metode for innsamling av empiri. Jacobsen beskriver tre ulike dimensjoner for analysen; hvor klar/uklar problemstillingen er, om den er forklarende/beskrivende, og hvorvidt det er et ønske å generalisere eller ikke.

Det er i realiteten ikke mulig å sette konkrete grenser mellom disse dimensjonene, ingen dikotomier, men mer flytende overganger. I tillegg er det andre faktorer som helt klart påvirker valg av metode, som hvilke ressurser man har tilgjengelig, i form av spesielt tid og penger.

Oppfatning av virkelighet → Bestemmer Formulering av forskningsspørsmål → Bestemmer Valg av metode.

Hvis vi videre ser på problemstillingens ulike dimensjoner, ser vi at den kan være enten en beskrivende eller forklarende (Jacobsen, 2015). Jacobsen setter i en veldig stilisert

fremstilling av dette, følgende to spørsmål opp mot hverandre; «Hvordan ser tilstanden ut?» i motsetning til «Hvorfor ser tilstanden ut som den gjør?» Min problemstilling antyder, gjennom selve spørsmålet, at det kan være en kausalsammenheng mellom kvalitet hos bedriftsleder/gründer og investors valg av investering. Jeg velger allikevel å si at jeg i problemstillingen er mer opptatt av å finne ut tingenes faktiske «tilstand», enn av hvorfor det er slik. Slik sett kan en definere problemstillingen som deskriptiv. Jeg er heller ikke så opptatt av å forklare eventuelle sammenhenger, men heller kunne bidra med ny kunnskap rundt eiere og investorer. Denne kunnskapen kan eventuelt kunne ut i hypoteser, som kan testes i senere undersøkelser.

Mitt mål er et ønske om å både få frem nyanser og forsøke å gå i dybden på forskningsspørsmålet. Jeg vil derfor også - til en viss grad, kunne bruke mine funn til en teoretisk generalisering. Det vil med andre ord si at funnene i dette studiet kan brukes til å utvikle teorier og hypoteser som kan testes videre i andre studier (Jacobsen, 2015).

Utvalget er begrenset av respondentenes svar og interesse på min henvendelse til dem. Jeg hadde ønsket å kunne få flere kvantitative data fra respondenter. Imidlertid så er både gyldighet og pålitelighet ivaretatt, av at jeg har brukt elementer fra flere forskjellige forskningsdesign.

Jeg har valgt både kvalitativ og kvantitativ undersøkelse.

3.2 Valg av forskningsdesign

Forskningsdesignet er den overordnede skissen for hvordan jeg skal gjennomføre forskningen, og dette kan deles inn i tre hovedområder: eksplorerende, deskriptivt og kausalt design (Johannessen et al., 2011). Eksplorerende design skal føre til innsikt og forståelse, deskriptivt design skal beskrive situasjonen, mens kausalt design prøver å finne årsakssammenhenger mellom variabler.

Jeg ønsker å utforske hva en investor ser etter og vektlegger, når han skal investere i en SMB eller oppstartsbedrift, formulert som; «Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB». En naturlig sammenheng med hva som er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB, er; hva som er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor.

Forskningsmetode deles også inn i to hovedretninger: kvalitative og kvantitative undersøkelser. Kvantitative undersøkelser har til hensikt å gi et bilde av helheten basert på et statistisk utvalg, og krever tydelig definerte spørsmål og svarmuligheter. Et slikt valg kan være både begrensende og styrende, og føre til at forskningsfokuset blir endret fordi jeg er avhengig av det arbeid som er gjort tidligere.

Jeg mener jeg har en relativt åpen problemstilling, som er til en viss grad eksplorerende, selv om det finnes tidligere forskning som er representativt for de områdene jeg ønsker å finne ny kunnskap om. I og med at problemstillingen er søkende og utforskende, er det viktig at mitt valg av design gir meg en nødvendig fleksibilitet. Dette leder til at det kan bli en kombinasjon av metoder for innsamling og analyse, basert på det utvalg av informanter som blir nødvendig for å belyse problemstillingen på en god måte.

Forskningsprosessen deles ofte inn i to motstående tilnæringer: deduktiv og induktiv (Johannessen et al., 2011). Deduktiv tilnærming trekker slutninger fra teorien og undersøker om de finnes i virkeligheten, mens induktiv tilnærming prøver å lage teorier ut fra empiriske funn. Begge tilnærmingene forutsetter et solid utgangspunkt, enten i empiri eller i teori, noe som kan være hemmende for en eksplorerende undersøkelse. Jeg nærmer meg derfor den tredje tilnærmingen, som kalles abduktiv, hvor forskeren vekselvis prøver å trekke slutninger fra empiri til teori og tilbake igjen.

Jeg vurderte å gjennomføre forskningen som casestudie, fordi slike undersøkelser gir muligheten til å forstå samspillet mellom aktører og kontekst. I en case-studie kan man velge om fenomenet man studerer er en aktivitet, en hendelse, et enkelt individ eller et system. Det er et intensivt design, som er avgrenset, både i tid, og i forhold til område. Det gir muligheter til å gå i dybden på de fenomener man skal undersøke, innenfor helt bestemt rammer, samtidig som enheten som undersøkes kan utforskes fra flere sider og flere interessenters ståsted.

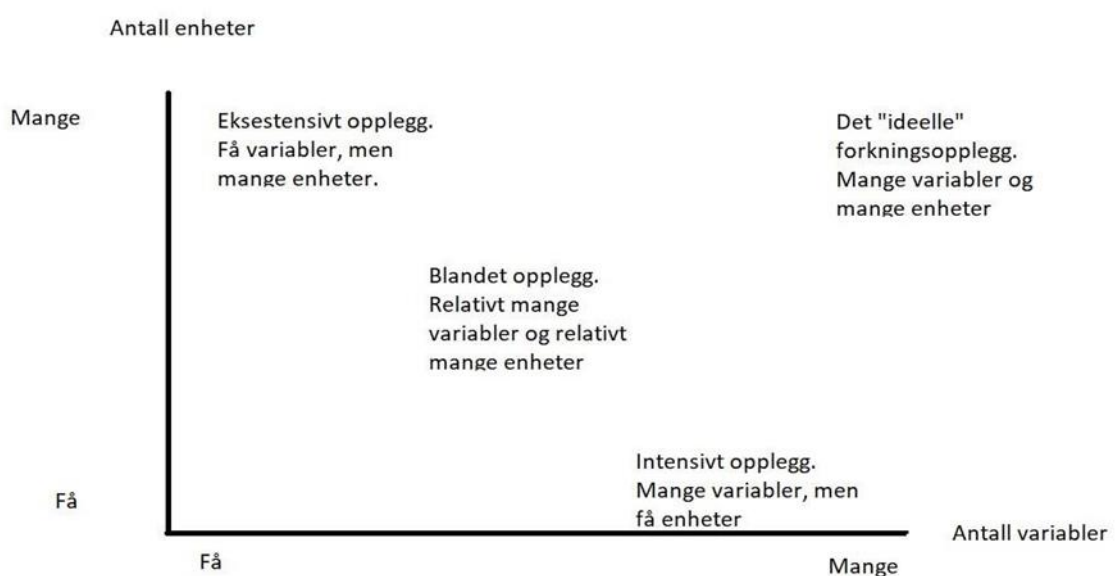
Johannessen et al. (2011) hevder at Yin (2009) definerer fem nøkkelkomponenter i en casestudie; Problemstilling, der man søker løsning på et spesifikt problem som fører til neste trinn, teoretisk antakelse. Nå starter man med grunnlaget for videre undersøkelser, gjennom å postulere noen teser, som man så søker å få verifisert, eller forkastet. Analyseenheter velges strategisk med sikte på å få undersøkt det som er relevant for å besvare problemstillingen. For å finne logisk sammenheng mellom data og antakelsene anbefales en teoristyrte analyse, der

tidligere teser danner grunnlaget for tolking av data opp mot eksisterende teori. Da kan man utvikle ny teori, eller utvikle den teori som allerede finnes.

Jeg mener casestudiet er velegnet, men løper da risikoen for at det tilfellet vi velger er en anomali som ikke er representativ for de fleste bedrift-investor-relasjoner. Jeg ønsker derfor å kunne sammenligne flere tilfeller for å sannsynliggjøre en sammenheng, samtidig som jeg beholder muligheten til å gå i dybden på hver enkelt case. Jeg lander derfor på å gjennomføre en N-studie, eller «Small-N Study» som den kalles på engelsk. Dette er en sammenlignende metode som trekker fordeler fra både kvantitativ og kvalitativ metode. Det engelske navnet er kanskje mer treffende fordi den viser til at det er et mindre antall enheter som skal undersøkes.

3.2.1 Triangulering

Metodetriangulering er definert som når samme problemstilling er studert med ulike metodiske innfallsvinkler. I min undersøkelse har jeg gjort funn som stemmer med funn som er utrettet i litteraturen som jeg har gjennomgått. Siden 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. En annen faktor i relasjon til intern gyldighet er om man har gode kilder til data (Jacobsen, 2015).



Figur 3-12. Modell av ulike undersøkelsesopplegg (Jacobsen, 2015)

Som det forutsettes av Figur 3-12, vil det ideelle forskningsopplegg være vanskelig å gjennomføre, all den tid man ikke har ubegrensede ressurser tilgjengelig til å utføre undersøkelser, samt har en mengde samarbeidsvillige respondenter som ønsker å sette av tid til forskning og undersøkelser.

3.3 Kvalitativ metode

Kvalitativ metode kan defineres som systematisk tilnærming for å beskrive eller forstå et eller flere fenomener eller sammenhenger.

Kvalitativ metode henviser til at innsamlingen og bearbeidelsen av opplysninger har som mål å få fram intensjoner og mønstre i ulike sammenhenger. Blant de sentrale elementene i en kvalitativ vurdering er blant annet; opplysninger fra dokumenter, samtaler, skriftlige vurderinger og observasjoner. Valg av metode knyttes derfor direkte til formålet med undersøkelsen, hvilke typer data som er tilgjengelig eller kan fremskaffes, og ikke minst den tid og kompetanse utrederen/forskeren har til å gjennomføre arbeidet (Almås, 1990).

En av fordelene med bruk av kvalitativ metode er at det er mulig gå i dybden når det gjelder å forstå hva som kjennetegner et bestemt område. Ulempen kan ofte knyttes til at det er utfordrende å generalisere ut fra de enkeltforhold som skal analyseres.

3.3.1 Intervju

Jeg har blant annet brukt intervju som arbeidsmetode for å få informasjon om hva formelle investorer legger vekt på når de skal vurdere potensielle investeringsobjekter innenfor SMB.

Intervjuene gav meg en dybdeinnsikt for å forstå hva denne gruppen investorer vektlegger og hvordan de vurderer sine investeringsobjekt.

Intervjuene ble et supplement og et dybdeverktøy for å forstå bedre hvordan de hadde vektlagt de ulike temaene på et spørreskjema som ble sendt til et større utvalg respondenter.

Spørreskjemaet ble utarbeidet slik at jeg kan bruke det i en kvantitativ vurdering. På denne måten kan en få inn både en dybdeforståelse og en mulighet for å generalisere ut fra de enkeltforholdene jeg har spurt om.

Utformingen av de fleste av spørsmålene er blant annet utformet etter inspirasjon fra Landström (1997) sin forskning og studie vedrørende lignende tema i Sverige.

3.3.2 Intervjudesign

Jeg har brukt en semi-strukturert intervjuform med hovedspørsmål knyttet til investeringens ulike faser.

Imidlertid har jeg åpnet opp for oppfølgende spørsmål der progresjonen av intervjuet har gjort dette naturlig. Intervjuene kan slik sett delvis karakteriseres som dybdeintervju.

Et av intervjuobjektene investerte ikke i oppstartsbedrifter da intervjuet ble foretatt³² derfor har det vært noe variasjon i antallet spørsmål og hvilke spørsmål som har vært stilt til de ulike intervjuobjektene.

Spørsmålene og intervjuguide har vært sendt til intervjuobjektene³³ ca. en uke før intervjuet slik at de har hatt mulighet til å se igjennom spørsmålene og forberede seg. Dette har også vært gjort i sammenheng med utsending av samtykkeskjema, slik at intervjuobjektene har hatt bedre grunnlag for å vurdere om de har lyst å trekke seg fra intervjuet eller ikke.

Intervjuet er gjort elektronisk via videosamtale på Facebook Messenger og opptak av selve intervjuet er utført med opptaksfunksjonen på min Iphone.

Deretter har intervjuet blitt transkribert og sendt til intervjuobjektene for gjennomlesing og eventuell godkjenning/validering.

Fordi jeg i denne undersøkelsen er opptatt av å avdekke flere sider av et tema, samtidig som flere personer skal intervjues, anses det viktig å ha et likt format på intervjuene, utvikle et felles rammeverk og å opprettholde en sammenlignbarhet på tvers av intervjuene (Saetre, 2003).

Det er derfor utarbeidet en intervjuguide inspirert av arbeid gjort av Michael J. Roberts og Lauren Barley ” *How venture capitalists evaluate potential venture opportunities* ” (M. J. Roberts & Barley, 2004). I undersøkelsen til Roberts og Barley ble Venture kapitalister intervjuet hver for seg, men presentert de samme spørsmålsstillingene.

³² Respondent # 1. Helgeland Invest AS.

³³ Se kapittel 3.7 for presentasjon av informantene i studien.

3.3.3 Spørsmål under intervju

Jeg har også brukt spørsmålstemaene illustrert i forskningsmodellen utarbeidet av (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984).

Dette dreier seg i hovedsak om 4 hovedfaser; før- under og etter investering.

Spørsmålsstillingene var følgende, basert på overnevnte begrunnelse;

Før investering:

- Hvordan er den mest vanlige måten Dere kommer i kontakt med gründer/bedriftsleder på?
- Er det mest vanlig at Dere blir oppsøkt av selskap som ønsker kapital i bytte mot equity, eller som en finansieringsordning? Eller kan dette for eksempel skje mer uformelt og tilfeldig?
- Når dere har fått kontakt, og spørsmål om kapital og/eller finansiering kommer på banen, hva er det Dere ser etter/legger vekt på når Dere skal avgjøre om dette vil være en bra investering for Dere eller ikke?
- Vil det være en komplett due diligence prosess hver gang, eller vil dette variere basert på hvilken type selskap det er, kjennskap til ledelsen i bedriften og hvor bedriften er i livsløpet?
- Investerer Dere primært i bedrifter som tilhører markedssegment som Dere personlig har erfaring og kjennskap til?
- Hvor sentralt/relevant er vekstambisjonene og vekstpotensialet til de potensielle investeringsobjektene Dere vurderer?

Under investering:

- Tar Dere sikte på å være aktive eller passive eiere/aktører i investeringene, eller vil Dette kunne variere?
- Hvilke kontrollmekanismer mener Dere er mest relevant å benytte Dere av når Dere skal holde kontroll med investeringen og evt. Kvalitetssikre opplysninger fra bedriftsledelsen?
- Hvilke formelle økonomiske kommunikasjonskanaler (for eksempel årsregnskap, kvartalsrapporter, forretningsplan etc.) mener Dere er de mest viktige for investeringen Deres.

- Hvilke tanker vedrørende relevansen av kommunikasjon mellom Dere som investorer/equity eiere på den ene siden og gründer/bedriftsledelse på motsatt side, gjør Dere Dere? Hvor sentralt og viktig er god kommunikasjon mellom Dere og investeringsobjektet?
- Siden økonomisk avkastning vil være viktig, både for Dere som investorer, mens også for bedriftsledelsen/gründeren, vil det muligens være lett å tro at det er få eller ingen motstridende interesser. Men kan det likevel tenkes at Det vil finnes motstridende interesser mellom Dere som investorer og investeringsobjektet?
- (forts fra forrige spm.) vil evt. slike motstridende interesser kunne øke, jo flere som har eiendeler og interesser i selskapet?

Exitstrategi:

- Har Dere en fastlagt exit strategi før Dere går inn i investeringen, eller er dette noe som utvikler seg i takt med utviklingen i investeringsobjektet?

Etter investeringen:

- Følger Dere med/vier oppmerksomhet til den avsluttede investeringen etter exit, bl.a for å se om evt. videre engasjement i investeringen kunne gitt større avkastning? Eller er det et avsluttet kapittel som ikke vies oppmerksomhet fra Deres side?

Tilleggsspørsmål, evt. hjelpespørsmål. (om disse er aktuelle og vil bli stilt, beror litt på resultat/svar på hovedspørsmål).

- Hva legger dere vekt på ved investering i SMB og oppstartsbedrifter?
- Hvilke kriterier er viktigst for Dere ved overnevnte investeringer? Og hvorfor er disse viktige? (gjerne andre kriterier som ikke er omfattet av spørreskjemaet Dere fylte ut, hvis mulig).
- Hvilke erfaringer har Dere gjort dere utfra investeringer med overnevnte kriterier?
- Finnes det type selskaper og eller markedssegment som er mer attraktive for Dere som investeringsobjekt kontra andre?
- Har Dere bestemte tidsperspektiv på Deres investeringer, og hva er det i så fall som bestemmer dette?
- Finnes det geografiske skranker på Deres potensielle investeringer, og hva er i så fall begrunnelsen for det.

- Hvilke holdninger og synspunkter har Dere i forhold til salg av eierandeler mot finansiering? Spesielt i tidlig fase.
- Hvilke holdninger har Dere ift. kombinerte løsninger vedrørende finansiering og investering, for eksempel equity, lån (konvensjonelle og konvertible), samarbeid med andre investorer etc.?
- Er det viktig å beholde størst mulig eierandel selv i startfasen, for en bedriftseier/gründer? evt. Hvorfor?
- Hvilke typer sikkerhet kan man som gründer og som ny-opplastet fremskaffe?
- Hvilke utfordringer kan man møte på med å ønske fullstendig eller størst mulig eierandel selv?
- I hvilken fase av bedriftens livsløp ønsker dere å gå inn med eventuelle investeringer?
- Hvordan bistand/hjelp til investeringsobjektet er dere villig til å tilby, i form av for eksempel sosial- og human kapital, og tilgang til nettverk?
- Tar dere en aktiv eller passiv rolle i forhold til aktivitet tilknyttet investeringen, for eksempel vil Dere kreve å sitte i styret i selskapet?
- Vurderer Dere deres investeringsbeslutninger til å være mer styrt av målbare økonomiske og andre etterprøvbare elementer, eller vil det være personkjerne som er avgjørende? Eller er det andre ting som er avgjørende?

Avsluttende kommentarer:

- Er det noen spørsmål vedrørende dette temaet, som Dere mener burde vært stilt, som vi ikke har belyst/vært innom?

3.3.4 Intervjuanalyse

Det kan hevdes at når en bygger teorier med bakgrunn av datainnsamlinger, bygget på casestudier, så bør dataanalyse og skriving overlape.” *Overlapping data analysis with data collection not only gives the researcher a head start in analysis but, more importantly, allows researchers to take advantage of flexible data collection.*” (Kathleen, 1989, s. 538).

En fordel ved å starte dataanalysen tidlig er at det kan legge til rette for et bedre og riktigere fokus på de etterfølgende intervjuene og observasjonene.

Å skrive er en form for tenking. Det er derfor anset som riktig å starte med skrivearbeidet så tidlig at det har mulighet til å overlape datainnsamling og analyse. *"Hear this: You cannot begin writing early enough"* (Wolcott, 2008).

3.4 Kvantitativ metode

Kvantitativ metode er en fremgangsmåte der man metodisk skaffer sammenlignbare kunnskaper om ulike faktorer. Disse kan analyseres tallmessig eller matematisk for å synliggjøre forskjeller eller samvariasjon mellom viktige variabler i det spesielle fenomenet man studerer. Virkeligheten kan deretter beskrives som konkrete strukturer (Hellevik, 2002).

Jeg har valgt en delvis kvantitativ tilnærming til min studie i denne oppgaven, fordi en kan finne svaret på mine forskningsspørsmål ved å benytte en kvalitativ metode. Mitt valg av metode kan begrunnes med at følgende forutsetninger ligger til rette:

- Min problemstilling er av en art som kan la seg løse, delvis, gjennom statistisk analyse av data fra spørreundersøkelser.
- Jeg antar at jeg har skaffet til veie et tilstrekkelig antall respondenter.
- Min problemstilling tar utgangspunkt i sammenlignende forskningsspørsmål som har blitt løst gjennom en kvantitativ tilnærming ved tidligere forskningsarbeid.
- Det er av overnevnte begrunnelse antatt at det er mulig å benytte spørsmål fra tidligere undersøkelser, eller ta inspirasjon fra lignende spørsmål.

3.4.1 Gjennomføring av datainnsamling

Gjennomføringen av datainnsamlingen ble foretatt ved at det ble gjort søk og undersøkelser etter investorer, risikokapitalister, finansinstitusjoner og statlige eller halvstatlige organer som operer i Norge.

Det ble forsøkt opprettet kontakt med tanke på forespørsel om spørreundersøkelse og dybdeintervju til 17 mulige respondenter/interessenter. Disse potensielle respondentene var i hovedsak funnet i medlemslistene til norsk Venture Capital forening, NVCA. I tillegg søkte jeg på google etter investeringselskap, der fant jeg Rosenlund & CO AS. Helgeland Invest AS og Norcap Management AS, fant jeg da jeg søkte på investeringsselskaper i Nord Norge.

Respondentene som ble valgt som relevante, var valgt fordi de driver hovedsakelig med investering i SMB selskaper. De som var kontaktet for forespørsel var Privat Equity aktører, Venture Capital selskap, såkornfond, business angels, start up lab, en bank som driver med oppstartslos og Innovasjon Norge.

Av disse 17, var de fire som ønsket å delta på min spørreundersøkelse, og leverte tilbake spørreskjema. Av disse fire var det to respondenter som ønsket å delta i et dybdeintervju.³⁴

3.4.2 Utforming av spørreskjema

Spørreskjema ble utformet med inspirasjon fra tidligere spørreundersøkelser om lignende tema, blant annet med inspirasjon fra Landström (1997) sin forskning, der spørreskjema basert på en trade- off matrise benyttes.

3.4.3 Conjointmetoden

Conjoint-analyse er en kjent statistisk metode med bakgrunn i matematisk psykologi. Metoden er mest kjent brukt i markedsundersøkelser for å predikere hvilke valg forbrukerne vil ta (Gustafsson, Herrmann & Huber, 2000). Conjointmetoden og tilnærmingen er nærmere beskrevet i Aaker og Day (1986), Emory og Cooper (1991) og Riquelme og Rickards (1992). utgangspunktet for metoden er at respondentene – ut fra sine preferanser, får vurdere hvor viktig en egenskap/kvalitet er i forhold til en annen egenskap/kvalitet.

Conjointmetoden kan her gjennomføres på to ulike sett; «full-profile approach» eller «trade-off approach» (Landström, 1997, s. 13). Jeg har valgt elementer av conjointmetoden, herunder en variant av en trade-off matrise, i utformingen av min spørreundersøkelse.

3.4.4 Trade – off approach

I min studie har jeg valgt en tilnærming som ligger veldig nær en trade-off approach, en variant av en såkalt trade-off matrise.

Metoden innebærer at to eller flere egenskaper/kvaliteter velges ut og respondentene skal deretter rangordne de forskjellige egenskapene opp mot hverandre (Landström, 1997).

³⁴ Respondent # 1 Helgeland Invest AS og Respondent #2 NorCap Management AS

For å kunne presist analysere en slik rangordning, har jeg delt svaralternativene inn i preferanser som: «ikke viktig – viktig – svært viktig». Videre har jeg delt preferansene inn i tallgrupper/poeng, der 1-4 er *ikke viktig*, 5-8 er *viktig* og 9-12 er *svært viktig*.

For eksempel, et av spørsmålene mine i undersøkelsen min er formulert slik:

«Basert på følgende kriterier, hvordan vil du rangere hva som er viktigst for Dere ved potensiell investering i SMB, basert på overnevnte poengskala.

Bruk tallene fra 1-12, der 1 er lavest og 12 er høyest. – spm. Ledelsespotensial hos bedriftslederen».

Begrunnelsen for en slik nøyaktig tilnærming til et spørsmål til en attributt/egenskap er at en ved tall og poengskala, oppnår flere analytiske fordeler enn ulemper (Aaker & Day, 1986).

Den klare analytiske fordel med en slik tilnærming er jo større forskjellen er mellom verdiene på høyeste og laveste nivå en egenskap/attributt, jo viktigere er beslutningskriteriet (Landström, 1997, s. 15).

Ulempene med en slik tilnærming, er at det kan være vanskelig for en investor som er svak analytisk, å bedømme om en egenskap/kvalitet som er viktig, skal gis for eksempel tallet 5 eller 6. Noen stor distinksjon/forskjell er det åpenbart ikke mellom tallet/poengsummen 5 og 6, samtidig som det er en forskjell.

Poenget er at en poengskala system gjør det mer presist å analysere og rangere de ulike attributtene/egenskapene, spesielt der det er snakk om et større antall attributter/egenskaper en respondent blir bedt om å svare på viktigheten av. Slik sett har metoden klare fordeler når ett stort antall attributter skal bedømmes (Landström, 1997).

3.5 Uvalg

Jeg har valgt ut respondenter som er kompatibel med- og som har potensial til å kunne være kilder og relevant empiri, til besvarelse av mitt forskningsspørsmål.

3.6 Geografisk avgrensning

Jeg har Norge som geografisk avgrensningsområdet for min empiriske studie. Dette fordi jeg anser forskningen på norske investorer som meget relevant for norske SMB og

oppstartsbedrifter, samt at en studie utenlands ville sprengte rammene og ressursbruken som jeg har til rådighet.

3.7 Informanter

Informantene jeg har valgt, er på bakgrunn av deres profesjonelle rolle som investorer og på bakgrunn av deres fagkunnskap innen området.

Av de som deltok på spørreundersøkelse var det 4 investeringsselskap, herav to lokalisert på Østlandet og to i Nord Norge.

En av respondentene ønsket å være anonym. Han er finansdirektør i et større investeringsselskap på Østlandet, med fullmakt eller autonomi til å foreta investeringer. De andre tre som ikke hadde tatt forbehold/ønske om anonymitet var:

- Rosenlund & CO AS
- Helgeland Invest AS
- Norcap Management AS

Rosenlund & CO AS, deltok kun på spørreundersøkelse. Men Helgeland Invest AS og Norcap Management AS og deltok på dybdeintervju i tillegg til spørreundersøkelse.

Rosenlund & CO AS er et investeringsselskap med tilhørighet og firma adresse på det sentrale østlandsområdet i Norge. Styreleder av selskapet og den som deltok i spørreundersøkelse var styreleder Jon Bjørtuft.

Selskapets formål og forretningside er: *«Kjøp, salg og innehav av aksjer og andre finansielle instrumenter, herunder deltakelse i andre selskaper, samt all hertil hørende virksomhet»*.³⁵

Helgeland Invest AS (HI) er et regionalt investeringsselskap på Helgeland, som er en aktiv eier med finansiell styrke og solid kompetanse. Selskapet søker å bidra til økt verdiskapning i bedriftene gjennom sitt eierskap. Selskapet søker fortrinnsvis muligheter i sitt nærområde, Helgelandsregionen, hvor selskapets nettverk og investeringserfaringer er tyngst. Helgeland Invest AS er et av Nord-Norges største investeringsselskap med en bokført egenkapital på mer enn MNOK 450.³⁶

³⁵ Offentlig tilgjengelig informasjon hentet fra purehelp.no: <https://www.purehelp.no/m/company/details/rosenlundcoas/979683103>

³⁶ Offentlig tilgjengelig informasjon hentet fra hjemmesiden til HI: <https://www.helgelandinvest.no/om-oss-2/>

Fra Helgeland Invest AS var det Administrerende Direktør, Ståle Indregård som svarte på spørreundersøkelsen og som deltok på dybdeintervjuet.

Ståle Indregård er utdannet Siviløkonom fra Høgskolen i Bodø med påbygging i personalledelse, kompetanseutvikling og offentlig planlegging, Hovedprogrammet NNL. Indregård er Administrerende Direktør i Helgeland Invest AS, i Mo i Rana, som er en profesjonell aktør innen verdiskaping.

Intervjuet ble foretatt i lys av den bakgrunn, erfaring og kompetanse Indregård innehar, blant annet på bakgrunn av de stedene han har hatt- og fremdeles har sitt virke i. Av Indregård sin erfaring og profesjonell bakgrunn kan blant annet nevnes: Yrkeserfaring som økonomidirektør i Saltens Bilruter AS og økonomisjef i Østbø AS, Miras Multimaskin AS og Fesil Rana Metall AS. Erfaring fra ulike styrever.

NorCap Management AS (NCM) er et uavhengig kompetansemiljø som bistår eiere, investorer og bedriftsledere med verdiutvikling av selskaper.³⁷

Av selskapets oppdragsportefølje kan blant annet nevnes:

- Klargjøre bedriftens strategi
- Optimalisere driften
- Finansiell strukturering
- Innhenting av kapital
- Nettverksbygging for å etablere sterkere bedrifter
- Fusjon / fisjon
- Kjøp og salg av bedrifter eller eierposter
- Generasjonsskifte

Fra NCM, var det Odd Helge Skog, en av partnerne i selskapet som svarte på spørreundersøkelsen og som deltok på dybdeintervjuet.

Odd Helge Skog er utdannet Siviløkonom fra NHH, partner i NCM, i Tromsø, som er en profesjonell aktør innen verdiskaping. Intervjuet ble foretatt i lys av den bakgrunn, erfaring og kompetanse han innehar, blant annet på bakgrunn av de stedene han har hatt- og fremdeles har sitt virke i. Av Skog sin erfaring og profesjonelle bakgrunn kan blant annet nevnes: Erfaring

³⁷ Offentlig tilgjengelig informasjon hentet fra Hjemmesiden til NCM: <http://ncm.as/forretningsside/>

bl.a. som banksjef i DNB, Leder og partner som forvalter av flere investeringsselskaper (såkorn og Venture). Etablerte Weibull Nord AS i 2005 med hovedfokus på kjøp og salg av bedrifter, samt strategisk partnersøk. Erfaring fra styrearbeid.

3.8 Studiens kvalitet

For å kunne vurdere studiens kvalitet og troverdighet, er det riktig å vurdere studiens reliabilitet og validitet.

Spørsmålet om reliabilitet og validitet i kvalitativ og kvantitativ forskning er et spørsmål om hvor sanne og troverdige de fremsatte kategoriene er i relasjon til virkeligheten (Johannessen et al., 2011).

Med validitet menes hvor pålitelig dataen er, og reliabilitet henviser til hvor godt datamaterialet er egnet til å besvare en problemstilling, eller en kan formulere reliabilitet som at den knytter seg til nøyaktigheten av undersøkelsens data.

Dette er bestanddeler som er med på å bestemme forskningens troverdighet og sannsynlighet, samt at den sier noe om hvor godt studien står seg mot angrep utenfra. Det vil alltid være en sentral del av jobben for de som driver med forskning at en kan dokumentere og gå god for validiteten og reliabiliteten i arbeidet som er gjort (Easterby-Smith, Thorpe & Jackson, 2012).

3.8.1 Validitet og reliabilitet i forhold til spørreundersøkelsen

Det har vært svært utfordrende å få et bredt utvalg informanter til å delta i min studie. Jeg har, som tidligere nevnt, kun 4 respondenter som har svart på spørreundersøkelsen. Det spede utvalget av respondenter gjør at noen muligens kan argumentere for at utvalget ikke er representativt nok til å være relevant som forskningsdata eller at studien har mangler.

Imidlertid så vil det lave antallet respondenter ved den kvantitative delen av studien, kunne styrkes ved hjelp av dybdeintervjuer av de samme respondenter på den kvalitative delen av min studie. Det vil si triangulering av forskningsmetoder om samme tema og forskningsspørsmål. Det lave antall informanter, kan heller ses på som begrensninger i forhold til datagrunnlaget i oppgaven enn som et tegn på at det ikke er validitet og reliabilitet vedrørende den kvantitative delen.

3.8.2 Validitet og reliabilitet i forhold til intervjuet

I denne studie hvor forskningen har elementer av den kvalitative typen, vil validiteten gå på i hvor stor grad respondentene har den fagkompetanse som kreves og at de slik sett, er skikket til å besvare de forskningsspørsmål som stilles.

Dersom de besitter de den nødvendige kompetansen og erfaring til å kunne resonnerer om, og deretter uttale seg troverdig om temaet. I dette tilfellet vil det lett kunne argumenteres for at respondentene nettopp gjør det, på bakgrunn av sin utdanning, arbeidserfaring og sitt kjennskap til investeringer over en lengre periode. Respondentene/informantene som er kontaktet og valgt ut i studien er ikke tilfeldig valgt, men som er valgt ut nettopp på bakgrunn av nettopp kompetanse og erfaring, noe som er med på å underbygge validiteten i oppgaven.

Reliabilitet går mer på hvor transparent datamaterialet og metoden benyttet for å samle data er (Easterby-Smith et al., 2012).

Dersom det skulle herske tvil om hvilke metoder som er benyttet i forhold til datainnsamling kan det også kunne stilles spørsmål til hvor pålitelig og troverdig forskningen/studien er.

I min studie er det derfor lagt vekt på åpenhet både rundt metoder, men også lagt vekt på hva som benyttes som grunnlag for den empirien som legges til grunn senere i oppgaven. Det har også vært viktig med åpenhet både før, under og etter intervjuene. Som tidligere nevnt så har intervjuene en karakter av en semi-strukturert art, der det forsøkt å kunne stille oppfølgingsspørsmål eller utdypende spørsmål underveis.

Grunnen til at intervjuene ble gjennomført på en slik måte, er at informantene kunne få lov å begrunne og belyse svarene sine på en mye mer utfyllende måte enn en spørreundersøkelse gir rom for. På den måten er studiens validitet og reliabilitet styrket. Samtlige intervju ligger i sin helet som vedlegg i oppgaven, slik sett kan de enkelt undersøkes av andre.

Totalt sett vil jeg argumentere for at dette utgjør en troverdig oppgave med tilfredsstillende validitet og reliabilitet basert på en helhetsvurdering.

3.9 Forskningsetiske vurderinger

«Begrepet forskningsetikk viser til et mangfold av verdier, normer og institusjonelle ordninger som bidrar til å konstituere og regulere vitenskapelig virksomhet. Forskningsetikk er en sammenfatning eller kodifisering av praktisk vitenskapsmoral. Forskningsetiske

retningslinjer er konkretiseringer av forskersamfunnets grunnleggende normer og verdier.

De har sin begrunnelse i vitenskapelig allmennmoral, slik allmenn etikk har sitt grunnlag i samfunnets allmennmoral» (Guidelines for research ethics in the social sciences, humanities, law and theology, 2016).

Den nasjonale forskningsetiske komité for samfunnsvitenskap og humaniora (NESH) har vedtatt forskningsetiske retningslinjer (*Guidelines for research ethics in the social sciences, humanities, law and theology, 2016*).

Retningslinjene handler i grove trekk om informantenes rett til selvbestemmelse og autonomi, forskerens plikt til å respektere privatlivet til informantene samt ansvaret som hviler på forskeren til å unngå skade.

I denne masteroppgaven, ikke ulikt annen forskning, har det etiske kravet vært informert samtykke til respondentene.³⁸

Informert samtykke dreier seg om respekt for integriteten til hver enkelt informant og gjelder også aksept av å delta i forskningsprosjektet (Johannessen et al., 2011). Personopplysninger har blitt behandlet etter samtykke og etter de prinsippene som følger av personvernforordningen – GDPR (Skullerud et al., 2019). Av sterke praktiske hensyn, har det at jeg har brukt lydopptaker under dybdeintervjuene, blitt avklart med- og samtykket til- hos respondentene. Forskningsprosjektet mitt er vurdert av Norsk senter for forskningsdata (NSD).³⁹

*«Vurdert. Det er vår vurdering at behandlingen av personopplysninger i prosjektet vil være i samsvar med personvernlovgivningen så fremt den gjennomføres i tråd med det som er dokumentert i meldeskjemaet med vedlegg. Behandlingen kan starte».*⁴⁰

Det vurderte meldeskjemaet er sendt til min veileder ved Nord Universitet, Espen Isaksen, og er tilgjengelig for etterprøvbarehet ved å ta kontakt med han.

³⁸ Se Vedlegg 1. Intervjuguide.

³⁹ Referansenummer 997161.

⁴⁰ Fra Vurdert meldeskjema for behandling av personopplysninger fra NSD.

4.0 Empiri og analyse

Målet mitt med dette kapitlet, er å komme nærmere svaret på forskningsspørsmålet mitt ved hjelp av anerkjent metodebruk på egen og andres empiriske materiale.⁴¹

Den kvantitative delen av studien min består av en spørreundersøkelse basert på 22 spørsmål, utarbeidet av relevante temaer og faser i en investering. De spørsmålene som ble stilt, blir ansett av teori og tidligere forskning som å være svært sentrale faktorer for en investor, med tanke på en investering i et investeringsobjekt (Wickham, 2006, s. 404) og (Landström, 1997).

Jeg har som nevnt ovenfor, brukt en form for triangulering som metodebruk i studien min. Dette for å kunne belyse forskningsspørsmålet mitt fra flere sider og dermed styrke reliabiliteten og validiteten i studien min. En av begrunnelsene for at jeg har en slik tilnærming, er at jeg har et relativt lite utvalg i studien min og en triangulering vil i så henseende være med å styrke eller svekke, tidligere forsknings hypoteser om samme forskningstema.

Jeg vil under pkt. 4.1, presentere spørreundersøkelsen og resultatet av den. Deretter vil jeg under pkt. 4.2 analysere de sentrale funnene som er gjort i spørreundersøkelsen. Dette vil jeg gjøre ved å sammenligne og drøfte, de sentrale funn, opp mot teori og tidligere forskning.

4.1 Resultat og analyse av spørreundersøkelse

Den kvantitative spørreundersøkelsen danner hovedsakelig empirisk grunnlag for forskningsspørsmål 1: «Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB»

Det som jeg anser som sentralt, for å kunne trekke ut mest mulig troverdig informasjon som kan være grunnlag for å svare på mitt forskningsspørsmål, er å se på poengsummer under hvert enkelt spørsmål, og deretter vurdere hvilke spørsmål som ligger høyest i poengscore og nederst i poengscore.

Slik det framgår av spørreundersøkelsen er poeng fra 9-12, klassifisert til å være «*svært viktig*» som attributt/faktor/egenskap ved en investeringsbeslutning, sett fra en investors ståsted. Slik sett er det mulig å kunne se eventuelle avvik og sammenheng med hypoteser framkommet under liknende forskningsspørsmål. Det er slik sett også mulig å kunne styrke, eller svekke, tidligere fremkomne hypoteser om temaet.

⁴¹ Se kapittel 3

4.1.1 Grafisk fremstilling av spørreundersøkelse - Systematisering og gruppering

Spørsmålene i spørreundersøkelsen kan klassifiseres som generelle sentrale faktorer/attributter for en investor ved investering i en SMB.

Disse generelle faktorene/attributtene kan så deles inn i 4 hovedkategorier:

- 1. Ledelses egenskaper hos ledelsen i selskapet. (spm. 1-4 og 6, spm. 10 og spm. 21).**
- 2. Markedsrelaterte egenskaper/attributter. (spm. 7, 9, 14 – 16).**
- 3. Økonomiske attributter. (spm. 11, 13, 17, 18).**
- 4. Andre egenskaper/attributter. (spm. 8, 12, 19, 20, 22).**

Det er spørsmål i undersøkelsen som både går på egenskaper hos ledelsen og samtidig går på rene fagkunnskaper. Spørsmålet blir da om en skal klassifisere alt som heter noe om ledelse som ledelses egenskaper eller om en skal kategorisere de enkelte spørsmålene etter hvilke attributter det faktisk spørres om. Jeg har valgt det siste alternativet fordi jeg mener det gir den mest riktige og presise kategoriseringen. Imidlertid er noen av spørsmålene som omhandler ledelses egenskaper, også relatert til fagkunnskap. Så konklusjonen er at denne avgrensningen ikke er absolutt.

Verdien for gjennomsnittet av de fire respondentene, er søylen lengst til høyre. Det er den som er mest interessant, siden alle fire respondenter opererer i tilnærmet samme marked.

Spørsmålene i spørreundersøkelsen er forsøkt stilt så presist som mulig, for å unngå feiltolkninger og misforståelser. Et mulig unntak fra dette er muligens spørsmål 21- «Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter». Dette er et spørsmål som er relativt vagt utformet og kan gi rom for tolkninger av hva de ulike respondentene legger i begrepet personlige egenskaper/karakter. Dette spørsmålet er også stilt i dybdeintervjuet, for at respondentene som deltok der, skulle ha mulighet til selv å definere hva de legger i begrepet.

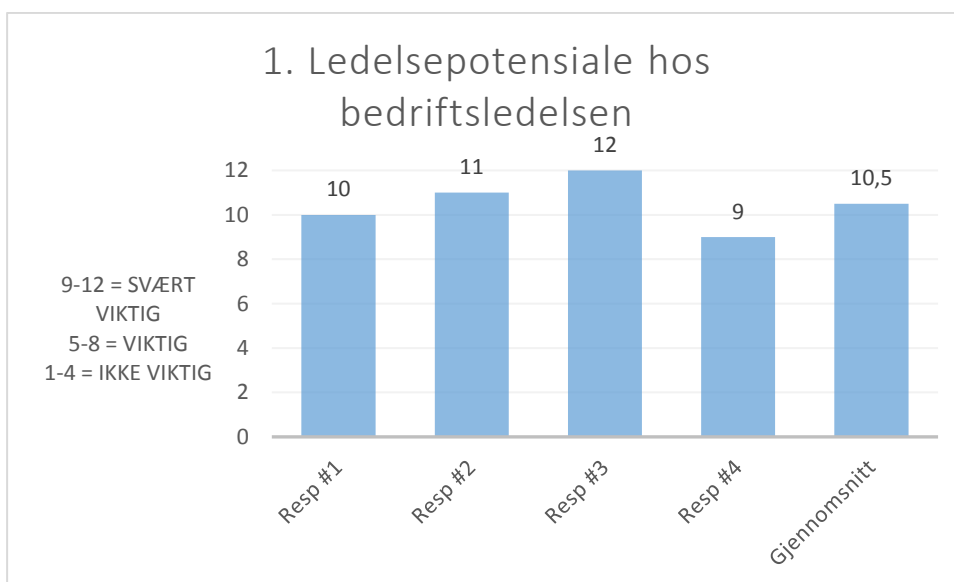
Dette spørsmålet er det eneste spørsmålet som ikke er fra Landstrøms undersøkelse.

Begrepet personlige egenskaper/karakter. Går på rent menneskelige egenskaper og må avgrenses mot faglige egenskaper og kvalifikasjoner. Grunnen til at jeg har med dette spørsmålet er at en PE-investor synes å legge stor vekt på menneskelige relasjoner som personkjemi og tillit. Det jeg har hatt som tanke med begrepet personlige egenskaper/karakter,

og spørsmålet, er at her er det rom for å kunne klassifisere og gi en vurdering av blant annet; lederen/selskapsledelsens evne til å tåle motgang, lære av sine feil, sosiale egenskaper, nysgjerrighet, evne til empati, tålmodighet og ikke minst – samarbeidsevner. Kort sagt, mange egenskaper/attributter som langt på vei definerer hvilken type menneske en investor har foran seg når han skal gjøre en potensiell investeringsbeslutning.

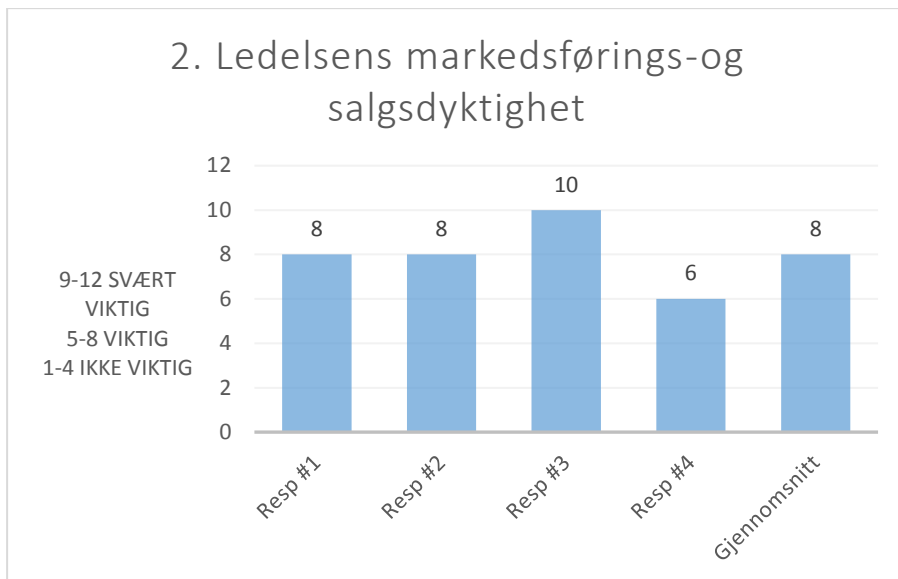
4.1.2 Ledelses egenskaper hos ledelsen i selskapet

- Ledelsepotensial hos bedriftslederen (spm. 1).
- Ledelsens markedsførings og salgsdyktighet (spm. 2)..
- Bedriftslederens meritter/track record (spm. 3).
- Identifisert bransjekompetanse hos bedriftslederen (spm. 4).
- Ledelsens organisasjons- /administrative dyktighet (spm. 6).
- Ledelsens produksjons-/prosess dyktighet (spm. 10).
- Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter (spm. 21).



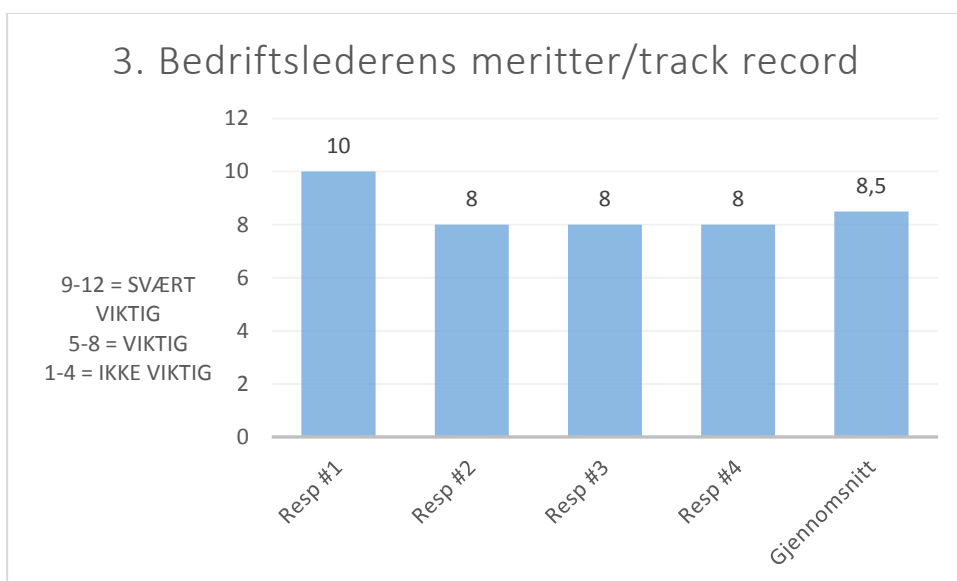
Figur 4-13. Ledelsepotensiale hos bedriftslederen

Dette spørsmålet har en høy gjennomsnittscore på 10,5. Basert på tidligere forskning, og de supplerende dybdeintervjuene så er ikke dette overaskende.



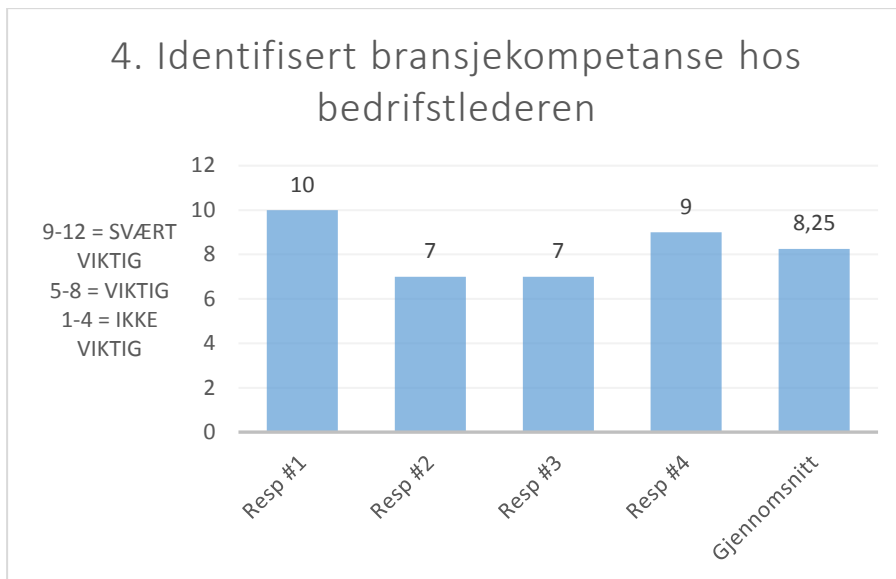
Figur 4-14. Ledelsens markedsførings- og salgsdyktighet

Dette spørsmålet sier noe om hvordan respondentene verdsetter ledelsens markedsførings- og salgs skills. 8 er en relativ høy gjennomsnittscore på.



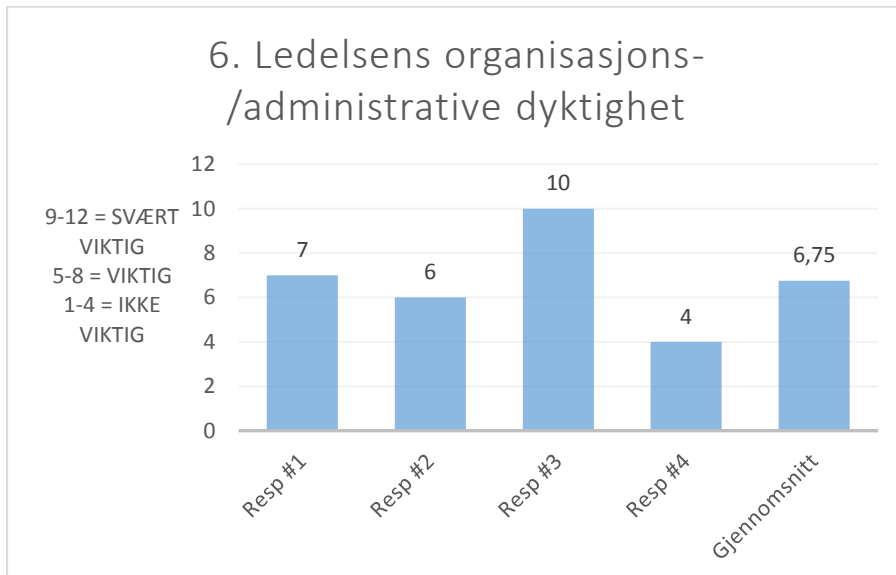
Figur 4-15. Bedriftslederens meritter/track record

Hvordan bedriftslederens performance har vært tidligere, er alltid svært relevant. Men samtidig må en tolke tidligere meritter/track record med edruelighet. Spesielt hvis det er en kort track record. 8,5 er en relativ høy gjennomsnittscore på dette attributtet, og her har respondentene i stor grad vektet viktigheten likt.



Figur 4-16. Identifisert bransjekompetanse hos bedriftsledelsen

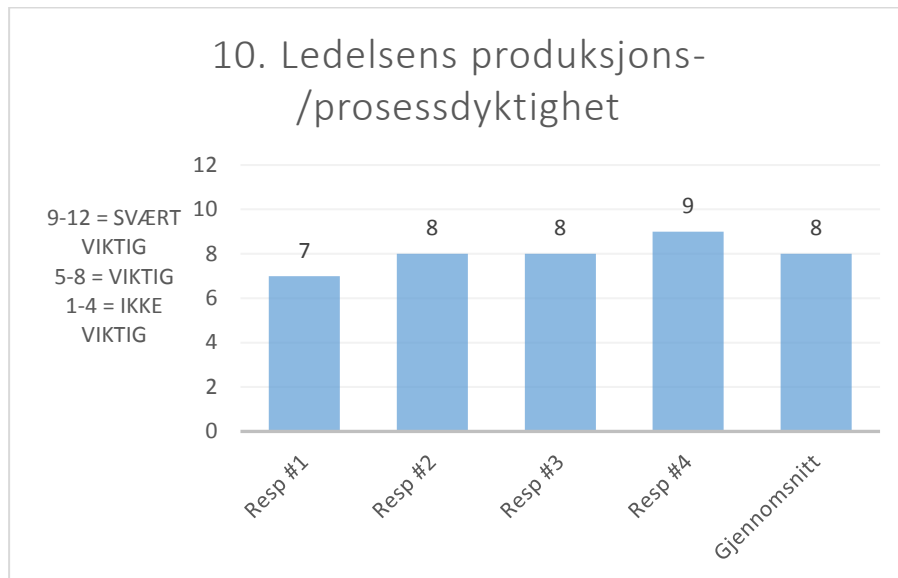
Dette attributtet er ansett som viktig, og grenser helt opp til svært viktig på likert skalaen, 8,25 er en relativ høy gjennomsnittscore. Her har også respondentene i vesentlig vært grad enige, og i samsvar med hverandre vedrørende viktigheten av dette attributtet.



Figur 4-17. Ledelsens organisasjons-/administrative dyktighet

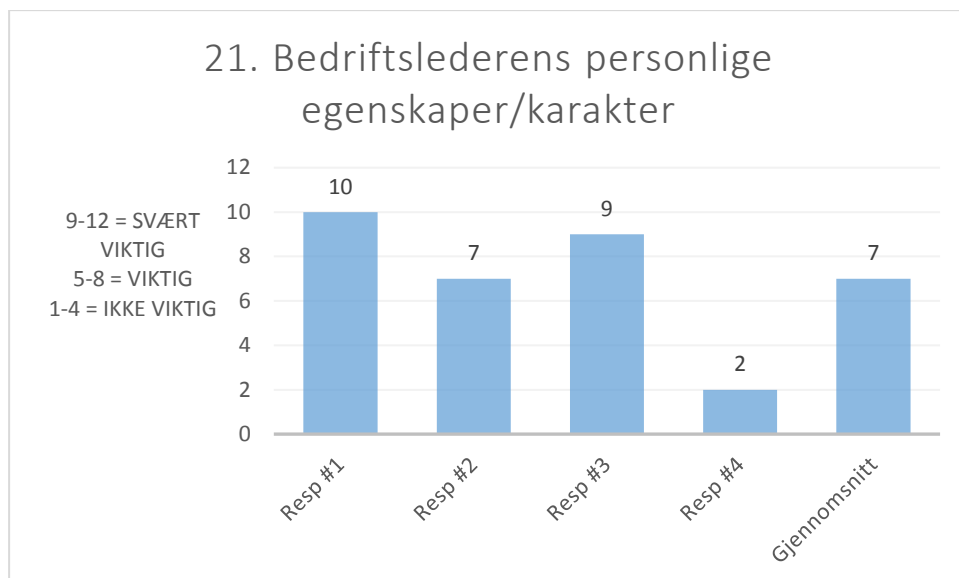
Gjennomsnittscoren på 6,75 forteller oss at respondentene mener dette attributtet er viktig. Imidlertid er det et visst avvik mellom respondent #3 og #4. det hadde vært interessant å fått et dybdeintervju med respondentene #3 og #4 for å få en begrunnelse. Særlig interessant

hadde det vært å få en begrunnelse fra respondent #4, for hvorfor han mener ledelsens organisasjons/administrative dyktighet ikke er viktig.



Figur 4-18. Ledelsens produksjons/prosessdyktighet

Her er det høy gjennomsnittsscore, og alle respondenter ligger på samme nivå. En gjennomsnittsscore på 8 tilsier at respondentene mener ledelsen produksjons/prosessdyktighet er viktig for dem når de skal foreta en investering.



Figur 4-19. Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter

De fleste respondentene mener «Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter» er enten viktig eller svært viktig. En gjennomsnittscore på 7 forteller oss dette. Imidlertid er respondent #4 er et stykke unna resten av utvalget når det gjelder vektingen av viktigheten vedrørende dette attributtet. Hva begrunnelsen for dette er, hadde vært nyttig å vite.

Oppsummering av «Ledelses egenskaper hos ledelsen i selskapet»:

Ledelsesegenskaper er ansett som en viktig egenskap/attributt for en investor som vurderer å investere i en SMB. Samlet gjennomsnittsscore for denne gruppen er 57, noe som gir en gjennomsnittsscore for denne gruppen på **8,14**. ($57/5 = 8,14$)

Lederskapskriterier/ lederskaps attributter har fått høy score i den kvantitative undersøkelsen, det er noe som en PE-aktør legger stor vekt på – evne til å lede et selskap og en gruppe mennesker. Viktigheten av å ha de riktige folkene, med de riktige egenskapene og kvalifikasjonene i ledelsen av et selskap, er nærmest selvforklarende. Fordi det er i ledelsen av et selskap de viktigste beslutningene tas og det er i ledelsen en har mulighet å påvirke utviklingen mest.

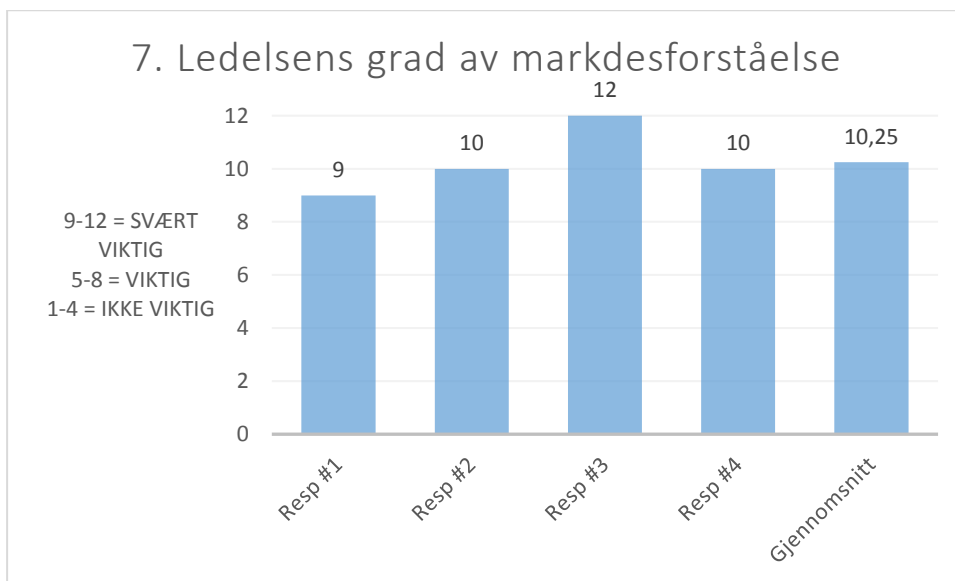
«Ledelse er også påvirke atferd indirekte gjennom å være sentral av utforming av mål, strategier og formelle strukturer (organisasjonsdesign) og i å påvirke kultur og håndtere uformelle maktforhold» (Jacobsen & Thorsvik, 2013, s. 23).

Dette må antagelig også ses i sammenheng med at PE aktøren eier en mindre eierandel i selskapet, og de vil derfor ha begrensede muligheter til å fjerne en daglig leder og andre nøkkelpersoner i selskapet.

Dersom en ser det fra en agentteoretisk vinkling, så opptrer investorene i undersøkelsen delvis som en «principal» i styringen og kontrollen over de investeringsprosjektene de er involvert i.

4.1.3 Markedsrelaterte egenskaper/attributter

- Ledelsens grad av markedsforståelse (spm. 7).
- Markedets vekstpotensial (spm. 9).
- Markedets størrelse (spm. 14).
- Mulighet for markedspenetrering (spm. 15).
- Produktet/tjenesten evt. teknologiens unikhhet (spm. 16).



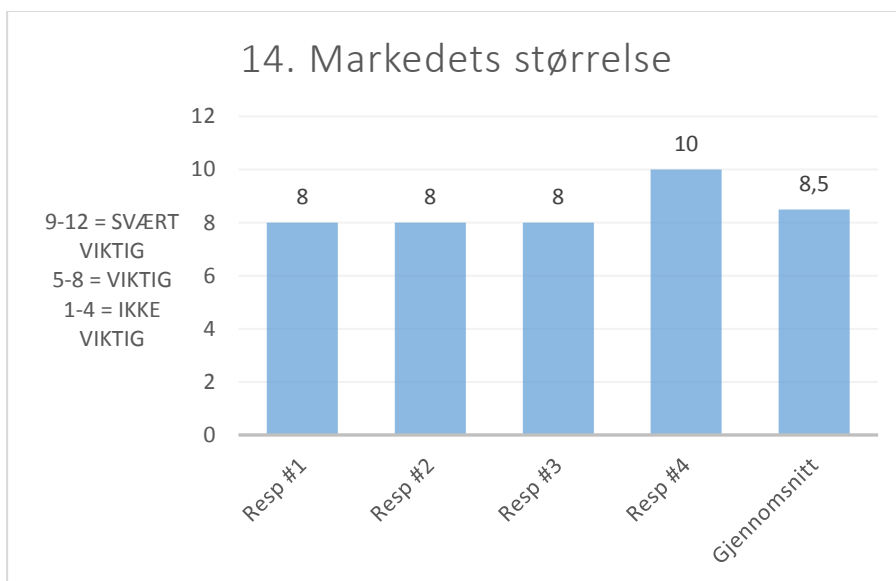
Figur 4-20. Ledelsens grad av markedsforståelse

Dette attributtet har fått en høy gjennomsnittscore – 10,5. Noe som gjør at respondentene mener ledelsens grad av markedsforståelse er svært viktig for dem når de skal foreta en investering.



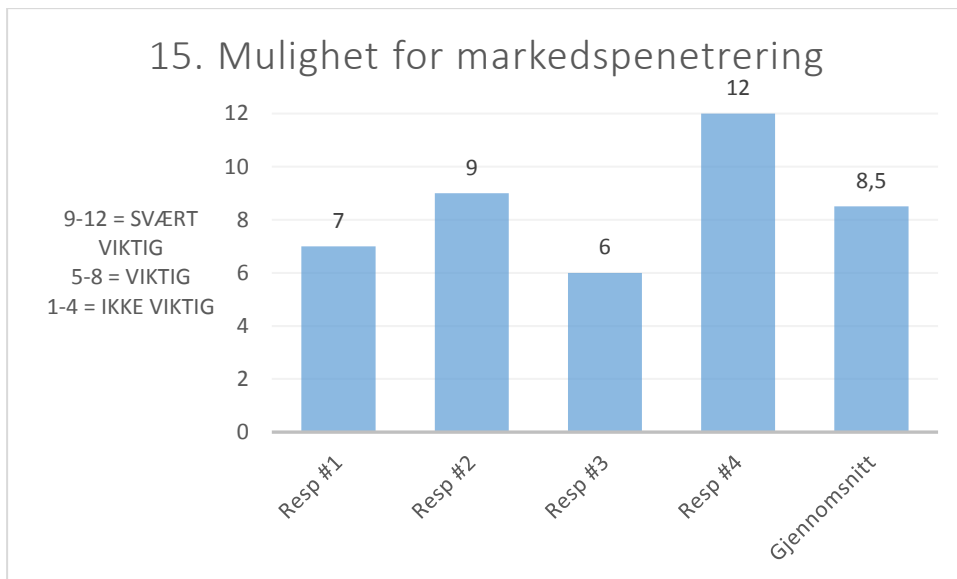
Figur 4-21. Markedets vekstpotensial

Markedets vekstpotensial er ansett som svært viktig for respondentene. En gjennomsnittsscore på 9,75 bekrefter dette.



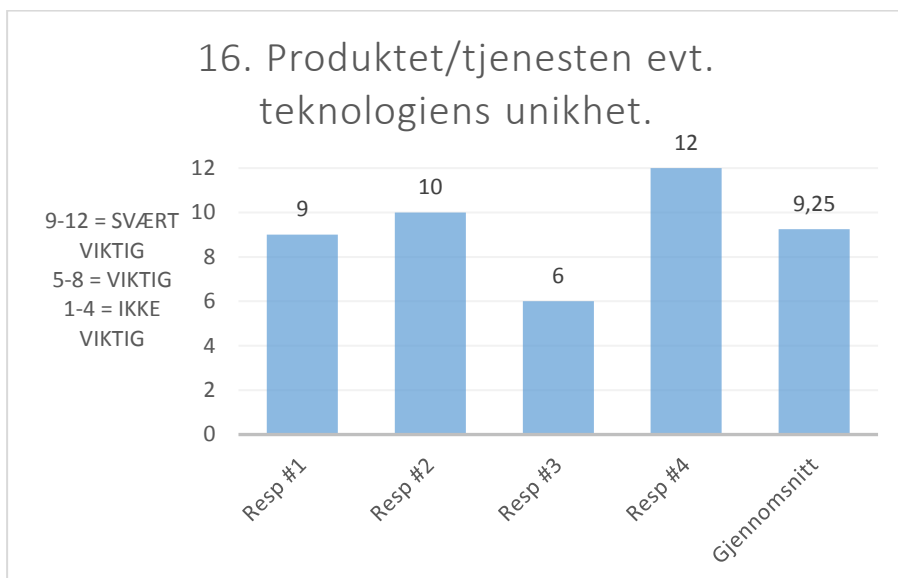
Figur 4-22. Markedets størrelse

Markedets størrelse har fått en gjennomsnittsscore på 8,5. noe som plasserer den helt øverst i «viktig» skalaen, helt på grensen til å bli klassifisert som «svært viktig».



Figur 4-23. Mulighet for markedspenetrering

Mulighet for markedspenetrering, har også fått en høy gjennomsnittsscore. En gjennomsnittsscore på 8,5, noe som plasserer den helt øverst i «viktig» skalaen.



Figur 4-24. Produktet/tjenesten evt. teknologiens unikhet

Å ha et unikt produkt/tjeneste/teknologi, er ofte ansett som et konkurransefortrinn.

Respondentene i undersøkelsen er av samme oppfatning, og har gitt det en gjennomsnittsscore på 9,25. Respondent # 3 har svart noe lavere enn gjennomsnittet. Det hadde også her,

muligens vært oppklarende dersom jeg hadde fått et dybdeintervju med respondent # 3 som kunne gitt en forklaring på at han gir et slikt attributt en score på 6.

Oppsummering markedsrelaterte egenskaper/attributter

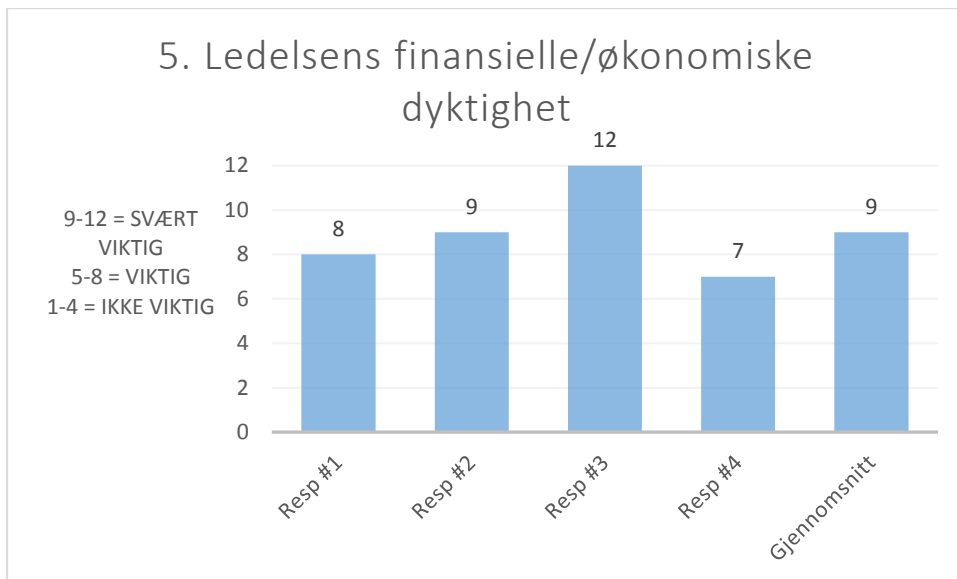
Markedsrelaterte egenskaper/attributter som gruppe har en samlet score på 46,25. noe som gir en gjennomsnittsscore for denne gruppen på **9,25**. ($46,25/5 = 9,25$).

Markedsrelaterte egenskaper er viktige, fordi de sier en hel del om kommersialisering av investeringen. Dette gjenspeiler seg også i svarene til respondentene, gjennomsnittscoren i disse spørsmålene indikerer at markedsrelaterte attributter er ansett som enten øverst i «viktig» skalaen – spm. 14 og 15, eller svært viktige

Respondent # 3 har plassert spørsmålene i denne kategorien midt på likert skalaen under det som han anser er en «viktig» attributt. De hadde vært interessant å høre en utdypende forklaring på hvordan han hadde resonnet i forhold til disse spørsmålene. Særlig i forhold til spørsmål 9 - vedrørende markedets vekstpotensial og også spørsmål 15 – muligheter for markedspenetrering. Imidlertid var respondent # 3 en av de som ikke ønsket å delta i et kvalitativt dybdeintervju.

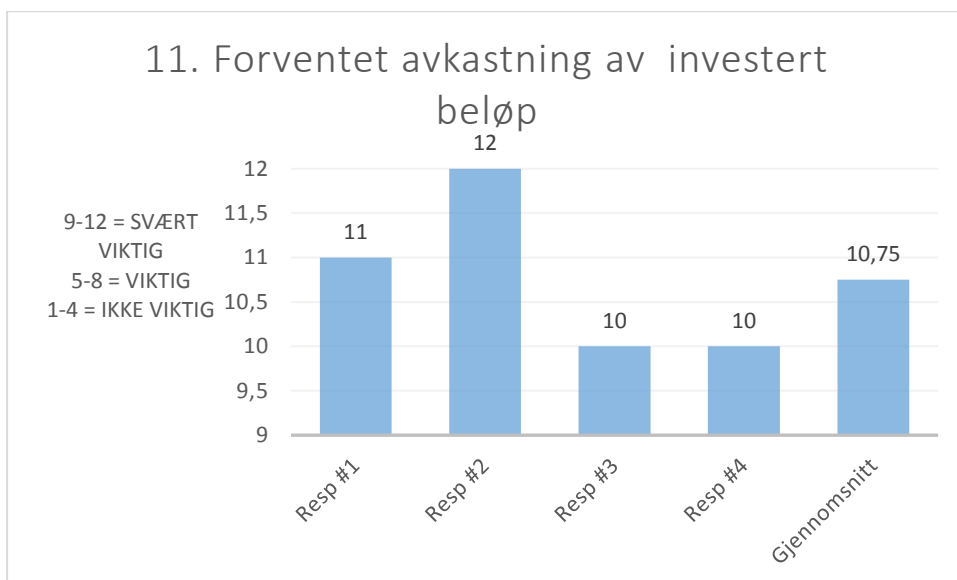
4.1.4 Økonomiske attributter

- Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet (spm. 5).
- Forventet avkastning av investert beløp (spm. 11).
- Tidshorisont til break-eaven på investeringsbeløpet (spm. 13).
- Bedriftens muligheter for og størrelsen på evt. beløp, for ytterligere finansielle behov i fremtiden (spm. 17).
- Muligheter for evt. med investering/saminvestering fra andre investorer (spm. 18).



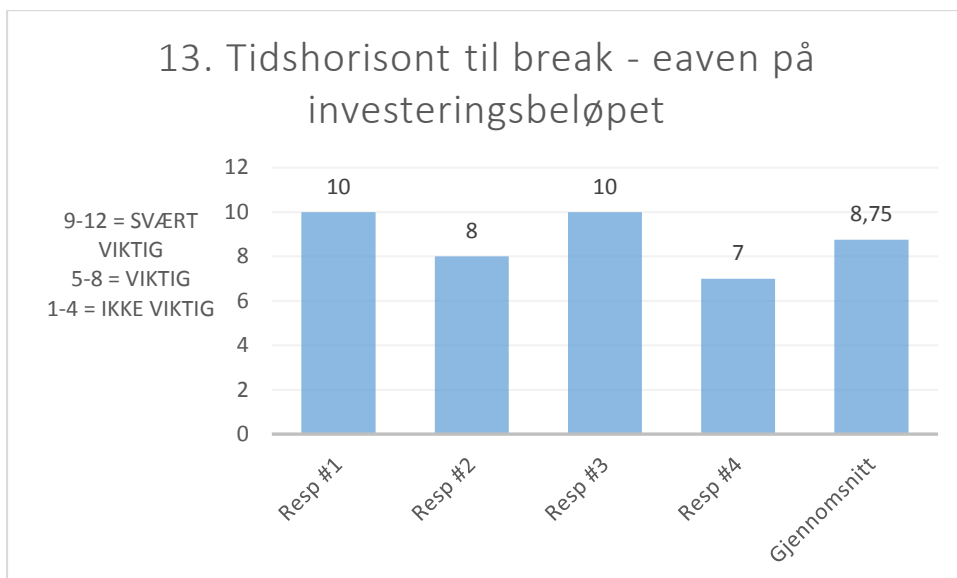
Figur 4-25. Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet

Det ligger i kortene at de som leder et selskap og tar sentrale avgjørelser, bør kunne behandle penger og økonomi. Dette bekreftes av respondentene ved attributtet har fått 9, som er en høy gjennomsnittsscore.



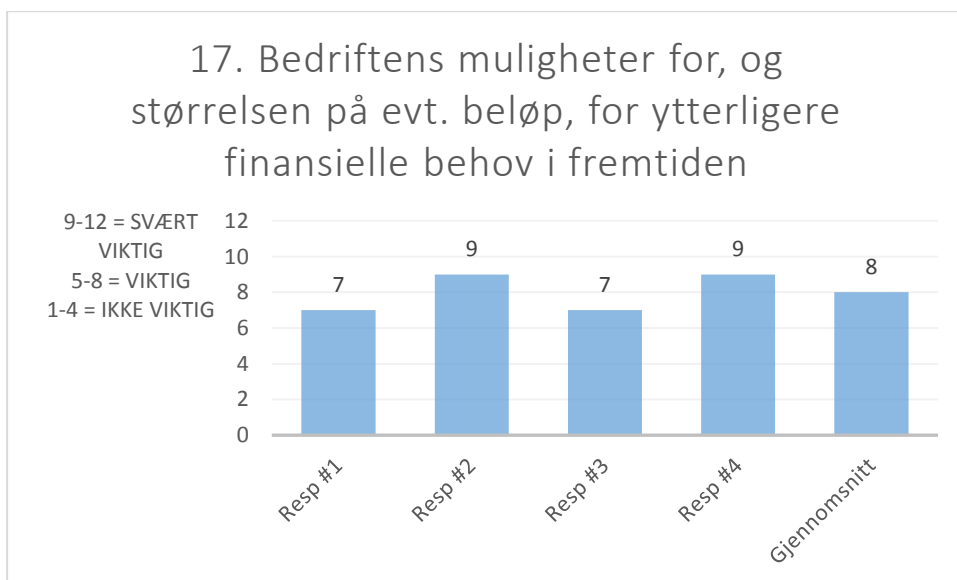
Figur 4-26. Forventet avkastning av investert beløp

Hvordan avkastningen av investeringen blir, er ikke særlig overraskende, gitt en skyhøy score hos respondentene. En score på 10,75 plasserer den i det øvre sjikt i likert skalaen under det som anses som «svært viktig» for en investor ved investering.



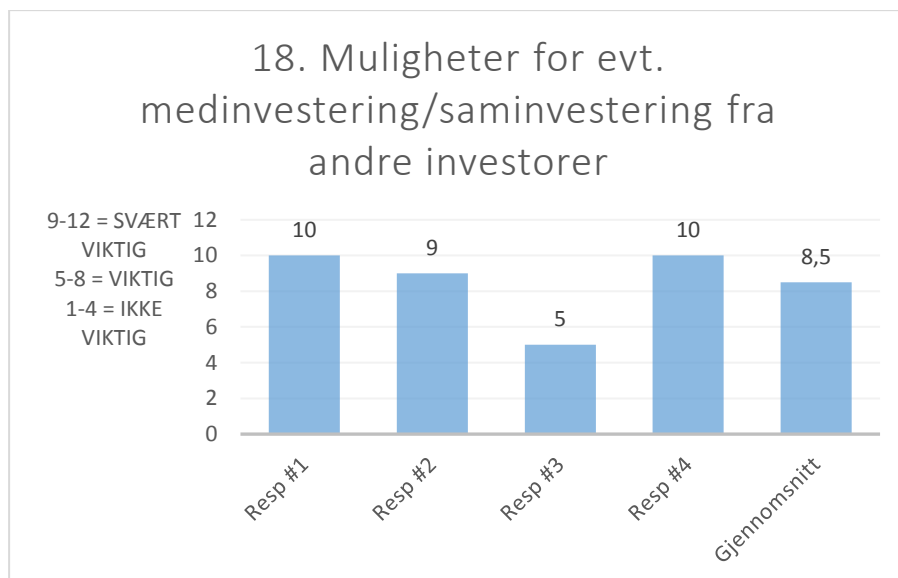
Figur 4-27. Tidshorisont til break – eaven på investeringsbeløpet

Hvor lenge det tar før investor får igjen det beløp han har investert, anser respondentene til å være «viktig». Så viktig at det grenser til å være «svært viktig». En høy gjennomsnittsscore på 8,75.



Figur 4-28. Bedriftens mulighet for, og størrelsen på evt. beløp, for ytterligere finansielle behov i fremtiden

Dette spørsmålet har fått en høy gjennomsnittsscore. En gjennomsnittsscore på 8 gjør at respondentene anser dette attributtet til å være «viktig».



Figur 29. Muligheter for evt. medinvestering/saminvestering fra andre investorer

Muligheter for å gå sammen med en andre investorer for å akkumulere kunnskap og redusere risikoen, er en mulighet som respondentene synes er «viktig». En høy gjennomsnittsscore på 8,5 bekrefter dette.

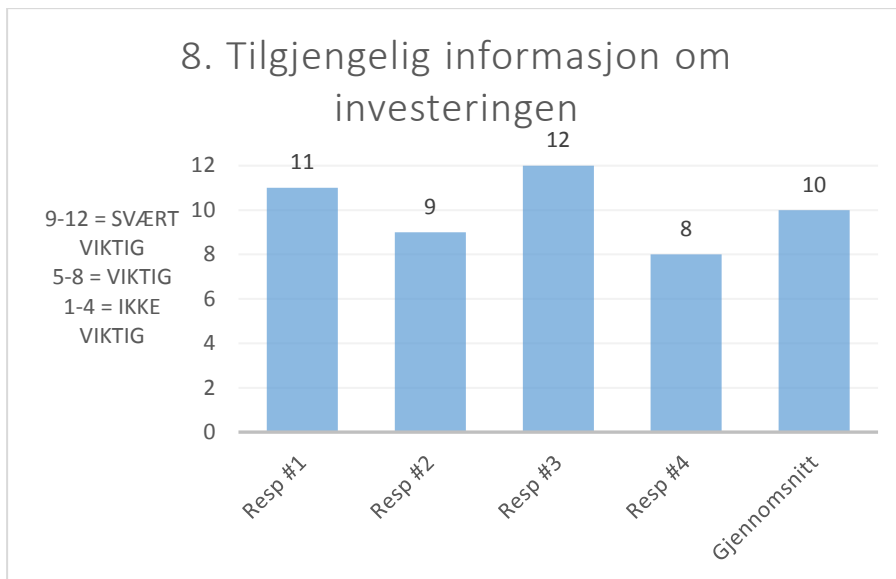
Oppsummering økonomiske attributter:

Ikke uventet så er økonomisk relaterte attributter viktig for en investor ved investor. Det gjenspeiler seg også i den relativt høye gjennomsnittsscoren. Som gruppe har økonomiske attributter fått en samlet score på 45. dette tilsier at gjennomsnittsscore for denne gruppen er **9**. ($45/5 = 9$).

Ikke uventet så er økonomisk relaterte attributter viktig for en investor ved investor. Det gjenspeiler seg også i den relativt høye gjennomsnittsscoren.

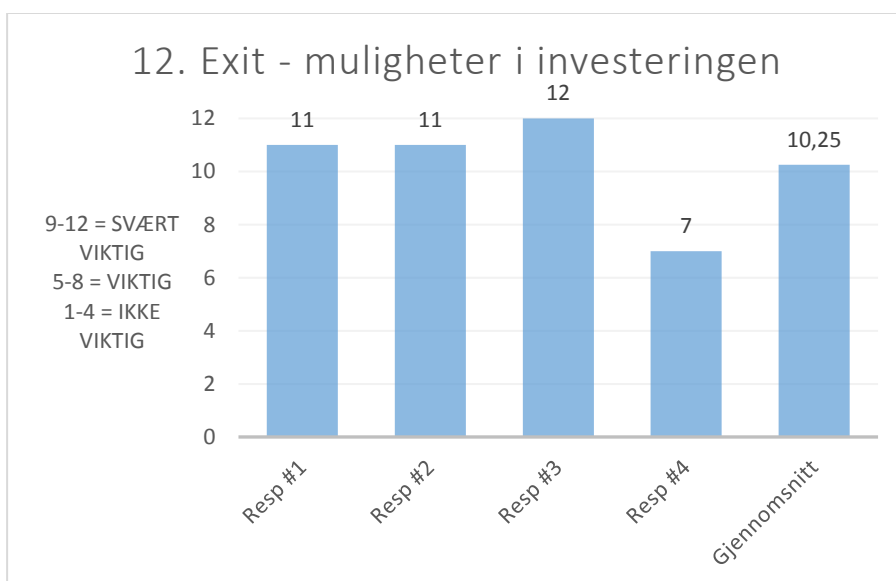
4.1.5 Andre attributter/egenskaper

- Tilgjengelig informasjon om investeringen (spm. 8).
- Exit-muligheter i investeringen (spm. 12).
- Størrelse på eierandel i selskapet/krav om aksjemajoritet i selskapet (spm. 19).
- Bedriftens lokalisering i forhold til investor (spm.20).
- Graden av innovasjon ved produktet/tjenesten/teknologien (spm. 22).



Figur 30. Tilgjengelig informasjon om investeringen

Tilgjengelig informasjon om investeringen, det vil si informasjon om relevante forhold som investor trenger å vite, har respondenten gitt en skyhøy gjennomsnittsscore på 10.



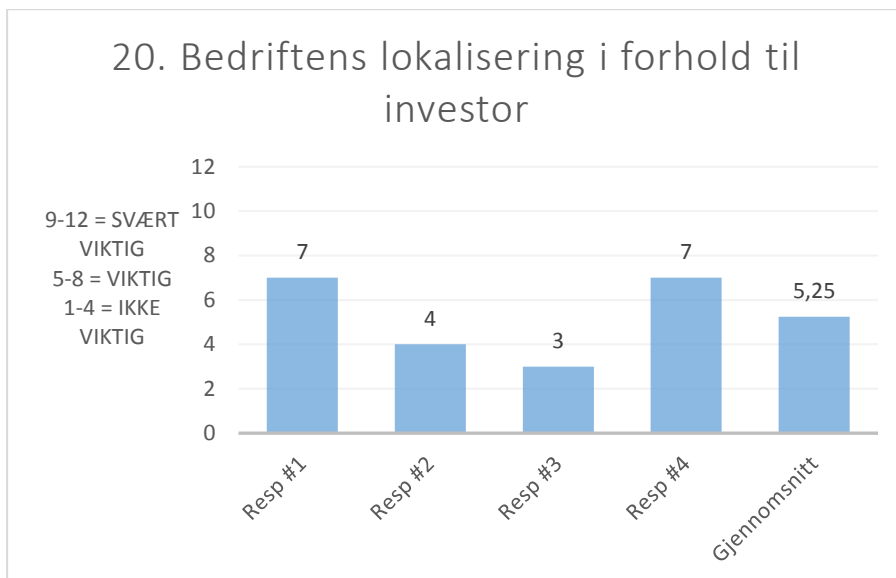
Figur 31. Exit muligheter i investeringen

Å kunne trekke seg ut av investeringen på et forhåndsgitt strategisk tidspunkt, er ansett av mine respondenter, som et svært viktig attributt. En skyhøy gjennomsnittsscore på 10,25 bekrefter dette.



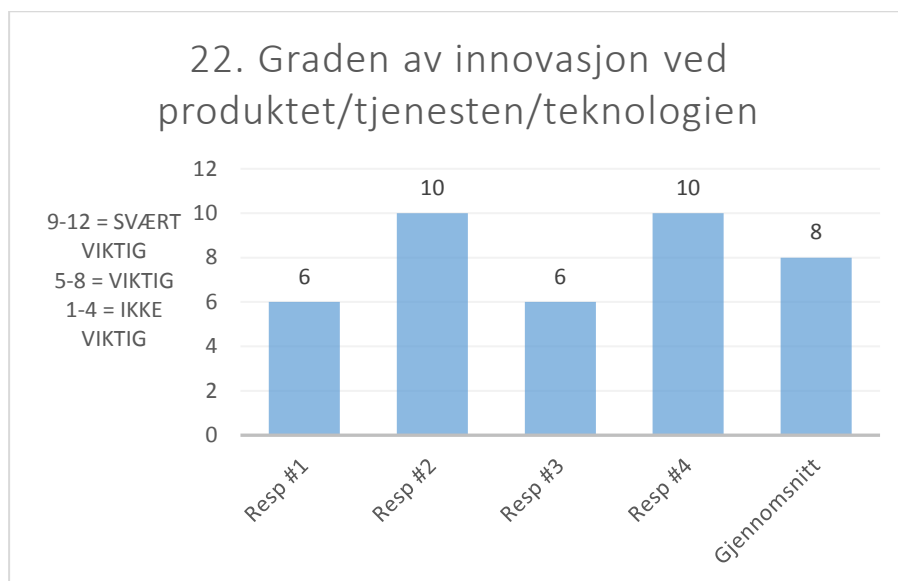
Figur 4-32. Størrelse på eierandel i selskapet/krav om aksjemajoritet

Krav om størrelse på eierandel/krav om aksjemajoritet i selskapet det investeres i, er det eneste spørsmålet som investor ikke synes er «viktig» eller synes er «svært viktig». Dette attributtet har fått en gjennomsnittsscore på 4,75.



Figur 4-33. Bedriftens lokalisering i forhold til investor

Hvor bedriftens er lokalisert i forhold til investor sin base/kontor, har respondentene vektet til å være «viktig», men likevel på nedre del av likert skalaen under kategorien «viktig». En gjennomsnittsscore på 5,25 forteller oss dette.



Figur 4-34. Graden av innovasjon ved produktet/tjenesten/teknologien

Graden av innovasjon ved produktet/tjenesten/teknologien, har fått en høy gjennomsnittsscore. Respondentene har gitt dette attributtet en gjennomsnittsscore på 8, noe som tilsier at de kategoriserer dette som «viktig».

Oppsummering andre egenskaper/attributter.

Andre egenskaper/attributter har fått en samlet score på 38,25. dette betyr at denne gruppen har en gjennomsnittsscore på **7,65**. ($38,25/5 = 7,65$)

På spørsmål 20, «bedriftens lokalisering i forhold til investor», så svarer respondent # 2 og # 3 med tallscorene 4 og 3, hvilket indikerer at dette ikke er viktig for dem ved en potensiell investeringsbeslutning.

Dersom investor er lokalisert langt fra investeringen og de personene han skal jobbe relativt tett med, så krever det antagelig noe reisevirksomhet og det betyr antageligvis at en ikke får den tette oppfølgingen og monitoreringen som er typisk for en PE-investering.

Imidlertid kan en god del av dette avhjelpes med andre monitorerings-verktøy, for eksempel rapporteringer, måneds- og kvartalsrapporter, årsregnskap og Skype samtaler samt at investor har en mann i styret i selskapet fra sin organisasjon

Fra et agent – Principal synspunkt, og tatt i betraktning at de ønsker å være aktive eiere (ønske om aktivt eierskap gjelder for respondent #2), så er svaret på spm. 20 noe som jeg gjerne skulle hatt en nærmere forklaring på fra respondentene i hvordan de hadde tenkt her, spesielt fra respondent # 2.

Det svaret som er minst overraskende fra denne kategorien, er at respondentene har en slags konsensus om at størrelse på eierandel i selskapet/krav om aksjemajoritet i selskapet spm. 19, er mindre viktig, indikert på gjennomsnittscoren. Dette henger antageligvis sammen med at en PE-aktør er mindre interessert i å ta kontrollen over et selskap, med mindre det er en Buyout.⁴²

4.1.6 Rangering av attributter egenskaper etter gruppe.

Rangering av attributter egenskaper etter gruppe -	Gjennomsnittsscore
1. Markedsrelaterte egenskaper/attributter.	9,25
2. Økonomiske attributter.	9
3. Ledelses egenskaper hos ledelsen i selskapet.	8,14
4. Andre egenskaper/attributter	7,65

Oppsummering: Rangering av attributter egenskaper etter gruppe.

Det interessante er at av de fire attributtene/egenskapene som har fått høyest gjennomsnittscore alene; *Forventet avkastning av investert beløp*, *Ledelsespotensial hos bedriftslederen* og *Exit-muligheter i investeringen*, og *Ledelsens grad av markedsforståelse*, så er det bare *Ledelsens grad av markedsforståelse* som befinner seg i gruppen som har fått høyest score - Markedsrelaterte egenskaper/attributter. De tre andre befinner seg i gruppen med «Ledelseegenskaper hos ledelsen i selskapet», «Økonomiske attributter» og «Andre egenskaper/attributter».

⁴² Se Kapittel 2.6

4.2 Analyse av sentrale funn i spørreundersøkelse

Som det fremgår av resultatet av spørreundersøkelsen, så er det åtte spørsmål som har fått en score på 9 - 12 poeng.

Tre av spørsmålene som har fått en score som klassifiserer dem som svært viktige, går direkte på bedriftslederen/gründeren sine faglige- og dels personlige egenskaper. Herunder bedriftslederen/gründerens; ledelsespotensial, finansielle/økonomiske dyktighet og grad av markedsforståelse, spørsmål 1,5 og 7.

De andre spørsmålene som har fått tilstrekkelig høy score som klassifiserer de til å være svært viktige for en investor ved en potensiell investeringsbeslutning, går på egenskaper ved markedet, det vil si; markedets vekstpotensial, tilgjengelig informasjon om investeringen, egenskaper ved produktet/tjenesten som skal selges i bedriften. Og ikke overraskende, er det exit-muligheter ved investeringen og forventet avkastning av investert beløp som også topper listen, henholdsvis spørsmål 9,8,16,12 og 11.

Av pedagogiske- og framstillingsvennlige hensyn, vedlegger jeg en uttømmende liste over spørsmålene, der de funnene som er med på å svare på forskningsspørsmålet mitt, er markert med fet skrift.

Spørsmålet som ønsket besvart av respondentene ble formulert på følgende måte:

«Basert på følgende kriterier, hvordan vil du rangere hva som er viktigst for Dere ved potensiell investering i SMB, basert på overnevnte poengskala.

Ikke viktig Viktig Svært viktig

(1 – 2 – 3 – 4) (5 – 6 – 7 – 8) (9 – 10 – 11 – 12)

Bruk tallene fra 1-12, der 1 er lavest og 12 er høyest».

<u>Egenskaper/kvaliteter/attributter</u>	<u>Poengscore</u>
1. Ledelsespotensial hos bedriftslederen.	10,5
2. Ledelsens markedsførings og salgdyktighet.	8
3. Bedriftslederens meritter/track record.	8
4. Identifisert bransjekompetanse hos bedriftslederen.	8

5.	Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet.	9
6.	Ledelsens organisasjons- /administrative dyktighet.	6,75
7.	Ledelsens grad av markedsforståelse.	10,25
8.	Tilgjengelig informasjon om investeringen.	10
9.	Markedets vekstpotensial.	9,75
10.	Ledelsens produksjons-/prosess dyktighet.	8
11.	Forventet avkastning av investert beløp.	10,75
12.	Exit-muligheter i investeringen.	10,25
13.	Tidshorisont til break-eaven på investeringsbeløpet.	8,75
14.	Markedets størrelse.	8,5
15.	Mulighet for markedspenetrering.	8,5
16.	Produktet/tjenesten evt. teknologiens unikhhet.	9,25
17.	Bedriftens muligheter for og størrelsen på evt. beløp, for ytterligere finansielle behov i fremtiden.	8
18.	Muligheter for evt. medinvestering/saminvestering fra andre investorer.	8,5
19.	Størrelse på eierandel i selskapet/krav om aksjemajoritet i selskapet.	4,75
20.	Bedriftens lokalisering i forhold til investor.	5,25
21.	Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter.	7
22.	Graden av innovasjon ved produktet/tjenesten/teknologien.	8

4.2.1 Ledelsespotensial hos bedriftseieren – spm. 1

Kriteriet «ledelsespotensial hos bedriftsledelsen», har scoret høyt på undersøkelsen – 10,5. Det tilsier at respondentene har ansett dette kriteriet for å være «svært viktig».

Utdypende forklaring på hva respondentene selv legger i begrepet «ledelsespotensial hos bedriftseieren», vil kunne bli utdypet, hva gjelder to av respondentene under det kvalitative dybdeintervjuet.

Det har etter hvert utviklet seg en slags konsensus blant mange forskere om hva definisjonen på ledelse er:

«Ledelse er en spesiell atferd som mennesker utviser i den hensikt å påvirke andre menneskers tenkning» (Yukl, 2013) og (Jacobsen & Thorsvik, 2013).

Det ligger i kortene, at et foretak har størst sjanse til å lykkes, dersom det innehar en eller flere ressurspersoner som har kapasitet til å drive selskapet og som har gjennomførings evne og -vilje til å kunne fatte beslutninger og drive vanskelige og kompliserte prosesser. Det vil si personer som innehar visse entreprenør- og forretningsmessige egenskaper. Hva disse «entreprenør- og forretningsmessige egenskaper» tilknyttet et «ledelsespotensial» går ut på, er nærmere behandlet inngående i tidligere forskning. Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) og Sudek (2006) mener alle at ledelsespotensial og lederevne, er svært viktige egenskaper hos en bedriftsleder/entreprenør.

Mange entreprenører i høyteknologiske foretak har stor teknisk og faglig kunnskap, men har liten eller ingen ledelseskunnskaper i det å lede et selskap (D. J. Cumming, 2005). Dette henger sammen med det (Jacobsen & Thorsvik, 2013) sier om de som får en lederstilling, spesielt internt i en mindre organisasjon. Disse blir ofte ledere fordi de er flinke fagpersoner. Og når de så blir ledere med store resultat- og personalansvar, blir det ofte utfordringer, fordi de enten ikke har ledelseevner eller ledelseskunnskaper. Mye av det samme resonnement kan ofte være gyldig på en oppstarts entreprenør. Der det er hans ideer og fagkunnskap som har ført til selskapets fødsel og eksistens, og det er ikke gitt at han har de ledelseevnene og ledelsepotensialet som kreves for å lede en organisasjon av en viss størrelse.

En leder som skal kunne inspirere og lede andre mennesker, møter ofte jevnlig på mange små og store utfordringer av alle mulige slag, som må løses på en god måte. Derfor er det også relevant å se på lederen sin motivasjon for å lykkes, som en del av de egenskapene som gjør han til en god leder.

Entusiasme, engasjement og drivkraft hos bedriftseieren/entreprenøren er ifølge Sudek (2006) sin studie viktige kriterier som sier noe om en person har det som trengs for å kunne lede en organisasjon. Forretningsmannen og investoren Petter Stordalen eier Strawberry, et konsern som blant annet eier den mer kjente hotellkjeden Nordic Choice Hotels. Han mener at engasjement er en av forutsetningene for å lykkes som leder. Fordi; dersom man som leder ikke er entusiastisk om det produktet man skal selge og har interesse og engasjement, så kan

man ikke forvente at man skal kunne få sine ansatte til å bli det heller (Stordalen & Forsang, 2019).

MacMillan et al. (1985) sin forskning, viser at entreprenøren/bedriftseierens drivkraft, er det aller viktigste attributtet. Khan (1987) sin studie vektlegger at entreprenøren/bedriftseieren må ha en sterk vilje og drivkraft for å lykkes som leder.

Å kunne bedømme en bedriftseiers «ledelsespotensial» kan være vanskelig for en person utenfor organisasjonen. En av måtene en investor kan finne mer ut av dette på er gjennom å kjenne til bedriftseierens track-record, for å kunne danne seg et bilde av bedriftseierens erfaring (Riquelme & Rickards, 1992).

Risiko og potensiell fortjeneste er ting som henger sammen, sett fra et finansielt og økonomisk perspektiv. Derfor vil evnen til å håndtere risiko, være en naturlig del av det å ha det øverste lederansvaret i en organisasjon, og slik sett være en del av begrepet «ledelsespotensial». Dette er noe investorer legger stor vekt på, når de vurderer en bedriftseiers «ledelsespotensial» (MacMillan et al., 1985).

Forskningen til Muzyka, Birley og Leleux (1996) viser at «ledelsesevner» hos bedriftsledelsen i selskapet, er et svært viktig kriterium som investor legger stor vekt på ved en potensiell investering.

Konklusjonen er at svarene til respondenten i undersøkelsen er i samsvar med tidligere forskning.

4.2.2 Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet – spm. 5

Kriteriet/attributtet «Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet» har en score på 9 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert, av respondentene, til å være et «svært viktig» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke.

Begrepet «Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet» er nærmest selvforklarende. Det betyr hvor flink og dyktig ledelsen i selskapet er til å forvalte og utvikle den kapitalen som selskapet rår over, samt hvordan de evner å gjøre de riktige og nødvendige økonomiske grepene, som en bedrift trenger for å kunne drive på en økonomisk sunn og bærekraftig måte.

Denne attributtet har scoret relativt høyt i Landström (1997) undersøkelse. Nærmere bestemt som nr. 8, viktigste, rangert blant 34 andre kriterier, for en investor som skal vurdere en

investeringsmulighet. I undersøkelsen til Harrison et al. (1994) så er den også et viktig attributt for en investor.

Svaret til respondentene er i samsvar med tidligere funn i lignende forskning.

4.2.3 Ledelsens grad av markedsforståelse – spm. 7

Kriteriet/attributten «*ledelsens grad av markedsforståelse*» har en score på 10,25 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert, av respondentene, til å være et «svært viktig» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke.

Kunnskaper om markedet som bedriften skal operere i er naturlig nok viktig. Det at en bedriftseier har bred kunnskap innen det marked bedriften skal operere i, blir tillagt stor vekt av potensielle investorer (Sudek, 2006).

I Landström (1997) sin studie, ble attributten rangert som syvende viktigste av totalt 34 kriterier. Det gjør den til å være ansett som en «*svært viktig*» egenskap av investorer.

Respondentene i min undersøkelse, er i samsvar med øvrig forskning hva angår dette kriteriet.

4.2.4 Tilgjengelig informasjon om investeringen – spm. 8

Kriteriet/attributten «*Tilgjengelig informasjon om investeringen*» har en score på 10 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert, av respondentene, til å være et «svært viktig» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke.

Begrepet «*tilgjengelig informasjon om investeringen*», dekker et vidt spekter av informasjon.

Imidlertid vil det i dette spørsmålets kontekst, mene den informasjon som investor trenger, og synes er relevant for å kunne ta en beslutning om finansiering. Informasjon om selskapet det potensielt skal investeres i, er ofte mer tilgjengelig enn for eksempel informasjon om bedriftsledelsens personlige egenskaper. Offentlig tilgjengelig årsregnskap, vil kunne gi en pekepinn på bedriftens økonomiske track-record, kapasitet og ytelse.

For de selskap som er børsnotert, vil enkelte kunne hevde at markedsprisen, det vil si den prisen aksjen har på børsen, er den riktige. Basert på utgangspunktet til effisiensteorien er at aksjekursen alltid er riktig priset (Malkiel & Fama, 1970).

Informasjon om investeringen, er ofte noe som lar seg avklare i fase 2 og 3 – deal screening og deal evaluation, basert på Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) sin studie om investors aktivitet før investering.

I Landström (1997) sin studie, ble attributten «*Tilgjengelig informasjon om investeringen*», rangert som 5 viktigste kriterier av totalt 34.

Konklusjon av analysen av dette kriteriet, er at det er ansett som et svært viktig kriterium både av respondentene som har deltatt i min undersøkelse og av øvrig forskning vedrørende samme tema.

4.2.5 Markedets vekstpotensial – spm. 9

Kriteriet/attributten «*markedets vekstpotensial*» har en score på 9,75 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert, av respondentene, til å være et «svært viktig» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke.

Markedets egenskaper, herunder også vekst og vekstpotensial. Kan ha betydning for en idé eller et produkt eller tjenestes utfall. For å kunne vurdere om et marked har et vekstpotensial, må en også undersøke og ta i betraktning hvor stort markedet er, og hvor vanskelig det vil være å penetrere, både for selskapet og for konkurrentene. Dette dersom en ser bort fra rene Blue-Ocean markeder, som i hvert fall i en periode, befinner seg uten konkurranse og slikt sett har et relativt positivt vekstpotensial.

Både størrelsen på markedet og markedets vekstpotensial, er kriterier som er viktige for investorer ved beslutninger om investering (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984) (MacMillan et al., 1985) (John Hall & Hofer, 1993).

Enkelte markeder, der det ofte er stor konkurranse, kan være vanskelig å penetrere og ta markedsandeler i, mens andre markeder er det lettere å lykkes i. Det blir i så henseende også naturlig å nevne, at spørsmål 15 – «*mulighet for markedspenetrering*» fikk en score på 8.5, noe som gjør den til å være «*viktig*» og også til å grense opp mot «*svært viktig*» for en investor, ved en investeringsbeslutning.

Et stort marked har potensial til å kunne gi en stor avkastning. Imidlertid er bakdelen med et stort marked, at det kan tiltrekke seg sterke konkurrenter, ofte med store ressurser tilgjengelig. Derfor anses nisjemarkeder, i visse tilfeller, ansett for å være mer attraktive for investorer, kontra store markeder (Sudek, 2006).

Den indiske forskeren Khan (1987), hevder at risikokapitalister virker å være mer skeptiske og til dels motvillig med å gjøre investeringer i bedrifter som befinner seg i et stort marked med stor grad av konkurranse.

Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) har i sin studie fra 1983, viser til at dersom den potensielle investeringen befinner seg i et sterkt marked med stor konkurranse, så kan det alene være grunn nok for investorer til å la være å investere i selskapet/bedriften.

En annen side av samme sak viser at dersom investeringen befinner seg i et marked som er vanskelig for konkurrentene å penetrere, så vil dette anses som en fordel og et konkurransefortrinn og derigjennom gjøre investeringen være mer attraktiv for investor, MacMillan et al. (1985) tar opp dette kriteriet.

Attraktivitet ved markedet og markedets vekstpotensial, var også en av attributtene som scoret høyt ved hans Landström`s undersøkelse (Landström, 1997). Det vil si at dette var en av kriteriene som investorer la aller mest vekt på ved vurderingen av nye investeringer.

Det er også naturlig å se kriteriet «*markedets vekstpotensial*» vurdert i sammenheng med kriteriet «*forventet avkastning av investert beløp*». Dette fordi det vil ofte kunne være en logisk sammenheng mellom en bedrifts vekstpotensial i et marked og fremtidige økonomiske resultat.

Basert på overnevnte, er det ikke overraskende at respondentene svarte at «*markedets vekstpotensial*» anses som et svært viktig kriterium for dem ved vurderingen av en investering. Svaret til respondentene er i samsvar med tidligere funn i lignende forskning.

4.2.6 Forventet avkastning av investert beløp – spm. 11

Kriteriet/attributtet «*forventet avkastning av investert beløp*» har en score på 10,75 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert, av respondentene, til å være et «svært viktig» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke.

I spørreundersøkelsen var det dette kriteriet som fikk høyest poengscore av respondentene, og slik sett ble vurdert til å være det kriteriet som er aller viktigst når investor tar en beslutning om en investering.

Hele poenget med en investering, er jo å tjene penger. Det følger som en naturlig konsekvens av det å drive en kommersiell virksomhet. Uansett, så er de fleste investorer i hvert fall opptatt med å *ikke tape* penger på investeringen sin.

Når en skal analysere avkastning av investert beløp, kan en se det i sammenheng med når exit i investeringen er planlagt. Det vil si at begrepet «*forventet avkastning*», uansett må ses i et visst tidsperspektiv. Forskning viser at forventet avkastning av det investerte beløp er et svært viktig kriterium for en investor (E. B. Roberts, 1991) og (Sudek, 2006).

Størrelsen på avkastningen, er også et tema som er naturlig å ta i betraktning når en skal analysere «*forventet avkastning*». Det vil si, hvor stor avkastning er det investorer synes er akseptabelt for investeringen? MacMillan et al. (1985) sin forskning viser at det viktigste finansielle kriteriet for investorene i hans undersøkelse var at avkastningen var 10 ganger det investerte beløp innen en tidsperiode på 5-10 år.

Når en analyserer kriteriet forventet avkastning, så er det også naturlig å vurdere dette opp mot kriteriet «*exit-muligheter i investeringen*» og opp mot kriteriet «*tidshorisont til break-eaven*». Kriteriet «*tidshorisont til break-eaven på investert beløp*», var i spørsmål nr. 13 og fikk en poengscore på 8.75. Dette plasserer attributtet helt øverst i Likert skalaen på et kriterium som investor synes er «*viktig*» og grenser opp mot å være et «*svært viktig*» kriterium.

Studien til MacMillan et al. (1985) og Sudek (2006) viser at investorene vektlegger hvordan tidshorisonten til break-eaven på investert beløp ser ut, og også hvordan muligheten er for å oppnå break-eaven uten å gjøre ytterligere investeringer.

Svarene til respondentene i spørreundersøkelsen er i samsvar med tidligere forskning.

4.2.7 Exit-muligheter i investeringen – spm. 12

Kriteriet/attributtet «*exit-muligheter i investeringen*» har en score på 10.25 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert av respondentene, til å være et «*svært viktig*» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke.

Exit betyr i denne sammenheng og kontekst, når investor selger seg helt ut av investeringen og ikke lenger har noen form for formell rolle i investeringen.

Forskning viser at muligheter og tanker om en tydelig exit i investeringen fra selskapet og gründernes side, er noe som blir tillagt stor vekt av investorer (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984), (Sudek, 2006) og (MacMillan et al., 1985).

Respondentene er investeringsselskap, som tar en relativ høy risiko når de investerer i et selskap. De motiveres ikke av filantropiske hensyn når de investerer i et selskap, de investerer fordi de vil tjene penger. Derfor er det også naturlig at de på et eller annet tidspunkt, skal trekke seg ut av investeringen med tanke på å ha skapt en økonomisk fortjeneste for dem selv eller sine eiere. Et annet viktig poeng er at investorene ikke invester for å få en 100% eierandel i selskapene de investerer i. Oftest vil eierandelen i investeringen ligge på en plass mellom 20 til 50 % eierandel. Derfor vil det være svært naturlig med en exit, etter et visst tidsperspektiv.

Respondentenes svar, er i samsvar med tidligere forskning.

4.2.8 Produktet/tjenesten, eventuelt. teknologiens unikhet – spm. 16

Kriteriet/attributten «*Produktet/tjenesten, eventuelt. teknologiens unikhet*» har en score på 9,25 i undersøkelsen. Det gjør at den blir klassifisert, av respondentene, til å være et «*svært viktig*» kriterium, når de skal ta en beslutning om å investere eller ikke. Den er riktignok i nedre del av Likert skalaen i trade-off matrisen, til den delen som er «*svært viktig*», men vil likevel være betydningsfull nok til å bli analytisk behandlet.

Produktet/tjenesten/teknologien, det vil si det materielle og/eller immaterielle som skal generere inntekter for selskapet, spiller en sentral rolle i en bedrifts verdiskapning og konkurransekraft.

Tidligere forskning har vist at investor legger stor vekt på et produkts unikhet (Khan, 1987). I følge E. B. Roberts (1991) og Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984), bør produktet være unik på en slik måte at det kan dominere markedet, for at de skal synes attraktivt for en potensiell investor.

Dersom produktet er beskyttet av et patent eller lignende, er av betydning og tillegges vekt ved bedømmingen av verdien av produktet (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984). Khan (1987) mener at det er et sentralt poeng at produktet kan leveres til et marked, og MacMillan et al. (1985) hevder også at det er et sentralt poeng at produktet aksepteres av markedet det skal selges i. To mindre viktige kriterier ved produktet, er om det er et

høyteknologisk produkt og om det finnes en velfungerende prototype av produktet (MacMillan et al., 1985). Imidlertid så viser Riquelme og Rickards (1992) sin studie, at betydningen av å ha en velfungerende prototype av produktet, er svært viktig.

Kriteriet «produktet/tjenesten, eventuelt teknologiens uniket» var også en av attributtene som investorene i Hans Landströms undersøkelse la aller mest vekt på ved vurderingen av nye investeringer (Landström, 1997).

Oppsummert, kan en hevde at produktet må være av en slik karakter at det har mulighet å skape og beholde en konkurransekraftig markedsposisjon, for at en investor skal være interessert i å investere.

Svarene til respondentene i min undersøkelse, er i stor grad i samsvar med tidligere forskning.

4.2.9 Oppsummering av hvilke egenskaper/attributter som er viktigst basert på spørreundersøkelsen

Attributtene er rangert fra høyest til lavest poengsum, basert på poengscoren i undersøkelsen og hva som respondentene mener er aller viktigst.

Imidlertid er det noen attributter som har lik poengsum. Disse er plassert random etter hverandre, omtrent slik som to gullmedaljevinnere med samme tid, i samme idrettsgren.

Den endelige analysen, blir behandlet og konkludert med når jeg triangulerer spørreundersøkelsen med den den kvalitative delen i dybdeintervjuene. Dette gjelder særlig for de spørsmålene eller temaene som fikk lik score, og som blir nevnt av respondentene i dybdeintervjuet.

Av hva respondentene syntes var viktigst, følger det av poengscoren til spørreundersøkelsen at rangordningen blir som følger, fra «svært viktig» til «viktig» til «ikke viktig»:

1. Forventet avkastning av investert beløp	10,75
2. Ledelsespotensial hos bedriftslederen	10,50
3. Exit-muligheter i investeringen	10,25
4. Ledelsens grad av markedsforståelse	10,25
5. Tilgjengelig informasjon om investeringen	10,00
6. Markedets vekstpotensial	9,75
7. Produktet/tjenesten evt. teknologiens unikheter	9,25
8. Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet	9,00
9. Tidshorizont til break-even på investeringsbeløpet	8,75
10. Markedets størrelse	8,50
11. Mulighet for markedspenetrering	8,50
12. Muligheter for evt. medinvestering/saminvestering fra andre investorer	8,50
13. Ledelsens markedsførings og salgdyktighet	8,00
14. Bedriftslederens meritter/track record	8,00
15. Identifisert bransjekompetanse hos bedriftslederen	8,00
16. Ledelsens produksjons-/prosess dyktighet	8,00
17. Bedriftens muligheter for og størrelsen på evt. beløp, for ytterligere finansielle behov i fremtiden.	8,00
18. Graden av innovasjon ved produktet/tjenesten/teknologien	8,00
19. Bedriftslederens personlige egenskaper/karakter	7,00
20. Ledelsens organisasjons- /administrative dyktighet	6,75
21. Bedriftens lokalisering i forhold til investor	5,25
22. Størrelse på eierandel i selskapet/krav om aksjemajoritet i selskapet	4,75

4.3 Kvalitativ analyse og dybdeintervjuer

Som nevnt tidligere, så er intervjuformen en semi-strukturert intervjuform med en logisk og naturlig oppbygging og tematikk i forhold til det som er forskningsspørsmål i min studie.

I tillegg har jeg lagt opp til relevante tilleggsspørsmål, som skal kunne belyse forskningsspørsmålet mitt ytterligere.

4.3.1 Intervju med Odd Helge Skog. Norcap Management AS

Odd Helge Skog er utdannet siviløkonom fra NHH, og har lang og bred erfaring fra ulike finans- og investeringsforetak. Han har også bakgrunn som banksjef.

Skog og NCM AS, ble valgt fordi han ble ansett for å være en relevant og meget troverdig respondent, som er i stand til å produsere gyldig empiri til mitt forskningstema.

Skog og de andre respondentene, er profesjonelle aktører med et svært høyt daglig aktivitetsnivå i sine foretak. Det var blant annet derfor at det var litt utfordrende å finne en dato og klokkeslett som han kunne sette av til intervju. Lørdag den 27.12.18 – tredje dags jul på formiddagen, ble endelig intervjuet gjennomført.

Intervjuet ble, av sterke praktiske hensyn, gjennomført på Facebook Messenger, der jeg gjorde lydopptak av intervjuet med opptaksfunksjonen på min Iphone. Intervjuet ble gjennomført fra min leilighet i Ås, Akershus. Jeg hadde sønnen min på 8 år hjemme, og måtte en periode under intervjuet, vekselvis kjempe om oppmerksomheten hans da han ville ha hjelp til å bygge Lego, og oppmerksomheten i intervjuet og respondenten.

Imidlertid gikk det overraskende bra og respondenten fikk mitt fulle fokus. Intervjuet varte i nesten 90 minutter, og enkelte svært utfyllende svar i intervjuet, ble kortet litt ned da jeg transkriberte det.

Intervjuet var, som nevnt tidligere, et semi strukturert intervju der spørsmålstema ble hentet ut fra faser av en potensiell investeringssituasjon.⁴³ Hovedfasene er: før- under- og etter investering.

Det ble formulert spørsmål som ga et incitament til å gi et mer utdypende svar, fra respondenten. Det ble også lagt til rette for oppfølgingsspørsmål der det ble naturlig og logisk, utfra progresjonen i intervjuet og svarene på spørsmålene.

Videre så ble mange av spørsmålene inspirert av spørsmål som har til dels blitt stilt før, ved forskning av samme tema (Landström, 1997).

⁴³ Se figurene 2-5 og 2-6, (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984) og også kapittel 2.10.

Jeg transkriberte intervjuet noen dager etter intervjuet med Skog. Deretter sendte jeg han en kopi av transkripsjonen på epost, slik at han fikk mulighet til å komme med eventuelle korreksjoner og en eventuell godkjenning av den transkriberte delen av intervjuet.

Skog hadde kun et par små tilføyelser/korreksjoner, som mer gikk på det språklige innholdet, enn det faglige. Korreksjonene/tilføyelsene til Skog ble implementert i det transkriberte intervjuet og ble vedlagt som vedlegg i masteroppgaven da Skog ga sin godkjenning til det, samt at han godtok at jeg brukte fult person- og firma navn, samt beskrivelse av bedriften han er medeier i.

4.3.2 Intervju med Ståle Indregård. Helgeland Invest AS

Ståle Indregård er utdannet siviløkonom fra Handelshøgskolen i Bodø. Indregård er Administrerende direktør i Helgeland Invest AS (HI), og har relativt lang og bred erfaring med investeringer og investeringsbeslutninger.

Ståle Indregård i HI ble på bakgrunn av overnevnte, valgt fordi han ble ansett for å være en relevant og meget troverdig respondent som er i stand til å produsere gyldig empiri.

Indregård er, i likhet med Skog, en profesjonell aktør med et høyt aktivitetsnivå. På bakgrunn av dette, var det også ved dette intervjuet en del tålmodighet og planlegging som skulle til for å finne en dato og klokkeslett som passet for et intervju. Vi klarte å finne tid, sent søndag kveld den 17.02.19. Og intervjuet ble utført med samme form og spørsmålstema som under intervjuet med Skog.

Imidlertid var det noen av tilleggsspørsmålene som ikke ble stilt, fordi de ikke var relevant i forhold til HI sin investeringsstrategi. Blant annet så er spørsmål om oppstartsbedrifter og tidlig-fase gründere ikke med i intervjuet. Dette henger sammen med tidligere nevnte investeringsstrategi og investerings norm til HI, som blant annet går ut på at de investerer i bedrifter av en viss størrelse.⁴⁴

Selve intervjuet varte i ca. 45 minutter, og Indregård svarte til dels utfyllende på de fleste spørsmålene som ble stilt.

⁴⁴ Se informasjon om Helgeland Invest AS sin investerings norm: <https://www.helgelandinvest.no/hi-som-medeier/>

Jeg transkriberte intervjuet et par dager senere, og deretter sendte jeg Indregård en kopi av det transkriberte intervjuet til han på epost, slik at han fikk mulighet til å komme med eventuelle kommentarer eller rettelser, og en eventuell godkjenning av transkripsjonen. Indregård hadde ingen kommentarer eller rettelser, til hverken intervjuet eller transkripsjonen. Han godkjente intervjuet og transkripsjonen, samt godkjente at intervjuet ble implementert i masteroppgaven som vedlegg. Indregård godtok også at jeg brukte fult person- og firmanavn i intervjuet.

4.3.3 Analyse av sentrale funn ved dybdeintervju

Etter at intervjuene var gjennomført, fikk jeg et dels utførlig tekstmateriale som jeg kunne trekke empirisk innhold utfra. For å få mest mulig fornuftig empiri som kan danne grunnlaget for å svare på forskningsspørsmålet mitt, har jeg forsøkt å forenkle og strukturere det kvalitative datamaterialet.

Jeg har analysert materialet, på en måte som ligger nærmest det som kalles innholdsanalyse. Jacobsen (2015) sin beskrivelse av innholdsanalyse, går på en analyse som er basert på at det en respondent sier i et intervju, kan reduseres til et sett færre tema eller kategorier.

Videre så bør kategoriene få sitt utspring i de kvalitative dataene, fremfor å på forhånd lage mer eller mindre relevante kategorier som data skal passe inn i.

Etter at en har definert kategoriene, blir neste punkt å kunne fylle kategoriene med empirisk innhold. Det er da tale om å kunne tilordne de forskjellige utsagnene i intervjuene til den eller de kategoriene de måtte passe inn i. Endelig er formålet å se på sammenhenger mellom de forskjellige kategorier.

De spørsmålene som begge respondentene svarte på, som var spesielt de spørsmålene som var knyttet til det som Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) kaller for de forskjellige fasene i en investeringsprosess. Disse spørsmålene blir analysert under ett.

Første fase – Investeringsavtalens fødsel/opprinnelse. (Deal origination).

I følge (Wickham, 2006) er dette en fase i en potensiell investeringsprosess der bedriftseier/gründer blir oppmerksomme på hverandre. Dette er ofte et stadium i investeringsprosessen der det kan være tilfeldig hvem som tar kontakt med hvem, og tilfeldig hvordan investor og bedriftseier/gründer blir oppmerksomme på hverandre. I de fleste

tilfellene er det bedriftseiere som tar kontakt med investor, enten selv eller ved hjelp av en konsulent eller en fullmektig.⁴⁵

Det første spørsmålet om hvordan den første fasen av investering skjer, det vil si den fasen hvor investor og bedriftsleder/gründer blir oppmerksomme på hverandre og får kontakt.

Indregård og Helgeland Invest AS (heretter:HI) sa at det var bedriftene som oppsøkte dem, og hvis HI oppsøkte et selskap, så var det i så fall for å få mer informasjon om det aktuelle selskapet. Men det kunne tenkes – i sjeldne tilfeller- at kontakten skjedde uformell og tilfeldig.

Skog i NCM AS (heretter: NCM), hadde et mer nyansert og differensiert tilnærming til dette. utfra Skogs svar, vil den første kontakten bero på; jo tidligere fase en bedrift befinner seg i for eksempel oppstart, såkornfase, i disse tilfellene er mer det vanlig at bedriftene/gründerne tar kontakt med NCM. Imidlertid, jo lenger ut i livsløpet til bedriften, så kan det være «*både og*», for å bruke NCM sine ord, med hvem som tar kontakt med hvem.

Andre fase – Første forundersøkelse av investeringsavtalen (Deal Screening)

Mange investorer spesialisere seg i bestemte bransjer eller segmenter av markedet, jf. Kapittel.⁴⁶

HI: har ingen preferanse vedrørende bestemte bransjetyper, eller segmenter.

«Vi kan godt investere i bedrifter som befinner seg i en bransje vi nesten ikke kjenner til.

Så det er ingen regel at vi investerer i bedrifter som befinner seg i en bransje vi har erfaring fra og kunnskap om».

NCM: har en nyansert og til dels åpen tilnærming til dette. Imidlertid virker det som de helst investerer i bransjer de har kunnskap om og erfaring fra.

«Ja, det kan nok være (ref. at en helst investerer i bransjer en kjenner og har erfaring fra), men det er skjer også at en går inn i bransjer eller segmenter som en ikke har spesiell erfaring fra eller kompetanse om, men når en likevel investerer i slike selskaper så er dette etter grundig forarbeid, en må kunne og forstå bransjen en går inn i».

⁴⁵ Se kapittel 2.10.1

⁴⁶ Se kapittel 2.10.2

Dette er i samsvar med tidligere forskning om samme tema. Macdonald (1991) sin studie viser at investorer investerer i produkter og markeder de forstår.

Tredje fase – Evaluering av investeringsavtalen (Deal evaluation)

I denne fasen går en investor gjerne mer grundig til verks i sine undersøkelser.

Det er ikke uvanlig at en begynner en due diligence prosess i dette stadium, for å få det fulle og hele bildet av alle juridiske og forretningsmessige forhold tilknyttet investeringsobjektet.⁴⁷

Videre, så vil en også foreta en Risk/Return vurdering. Det vil si hvordan utsikt til fortjeneste ser ut kontra den økonomiske risikoen en må eksponere seg for som investor.

HI sin strategi er at de har en relativistisk tilnærming til hvordan de går frem i en due diligence prosess. De avpasser informasjonsinnhenting og due diligence prosessen til hvilken type investering det er, og hvilket selskap det er og hva de har av bakgrunnsinformasjon om selskapet og ledelsen i det aktuelle selskapet.

HI: «*Det som det varierer mest på er hvilke type selskap det er, og hvilke type kjennskap vi har til selskapet og ikke minst hvilket kjennskap vi har til ledelsen i det aktuelle selskapet. Det vil også variere etter hvor stor og kompleks bedriften er*».

NCM differensier ofte en due diligence prosess med hensyn til om hvor mye de skal investere i bedriften.

NCM: «*Videre så vil jo denne due diligence prosessen foregå på litt forskjellig måte alt etter hva det er snakk om; Hvis en bedrift kjøper en bedrift, så er det ikke uvanlig at en bruker en 3-4 dager sammen med en advokat og en revisor for å vurdere sentrale forhold.*

Hvis en går inn som investor, blir due diligence prosessen gjort på en litt enklere måte; i slike tilfeller får en ofte forelagt en del ting og ofte får en drøftet en del ting med bedriften, men det blir ikke så grundig hvis en bare kjøper for eksempel 30 % av bedrift kontra hvis en skal kjøpe hele bedriften. Men uansett; det er selvfølgelig viktig å gjøre grundig forarbeid og due diligence prosess før investering, og før penger sendes over til bedriften.

⁴⁷ Se kapittel 2.10.3

Det er alltid et stykke arbeid som skal gjøres før investering, man blir ofte enig om hva som skal gjøres. Men det er viktig at det ikke blir «overkill» i en slik prosess, og at den ikke blir for omstendelig, men at den blir riktig og tilpasset hva man ønsker svar på».

Når det gjelder Risk/Return vurderingen, er det ikke så grundig behandlet i dybdeintervjuet.

Men NCM har likevel tanker om dette.

NCM: *«Jeg vil karakterisere risikoen for mindre når det er et stort selskap som har for eksempel en verdivurdering på ca. 200 millioner kontra et lite selskap, men dette beror jo også på en individuell vurdering. På generelt grunnlag er det lettere å skape avkastning hvis en har mye midler å rutte med kontra lite».*

Fjerde fase – Avsluttende due diligence prosess og signering av investeringsavtale (Deal structuring)

Her går en inn på den forretningsmessige og økonomiske analysen av selskapet, og vurderer hvordan utsiktene til en fortjeneste på investeringen ser ut, og hvilket tidsperspektiv det er til forskjellige faser av investeringen, for eksempel tid til Break-Even og tid til fortjeneste på det investerte beløp. I denne fasen er det også naturlig vurdere og fatte en avgjørelse om hvordan investeringen skal gjøres, helt konkret.⁴⁸

Siden hverken HI eller NCM synes å ha en overdreven omstendelig due diligence prosess, vil mange av de samme resonnementene og opplysningen under denne fase være noe lik som under tredje fase, som behandlet ovenfor.

Imidlertid; så har respondentene helt konkrete ting de ser etter, og hvilke ting som er viktige før signering av avtale.

NCM: *«Det må foreligge en viss due diligence prosess, basert på juridiske, finansielle og forretningsmessige forhold.*

Dette kan konkret gå ut på en ser grundig gjennom relevant dokumentasjon bla. bedriftens regnskap, og i så henseende spesielt ser på fordringsmasse, varelager og eventuelt andre ting som måtte dukke opp i detalj. Det kan blant annet være juridiske forhold og eventuelle juridiske tvister som bedriften er involvert i eller kan bli involvert i. Det kan være for

⁴⁸ Se kapittel 2.10.4

eksempel garantikrav etc. for en entreprenør så vil fremtidige -en ca. 2-3 års perspektiv, potensielle garantikrav være sentralt og av stor interesse for en investor(..)Ofte blir det sendt over en due diligence liste med hva investor ønsker svar på, og krav om at all informasjon en ønsker svar på skal gjøres tilgjengelig for investor. Slik sett er ikke selve graden av informasjon noe problem.

Imidlertid så kan det være utfordringer knyttet til timingen av informasjon, det kan for eksempel være spesielle avtaler av konfidensiell art, som bør holdes hemmelige av konkurransemessige hensyn. I slike tilfeller lages ofte en aksjekjøpsavtale hvor disse konfidensielle avtalene holdes hemmelig helt til signering skal skje og disse avtalene blir gjort synlige for investor tett før signering. Så slik sett, med hensyn til timingen, kan det være ting og elementer i due diligencen som holdes igjen, helt til slutt, rett før signering. Men slike forhold reguleres ofte i en detaljert intensjonsavtale».

En annen viktig ting som ofte avklares og avtales ved signering er exit og andre vilkår for investeringen. Slike ting er det ikke uvanlig at en får med i en aksjonæravtale og i en intensjonsavtale.

HI: «Vi har et krav at vi skal legge en komplett plan og strategi for exit på forhånd. Dette gjøres enten i avtaler, der vi legger inn enten opsjoner eller prinsipper, der det står for eksempel; om fem år så har vi rett til å selge vår eierandel for en bestemt pris. For eksempel egenkapitalen som er ved avtaleinngåelsen pluss det egenkapitalen har økt med ved exit tidspunkt. Og da avtaler vi at vi også har rett til å selge medeierens aksjepost, og medeierne har rett til å kjøpe oss ut, for den prisen. Hovedpoenget er at vi avtaler dette før vi går inn i investeringen. Gjerne i form av en aksjonæravtale».

Femte fase – Aktivitet etter signering av investeringsavtale (Post-investment activity)

I denne fasen er avtalen underskrevet, og det vil her være snakk om hvilke aktiviteter investor gjør i forhold til investeringen sin og hvordan han legger opp til et videre samarbeid med bedriftseieren/gründeren for å kunne optimalisere investeringen sin.⁴⁹

Skog i NMC beskriver hvordan de jobber, og hvordan de gjennom en tett oppfølging i investeringsobjektet har tilgang til kontrollmekanismer som er uformelle.

⁴⁹ Se kapittel 2.10.5 og kapittel 2.11

NCM: «Den største og viktigste kommunikasjonsplattformen mellom selskapet og oss som investor vil være bedriftens styre. Daglig leder kan også lage jevnlig rapporter som han sender oss. Men vi som investor sørger alltid å ha en mann fra oss i styret i en tung styreposisjon, ofte som styreformann».

Videre beskriver NCM hvordan den videre oppfølgingen foregår og hvordan de kan drive et relativt tett samarbeid med nøkkelpersoner i investeringsobjektet; «Han vil også være et svært aktivt styremedlem som er veldig «hands on» og «på» i forhold til styret. Han vil være veldig positiv i forhold til det meste som foregår og er selvfølgelig vår viktigste kommunikasjonsplattform og kontrollmekanisme i forhold til investeringen. Han vil også være viktig i forhold til å gi gode råd til de andre styremedlemmene og til bedriften og være en aktiv diskusjonspart i forhold til ledelsen i bedriften og resten av bedriftsstyret. Diskusjonene vil ofte dreie seg om spørsmål som; hvor vil bedriften og hvilke veivalg gjør vi underveis. Han vil ofte innta rollen som både rådgiver og som støtteperson. De viktigste tingene er at vi har en god kjemi og har god tillit til bedriften og at vi er påskrudd i forhold til endringer og ting som må gjøres til enhver tid».

Indregård og HI har lignende tilnærming til denne fasen av investeringen;

«Vi vil nesten alltid være aktive eiere (...) Men dersom vi investerer i en bedrift, så ønsker vi å være aktive eiere/aktører i det selskapet. Ofte setter vi det som krav at vi skal være aktive og ha styreplass i selskapet».

HI har også klare tanker vedrørende hvordan de vil være aktive eiere og hvordan de kan påvirke og hjelpe investeringen gjennom blant annet sosial- og human kapital til bedriften de investerer i; «Vi ser på dette som viktig. Fordi vi skal være aktive eiere som skal ha en styreplass. Men vi har eksempler på at vi har tatt en enda mer aktiv rolle, og der vi har gått in i bedriften og nærmest tatt rollen som økonomisjef for en periode for å hjelpe de der det har vært spesielle utfordringer. Dette har vi gjort i en ca. 4-5 tilfeller, og da har vi gått langt utover det som kreves av oss som et rent styremedlem. Tilgang til nettverk og relasjoner som vi har, er noe vi ofte gjør tilgjengelig for våre investeringsobjekter, der det måtte kreves og der det blir naturlig å gjøre det».

Selv om det er relativt tett samarbeid mellom investor og investeringsobjektet, så er det likevel behov for formelle mekanismer som kommuniserer bedriftens drift og økonomiske situasjon. HI bruker ofte uformelle kanaler for å få mer kunnskap om den daglige driften.

Imidlertid vil det også for HI være interessant med mer formelle verktøy for kommunikasjon om bedriftens økonomiske situasjon;

HI: «Men vi bruker selvfølgelig de formelle kanalene der regnskapet er sentralt. Og en dobbeltsjekker gjerne dette også, for eksempel hvis selskapet har hatt ett dårlig år, og vi får en plausibel forklaring på dette, så kan vi jo godta dette. Dersom det er store komplekse selskap, så vil vi også benytte oss av løpende rapportering fra bedriftsledelsen for eksempel».

4.3.4 Oppsummering av Kvalitativ analyse og dybdeintervjuer

- Første fase: Det er stort sett SMB som tar kontakt med respondentene med tanke på en eventuell investering.
- Andre fase: Screeningfasen. Respondentene er fleksible og svært åpne om å foreta potensielle investeringer i bransjer de ikke har bakgrunn og erfaring fra. De er mentalt innstilt på å gå langt i å lære seg nye fagområder for å kunne forstå det produktet/teknologien som skal kommersialiseres.
- Tredje fase: I evalueringsfasen er det viktig at selskapet kan vise til både inntjenings- og vekst potensial. Det bør ikke være et selskap som bare «holder seg flytende» med det må være kvalitet over sentrale ting lik som produkt, ledelseegenskaper, ansvarsfølelse og sterke faglige kvaliteter hos nøkkelpersoner i selskapet de skal invester i
- Fjerde fase: Struktureringsfasen - Det er av stor betydning at selskapet og investor har en konsensus om sentrale ting, slik som samme tanker vedrørende exit i investeringen, hvilke muligheter som finnes i markedet og hvordan en kan best generere økonomisk overskudd.
- Femte fase: i Post-investment fasen, setter respondentene seg som mål om å være aktive eiere, og blir det stilt det krav om å få en styreplass i selskapet det investeres i. Det har avgjørende betydning at det er god personkjemi mellom investor og bedriftsledelse.

Etter å ha oppsummert de sentrale elementene i dette kapittelet, blir det naturlig å gå videre til neste kapittel der jeg vil drøfte og reflektere over de sentrale funnene i empirien, for på den måten til slutt komme med en konklusjon i kapittel 6.

5.0 Drøfting og refleksjon

Målet med dette kapittelet er å besvare forskningsspørsmålene mine: «Hva er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB», og; «Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess».

Forskningsspørsmålene skal jeg besvare ved hjelp av de forskningsmetodene jeg har brukt og ved hjelp av den empirien som jeg har samlet inn og analysert.

I arbeidet med å besvare problemstillingen på en god måte er det gjort noen viktige funn. Dette begynner allerede gjennom litteraturkapitlet og forskningsmodellen. Her avklares det som senere bekreftes i empirien, at kapitalinnhenting ligger som det overordnede målet og som den avgjørende utfordringen knyttet til finansiering og investering. Dette er også utgangspunktet for problemstillingen. Videre har jeg avdekket viktige elementer som kan bidra til å overvinne denne utfordringen for en bedriftseier.

5.1 Sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB

Jeg har valgt å holde meg til oppgavens tema, og de forskningsspørsmålene jeg har utledet, når jeg foretar drøftelsen.

Imidlertid så kan man tolke begrepet «sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB» til ikke bare å omhandle de spørsmålene som ble ansett viktigst, men også de spørsmålene som er mindre viktig, og spesielt de attributtene som er ansett som Deal Breakers og No-Go attributter.

Det som gir aller best grunnlag å drøfte, utfra det empiriske materialet, er de spørsmålene som blir utdypet og forklart i spørreundersøkelsen, av de to respondentene som deltok der.

Det var spørsmål i spørreundersøkelsen som ikke ble gjentatt og besvart på en utfyllende måte i den kvalitative delen i form av dybdeintervjuet. For disse blir det spinkle førstehånds empiriske funn å drøfte. Imidlertid kan teorien gi noen utdypende synspunkter i så henseende.

5.1.1 Viktigste attributter for en investor ved investering

Som vist til tidligere⁵⁰ er de disse attributtene som er de aller viktigste for en investor ved investering, rangert fra 1 til 8 plass:

1. Forventet avkastning av investert beløp.

Som nevnt tidligere, så ligger det i kortene at avkastning er viktig for en investor, siden det er avkastning som ofte er hele poenget med en kommersiell investering. Respondentene i min studie har klassifisert den som det viktigste attributtet og i høyeste grad en sentral faktor.

(Landström, 1997) sin studie, viser også at de nordiske investorene er mer opptatt av avkastning enn sine kolleger ute i Europa.

I forlengelsen av dette spørsmålet, kan en også stille spørsmålet; hvor stor avkastning er innenfor investors målsetting eller Benchmark? Som en naturlig og logisk konsekvens av en potensiell avkastning og tidsperspektiv, så bør svarene i forhold til tidsperspektiv hos mine respondenter tolkes i lys av en exit strategi.

Ståle Indregård i Helgeland Invest AS (HI), uttaler at de har et 5 års perspektiv på sine investeringer. Det følger da som en naturlig konsekvens av at HI også synes avkastning er viktig, og at denne avkastningen bør komme senest ved exit i investeringen.

MacMillan et al. (1985) sin studie viser at det viktigste finansielle kriteriet for investorene i hans undersøkelse var at avkastningen var 10 ganger det investerte beløp innen en tidsperiode på 5-10 år.

2. Ledelsespotensial hos bedriftslederen.

Evnen og viljen til å kunne påvirke andre menneskers tanker og atferd i riktig retning gjennom god og riktig ledelse, er et attributt som respondentene i min studie mener er svært viktig. For å forsøke å belyse hvordan respondentene vurderer og vektlegger ledelsespotensial, så sier Odd Helge Skog i Nor Cap Managemnet (NCM) følgende på spørsmål om hvilke menneskelige karakteregenskaper de legger vekt på, i vurderingen av investeringens godhet/lønnsomhet:

⁵⁰ Kapittel 4.2.9

NCM; *«Imidlertid så vil noen av det viktigste av menneskelige karakteregenskaper være om disse menneskene er ledertyper som tar ansvar, som ser mulighetene og som er en «doer»».*

NCM synes lederegenskaper er et så sentralt og fundamentalt attributt, at han knytter dette opp mot en persons ansvarevne, evne til å ta initiativ og handlekraft.

3. Exit-muligheter i investeringen.

Å ha mulighet til å trekke seg helt ut av investeringen, og få med seg en økonomisk fortjeneste, er svært viktig for en investor, viser min studie.

HI har en klar exit strategi med et fastlagt tidsperspektiv. HI og sier dette er en konsekvens av at de *«aldri skal større eierandel enn 50 % i investeringsobjektet»*. I forståelsen og forlengelsen av dette blir det blir derfor også lett å forstå grunnen til at de synes attributtet *«størrelse på eierandel/krav om aksjemajoritet i selskaper»* (spm. 19. i undersøkelsen) er helt på grensen til å ikke være viktig.

HI sine holdninger i forhold til exit muligheter i investeringen, støttes også av tidligere studier som er gjort på området. Forskning viser at muligheter og tanker om en tydelig exit i investeringen fra selskapet og gründernes side, er noe som blir tillagt stor vekt av investorer (Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984), (Sudek, 2006) og (MacMillan et al., 1985).

4. Ledelsens grad av markedsforståelse.

Som gruppe av spørsmål, så scoret markedsrelaterte spørsmål høyest. Derfor er det også naturlig at spørsmål som både omhandler ledelse og omhandler markedsforståelse, får en høy gjennomsnittsscore i undersøkelsen.

En leder må selvfølgelig forstå den verden han befinner seg i og de motspillere han skal konkurrere mot. Samtidig som han må forstå hva kundene hans vil ha. Å forstå hvordan markedet fungerer i dag, er ikke tilstrekkelig for en leder, han må også kunne vurdere hvordan markedet mest sannsynlig ser ut en tid fremover også. NCM knytter begrepet ledelsens grad av markedsforståelse, implisitt opp mot dette: *«..bedriftsledelsen må ha en forståelse av og ha evne til å kunne vurdere hvordan fremtidsutviklingen til bedriften skal bli, i hvert fall 2-3 år frem i tid».*

Tidligere forskning viser at det at en bedriftseier har bred kunnskap innen det marked bedriften skal operere i, blir tillagt stor vekt av potensielle investorer (Sudek, 2006).

5. Tilgjengelig informasjon om investeringen.

På femteplass over attributter som respondentene rangerte som «svært viktige», finner vi «Tilgjengelig informasjon om investeringen». Tilgjengelig informasjon om investeringen betyr i denne kontekst; Den informasjon som investor synes er relevant, og trenger for å kunne ta en beslutning om finansiering. Denne typen informasjon vil typisk være informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig eller informasjon som investor trenger for å utfylle og supplere den informasjonen som han allerede har.

Informasjon om selskapet det investeres i er ofte mer kjent for eierne av selskapet enn for potensielle investorer. Derfor har det stor betydning at investor mottar den informasjon han måtte etterspørre, for å kunne ha et så godt grunnlag som mulig når han eventuelt skal fatte en beslutning om å investere eller ikke.

6. Markedets vekstpotensial.

Min studie viser at respondentene i undersøkelsen setter attributtet «markedets vekstpotensial» høyt.

NCM sier dette vedrørende hvordan de vurderer markedets vekstpotensial i forhold til en potensiell investering:

«(...) Bedriften må kunne vise til vekst og vekstambisjoner, og ikke minst vise til at det foreligger muligheter for vekst i et marked som foreligger en viss dynamikk i(...)».

NCM's vurderinger er også i samsvar med verden forøvrig, siden tidligere forskning viser også til at både størrelsen på markedet og markedets vekstpotensial er viktig for investorer ved beslutning om investering (Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984), (MacMillan et al., 1985) og (John Hall & Hofer, 1993).

I tillegg til at NCM sier noe om viktigheten av markedets vekstpotensial, så forklarer Skog i NCM videre at et vekstmarked gir muligheter for konkurransefortrinn:

«At bransjen og markedet er i vekst, at bransjen er i omstilling (Ref. er viktig), at det er mulighet å hente gode marginer i avkastning, at det er mulig å strukturere bedriften; herunder spesielt oppkjøp med tanke på å bli enda større, at det er mulighet for synergier».

7. Produktet/tjenesten evt. teknologiens unikhet.

Produktet/tjenesten/teknologien, det vil si det materielle og/eller immaterielle som skal generere inntekter for selskapet, spiller en sentral rolle i en bedrifts verdiskapning og konkurransekraft. At respondentene i min studie har rangert dette attributtet på en syvendeplass av 22 mulige, bekrefter dette ved at de også har kategorisert dette attributtet som «svært viktig».

Svarene fra respondentene mine har absolutt støtte i den forskningen som har vært gjort tidligere;

Tidligere forskning har vist at investor legger stor vekt på et produkts unikhet (Khan, 1987).

Å ha et unikt produkt/tjeneste eller teknologi, sier noen om konkurransekraften og konkurransefortrinn for en bedrift. Hvis det unike produktet er beskyttet av patenter e.l, slik at det ikke med letthet kan kunne kopieres av konkurrenter, så vil dette være noe investorer ser på som viktig, og som en sentral faktor, ved investering i et selskap (Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984).

8. Ledelsens finansielle/økonomiske dyktighet.

At ledelsen kan ta hånd om og forvalte selskapets kapital, blir av mine respondenter vurdert som et «svært viktig» attributt for en investor ved investering i en SMB, hvilket også gjør den til en sentral faktor.

Vektleggingen av denne faktoren/attributtet, fra mine respondenter, er også i stor grad i samsvar med tidligere forskning; Denne attributtet har scoret relativt høyt i Landström (1997) sin undersøkelse. Nærmere bestemt som nr. 8, viktigste, rangert blant 34 andre kriterier, for en investor som skal vurdere en investeringsmulighet. I undersøkelsen til (Harrison et al., 1994) så er den også et viktig attributt for en investor.

5.1.2 Personkjemi og tillit

Dette er et svært viktig kriterie for de som investerer i SMB og oppstart, fordi i disse tilfellene så legger investorere opp til et relativt tett samarbeid med investeringsobjektene. Så det er lett å se viktigheten av personkjemi og tillit i slike investeringer.

På samme måte som det er et viktig kriterium, er det gjerne også en Deal-Breaker dersom tillit og kjemi ikke er på et akseptabelt nivå, for at en skal kunne påvirke investeringen i den retningen investor ønsker.

Ståle Indregård i Helgeland Invest sier det veldig presist; (mine understrekninger).

«Det er viktig med god kommunikasjon og det er viktig med en god kjemi med ledelsen i det aktuelle investeringsobjektet.

Vi har eksempel på og det skjer av og til at vi velger å ikke gå inn i investeringsobjektet, fordi vi vet at det kan være utfordringer med relasjoner og kjemi med sentrale personer i det aktuelle selskapet».

Skog i NCM er også av samme oppfatning som Helgeland Invest; (mine understrekninger).

«Bedriften og eierne må være skrudd sammen på en slik måte at en kan forstå bedriften uten veldig store utfordringer. Mye av dette avhenger også av tillit og kjemi til eierne og gründeren, og sentrale personer i bedriften, og ikke minst hvor åpen og transparent han/de er i forhold til oss som investorer.

Det må også oppnås en konsensus i forhold til sentrale hovedområder og ikke minst; Det vil være summen av sentrale faktorer som, tillit, kjemi, samme oppfatning av hvordan selskapet skal ledes, enighet om muligheter som ligger i markedet, at en har samme oppfatning av exit.

Dersom en av disse sentrale enkeltfaktorene ikke skulle være oppfylt, kan det ofte være nok til at en ikke går videre i prosessen og lar være å investere».

5.1.3 “Deal-Breakers” og “No-Go” attributter for en investor ved investering

For å kunne nærme seg kjernen i forskningsspørsmålet, er det hensiktsmessig å kunne se det med ulike tilnærminger. Dette fordi det ofte ikke er en uttømmende liste, hva investor legger vekt på, som avgjør om investor ønsker å forplikte seg for en tidsperiode i en investering.

På bakgrunn av dette, er det like viktig å finne ut hva som er absolutt No-Go for en investor som å finne ut hva en investor vektlegger som er viktigste kriterier.

Det vil si; hvilke attributter er det som kan velte en avtale om en investering?

En kan analysere disse attributtene som selvstendige og også som mangel eller fravær av et viktig attributt. Dette fordi, som nevnt ovenfor, er listen over viktige egenskaper/attributter svært sjelden uttømmende.

Forskningen til Harrison et al. (1994), viser at de viktigste Deal-Breakers var; der hvor en bedrift viste vesentlige mangler i ledelsen i selskapet, spesielt hva angikk samarbeid. Der en nesten kunne definere selskapet som et «One man show».

I de tilfeller hvor selskapet manglet en forretnings- og markedsstrategi, ble også forkastet som investeringsobjekt.

Andre sentrale Deal-Breakers var der hvor det forelå store logistikk- og distribusjonsmessige utfordringer og i tilfeller der selskapet skulle operere i markeder som var svært konkurransepregede og vanskelige å penetrere.

Ståle Indregård fra Helgeland Invest, (HI) beskriver Deal-Breakers på en litt generell måte, men samtidig meget presist:

«Våre kriterier er jo en del av vår strategi når vi skal investere. Og der har vi gjort oss gode erfaringer. Men når det er sagt, så er det sjeldent vi får tak i et investeringsobjekt der «alt passer» eller der alle kriterier er fullt ut oppfylt. Det kan være at det ikke passer helt hundre prosent hva gjelder; beløpsmessig, bransjemessig etc.

Men det vi har erfart er at, jo flere ting/momenter som ikke passer og ikke er en del av våre kriterier, jo enklere blir det å si nei til den aktuelle investeringen».

Dersom selskapet som søker kapital har en for dårlig salgspitch og presentasjon av forretningsideen sin så kan det være en deal breaker.

Studien til Mason og Harrison (1996) viser at to tredjedeler av grunnene til at salgspitch en til entreprenøren ble vraket av investorene, var på grunn av svakheter i struktur og innhold på presentasjonen. Investorene i undersøkelsen konkluderte videre med at dersom de hadde fått en bekjent til å gå god for entreprenøren i forkant, så hadde de sluppet å kaste bort verdifull tid.

HI sier forteller videre om Deal-Breakers, på spørsmål om hvor sentralt/relevant er vekstambisjonene og vekstpotensialet til de potensielle investeringsobjektene HI vurderer hvor viktig vekstambisjoner er for HI som investor:

«Det er veldig relevant. Fordi både potensialet og ambisjonene er verdidrivere for et selskap. Hvis de har både potensialet og ambisjoner for videre vekst, så er dette et stort pluss slik vi ser det. Dette er så viktig at dersom ikke bedriften har et vekstpotensial og vekstambisjon, så kan dette være en «deal-breaker» for oss, slik at vi kan la være å investere i selskapet».

5.2 Hva er viktig i de ulike fasene i en investerings prosess for en investor

For å kunne svare på dette forskningsspørsmålet, så må jeg også belyse hva som er sentralt innhold i de forskjellige fasene.⁵¹

Jeg har brukt rammeverket til (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984) når jeg har systematisert drøftelsen og refleksjonen under dette underkapitlet for å kunne svare på dette forskningsspørsmålet.⁵²

5.2.1 Første fase – Deal origination

Som tidligere nevnt så er «Deal origination» starten på en investeringsavtale. Dette handler om hvordan investeringselskapet kommer i kontakt med og blir kjent med selskapet de potensielt skal investere i. Investorer kan bli oppmerksomme på potensielle investeringsprosjekter gjennom tre hoved kilder; uoppfordret kontakt, direkte henvendelser og teknologi- og markedssektoren (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984).

Basert på det empiriske materialet i studien min, så er det noe forskjellig hvordan investor og selskap kommer i kontakt med hverandre på.

Skog fra Nor Cap Management AS (NCM), sier at;

«Det er to innfallsvinkler; det er forskjellig og avhenger av type bedrift og i hvilken fase de befinner seg i. Hvis det er veldig tidlig fase bedrift, såkorn, tidlig Venture, så er det ofte gründerne selv som er ute og leter etter investorer og kapital».

⁵¹ Se kapittel 2.10.

⁵² Se figurene 2-5 og 2-6.

Dette bekreftes langt på vei av Ståle Indregård i Helgeland Invest AS;

«Vanligst er at de bedriftene vi investerer i finner oss. Vi er synlige på en god del arrangementer regionalt. Det gjør nok at mange kjenner til oss. Vi driver lite oppsøkende virksomhet. I den grad vi gjør det er det som regel for at vi ønsker å vite mer om en bedrift - for å orientere oss».

Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) sin forskning reflekterer at 25,6% av selskapene tok kontakt uoppfordret når de ønsket å komme i kontakt med investor med tanke på å få i stand en form for investeringsavtale eller kapitalhenting.

Hva angår viktige attributter og momenter i denne fasen sier NCM noe om:

Dersom selskapet som har kapital har en produktide som bare de kjenner til, og bedriften er ukjent fordi den har gått «under radaren»:

«I slike tilfeller er de avhengig av å fortelle markedet hvem de er og hva de kan tilby, for eksempel at de ser at deres ide eller produkt kan passe sammen -investeringsmessig- sammen med et bestemt konsept som et investeringselskap eller tilbyder av kapital innehar».

Ukjente selskaper, spesielt ukjente tidligfase, ofte enten avhengig av et unikt produkt som er kjent for å kunne tiltrekke seg investorer, slik NCM sier. En annet viktig faktor i denne fasen, som kan være et selvstendig moment eller et supplerende moment, er viktigheten av referanser.

Som tidligere nevnt er det ikke uvanlig at selskap som ønsker investering, tar i bruk mellommenn, mentorer eller meglere innen finans miljøet, for å kunne komme i kontakt med kapitaltilbydere. Forskningen til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) viser viktigheten av referanser og at det er andre kjente investorer som «går god for» nøkkelpersoner i selskapet, når selskap som ønsker kapital henvender seg til investor miljøet.

Studien til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) viser at 65% av avtalene stammer fra overnevnte henvendelser/forespørsler. Omtrent 33 % av disse henvendelsene var fra innsiden i investormiljøet, ca. førti prosent ble henvist av selskaper som tidligere har oppnådd investering og også henvist av personlige bekjente. De resterende ti prosentene ble henvist av forskjellige banker og diverse meglere i bransjen.

Hva angår de avtalene som ble henvist av andre investorer, representerer et vesentlig antall av de gjeldende investorene forhold hvor det refereres med projisert hensikt om å hente inn deltakelse fra investorer i andre fond (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984).

For teknologibedrifter kan det være andre mekanismer som gjør seg gjeldende, når investor og selskap skal komme i kontakt med hverandre. Metoden «Technology-Scan» (TS) er en metode investor bruker for å lete etter potensielle avtaler i miljøet. Ved TS søker investor aktivt etter nye investeringsobjekt, spesielt de som er i tidlig fase og har et presumptivt stort behov for kapital. Ved TS så overvåker investorer miljøet for å kunne oppdage potensielle investeringskandidater, ofte gjennom uformelle nettverk og deltakelse på ulike arrangementer og konvensjoner/konferanser (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984).

Der det er spesielle arrangementer for potensielle investeringskandidater, arrangeres det ofte egne eventer/arrangementer for salgspitcher. Salgspitching er det gjort underholdning av gjennom internasjonale Tv serier som «Shark Tank» og «Dragons Den».

(Yung, 2012) hevder at investeringsselskaper med høy ekspertise innen det feltet de skal investere i har en mer passiv tilnærming, og at investorer av mindre skala er mer aktive og er ute i markedet og innhenter tilbud. Dette må kunne sies å være et lite paradoks.

Sammendrag av første fase:

Sentrale faktorer som er viktig i denne fasen:

- Få investors oppmerksomhet gjennom forskjellige arrangementer/eventer, og så forsøke å få gjennomført en profesjonell og presentabel salgspitch til investor.
- For å kunne tiltrekke seg investors oppmerksomhet på andre måter er gjennom å gjøre en bra selskapsmessig performance i markedet, enten ved å ha et unikt produkt eller ved gode økonomiske resultat og god track record.
- Å ha tilgang til kjente referansepersoner i finans og kapital miljøet, som kan gå god for, eller være referanse, er absolutt ingen bakdel for en som søker kapital og ønsker å tiltrekke seg investorer.

5.2.2 Andre fase – Deal selection

Som nevnt tidligere er Deal Screening, en fase der investeringsselskaper velger seg ut de selskapene som er potensiell verdifull nok til å kunne få en mer grundig gjennomgang, på et senere tidspunkt, med tanke på en potensiell avtale. Det er også den fasen hvor de fleste selskap som søker kapital, blir vraket av investor. John Hall og Hofer (1993) hevder, som nevnt tidligere, at den første screeningprosessen ofte er relativt rask, og trenger ikke ta mer enn noen minutter.

Hva som er viktig i denne fasen vil ofte kunne variere med hensyn til hvilken type selskap det er og i hvilken fase selskapet befinner seg. Likevel kan vi finne attributter som er så viktige at det er det første en investor ser etter ved en Deal Screening.

NCM sier at;

«Det første er ledelse, det er viktig å en tro og forventning om at en har en god ledelse i bedriften, som kan løfte bedriften videre og fungere sammen med en aktiv eier».

Med andre ord, så er samarbeidsevner og ledelsesfaglig dyktighet viktig. NCM sier ikke noe om hvordan en oppdager/fanger opp evne til å samarbeide hos et selskap under en screeningsfase, screeningsprosess. Det er muligens større sjanser for å oppdage dette, dersom screeningsfasen varer mer en «noen minutter», slik John Hall og Hofer (1993) hevder er et realistisk tidsperspektiv på en screening. Imidlertid er viktigheten av ledelsesegenskaper i selskaper det investeres i, grundig behandlet i analysekapittelet i studien min, ref. kap. 4.2.1.

HI har en litt mer differensiert tilnærming til hva som er viktig i denne fasen:

«Det må med andre ord være flere medinvestorer, og det har med å gjøre at vi ønsker å spre risikoen blant flere aktører og vi ønsker også å få inn økt kompetanse i investeringsprosjektene. Og så ønsker vi også å se at de opprinnelige eierne i selskapet/prosjektet også har «løfteevne»/at de også er kapable».

HI sin tilnærming, er også i samsvar med forskningen til (Brophy, 1981);

Det er slett ikke uvanlig at investorer investerer sammen med andre investorer. I studien til Brophy (1981) estimeres det at ca. åtti prosent av investeringsavtalene i 1980 innebar deltagelse av mer enn en investor. Videre viste studien at ca. 33 % av avtalene involverte fem eller flere ulike investorer.

Sammendrag av andre fase:

Sentrale faktorer som er viktig i denne fasen:

- For investor er det sentralt å – kjapt - finne ut av om selskapsledelsen har tilstrekkelig ledelsesmessige skills til å lede et selskap.

5.2.3 Tredje fase – Deal evaluation

Som nevnt tidligere, så innebærer Deal evaluation blant annet, en vurdering av risiko og avkastning knyttet til investeringen.

Sentralt i forhold til fortjeneste og avkastning, er vekst og vekstpotensial.

NCM har noen tanker om dette, under en evalueringsfase i investeringsprosessen:

«Bedriften må kunne vise til vekst og vekstambisjoner, og ikke minst vise til at det foreligger muligheter for vekst i et marked som foreligger en viss dynamikk i, som gjerne har et internasjonalt perspektiv hvor det å kjøpe opp og strukturere kan være riktig basert på en øket omsetning og verdiøkning hos bedriften. Det som henger sammen med vekstpotensial er hvilket produkt/tjeneste selskapet kan tilby og hvor stor etterspørsel det er etter dette i markedet. en produkt/tjeneste som gjerne kan bearbeides og forbedres for å få økt omsetning på».

HI legger vekt på lønnsomhet og en god forretningside:

«Videre vil vi legge vekt på om de har en god forretningside, det bør være noe som ikke bare er «liv laga» men den må også kunne genere lønnsomhet».

Forskning viser at mine respondenter evaluerer mye likt som mange andre investorer, når de evaluerer en investering i et selskap:

Det første kriterium er vekst i markedet (Tyzoon T Tyebjee & Albert V Bruno, 1984), (MacMillan et al., 1985) og (Kaplan & Strömberg, 2000).

Fried og Hisrich (1994) hevder at markedet være av en viss størrelse, helst betydelig størrelse.

Og videre hevder Fried og Hisrich (1994) at selskap som skal være attraktiv for investor, må ha et signifikant potensial for vekst i inntektene. Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) hevder det også må være tilgang til et marked og et eksisterende behov i markedet.

Som nevnt tidligere, så starter ofte en investor en Due Diligence (DD) i denne fasen, en såkalt preliminary DD (J Hall & Hofer, 1989) og (Boocock & Woods, 1997). En grundig og riktig DD vil ofte kunne fange opp forretningsmessige, eller juridiske forhold ved selskapet som kan enten være en styrke eller en svakhet, når en skal vurdere verdien av forretningsideen til selskapet og eventuelle utfordringer med selskapets planlagte inntog i et marked.

Sammendrag av tredje fase:

Sentrale faktorer som er viktig i denne fasen:

- Investor ønsker å finne ut det er en investering som, ikke bare har livets rett, men som også har potensial til å generere fortjeneste og som har et visst vekstpotensial.
- Dette henger ofte sammen med ledelse i selskapet, vurdert opp mot det produktet som selskapet skal kommersialisere og i hvilket marked produktet skal operere i.
- En begynnende DD.

5.2.4 Fjerde fase – Deal structuring

Som nevnt tidligere i oppgaven, så er denne fasen som kalles Deal Structuring, preget av forhandlinger, for å strukturere avtalepunkter med hensyn til priser, kapitalform, og andre sentrale bærende momenter, slik som blant annet styreform, samarbeidsform og hvilken rolle investor skal fungere i forhold til selskapet.

Respondenten i min studie, opererer i hovedsak i PE segmentet av markedet, derfor er det også naturlig med et aktivt eierskap i investeringen. Som tidligere nevnt krever investor en styreplass i selskapet de investerer i, ofte som styreformann.

Respondenten i min studie, tilkjenner ikke i veldig stor grad hvordan forhandlinger i denne fasen foregår. Imidlertid så sier forskningen noe mer om dette:

Cooper og Carleton (1979) og GLASSMEYER (1981), hevder at selv om investoren har en liten posisjon i selskapet, så er det ikke uvanlig at investor og selskapet forhandler om hvor stor innflytelse investor skal ha i styret. Det er heller ikke uvanlig at det forhandles om endringer i ledelsen eller hvordan potensielle avtaler vedrørende tilbakekjøp, fusjon, Buyout, eller om og eventuelt når selskapet skal børsnoteres.

En mulighet, som muligens anses å være i grenseland rent moralsk, er at selskapet kan tynne ut egenkapitalen til de opprinnelige investorer. Dette kan gjøres ved å hente inn ytterligere egenkapital i selskapet fra andre investorer. Imidlertid er det stor sannsynlighet for at en erfaren og våken investor være vil være raskt ute med å få fremforhandlet en klausul i avtalen, i denne fasen av investeringsprosessen, slik at en slik mulighet vanskelig gjøres. Ofte er slike ting regulert i en aksjekjøpsavtale.

Forhold som kan omfatte deler av dette uttaler HI seg om:

«For eksempel egenkapitalen som er ved avtaleinngåelsen pluss det egenkapitalen har økt med ved exit tidspunkt. Og da avtaler vi at vi også har rett til å selge medeierne aksjepost, og medeierne har rett til å kjøpe oss ut, for den prisen. Hovedpoenget er at vi avtaler dette før vi går inn i investeringen. Gjerne i form av en aksjonæravtale».

Respondentene i min kvalitative undersøkelse, var opptatt av det å ha en klar og tydelig exit strategi og også kunne avtalefeste en exit i investeringen.

Ut fra svaret til mine respondenter, så er exit en godt implementert del av investeringsstrategien deres. Slik sett virker det som det er relativt lite rom for å forhandle om dette, i utgangspunktet. HI sier noe om dette:

«Så det vi gjør, før vi går inn i investeringen, så prøver vi å snakke igjennom alle relevante forhold i investeringen med de andre eierne, dette innbefatter også exit. Vi har et krav at vi skal legge en komplett plan og strategi for exit på forhånd».

Imidlertid er en av respondentene åpen for diskusjon og forhandlinger om dette. I hvert fall hvis en tolker NCM forutsetningsvis: (mine understrekinger)

«Exit er svært viktig og sentral del av en investeringsbeslutning. De fleste investorer, uansett kategori, har en tanke om exiten før investeringsbeslutning tas. En kommuniserer og utarbeider en strategi sammen i eiergruppen og ledelsen av bedriften hvordan tidsperspektivet er og hva som en ønsker å oppnå på den tiden».

NCM er også åpen for å diskutere eller se på en utvidet exit i enkelte spesielle tilfeller:

«I slike tilfeller der det ofte er tidlig fase, ofte såkornbedrifter, så bør en være mindre bastant og være villig til å følge utviklingen og være villig til å ta den risikoen det kreves å ikke ha en fastspikret exit dato».

Sammendrag av fjerde fase:

Sentrale faktorer som er viktig i denne fasen:

- Forhandlinger om pris på aksjer.
- Forhandlinger om eierstruktur.
- Forhandlinger om ulike roller, og hvor stor eierandel investor skal ha.
- Forretningsmessig gjennomgang som omhandler sentrale økonomiske og juridiske forhold i form av en Due Diligence.

5.2.5 Femte fase – Post – investment activity

Femte fase som Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) kaller for en Post -deal activity.

Dette er den fasen av investeringsprosessen som er etter at investeringsavtalen er signert og den aktive investor og selskapet skal samarbeide med å gjøre investeringen best mulig for avtalepartene og samarbeide om å skape en vellykket investering gjennom å skape konkurransefortrinn og løse utfordringer.

Som tidligere nevnt i oppgaven, er sentrale deler som value adding i form av tilførsel av human- og sosial kapital, en sentral del av selskapets verdiskapning og også en sentral del av monitoreringen investor foretar i selskapet.

NCM sier noe om dette på en presis måte:

«En investor har ofte ikke en grunnleggende produktkompetanse, men ofte han har en kommersiell bakgrunn. Og det han ofte kan tilby er det som går på å videreutvikle bedriften i forhold det forretningsmessige. Da snakker en ofte om det som går på økonomisk kompetanse, regnskapskompetanse, markedsforståelse, forståelse av budsjetter etc.

Han kan også bidra med kunnskap og markedsforståelse om konkurrenter og ikke minst sørge for at bedriften har oversikt over de kommersielle bitene av virksomheten.

De fleste gründere er veldig sterke på akkurat det de kan, som ofte er selve produktet/teknologien de har utviklet. En investor kan supplere gründeren i den kommersielle biten av det å drifte og utvikle selskapet, og trygge det forretningsmessige rundt selskapet. Samtidig som en investor er opplært til å se muligheten som ligger/dukker opp i markedet».

Ved å ha et tett samarbeid med nøkkelpersoner i selskapet, så finner en erfaren og klok investor relativt kjapt ut hvordan ledelsen i selskapet faktisk fungerer i praksis.

Basert på denne kunnskapen, så vil jo investor kunne ha et saklig grunnlag for å vurdere hvor mye oppfølging av ledelse og selskap som er nødvendig. Dersom investor har en styreplass i selskapet, og i hvert fall hvis det er en styreformann plass, så har investor relativt tett og uhindret adgang til vitale opplysninger om økonomiske forhold og andre forhold som påvirker selskapet.

Som nevnt tidligere, har forskningen til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984) og flere andre fremtredende kapasiteter på området, pekt på at investor ser viktigheten av å ha tilgjengelige kontrollmekanismer i investeringen sin (De Clercq & Manigart, 2007) og (Sapienza et al., 1995).

Sammendrag av femte fase:

Sentrale faktorer som er viktig i denne fasen:

- Samarbeid mellom investor og selskap for å gjøre selskapets drift og resultat så vellykket som mulig.
- Monitorering skjer oftest gjennom et tett samarbeid mellom investor og selskapsledelse.
- Monitorering i form av økonomiske rapporter, og regnskap.
- Monitorering i form av direkte observasjon gjennom styreplass.
- Investor tilbyr human- og sosial kapital til selskapet, for å dempe risikoen ved den usikrede investeringen.

6.0 Konklusjon

Målet mitt med denne studien er å gi en så grundig analyse som mulig, basert på de ressursene som er tilgjengelig for en masterstudent, av temaet; Investering i SMB, samt besvare forskningsspørsmålene mine grundig og presist. Det betyr at på bakgrunn av min studie, så kan både investormiljøet og SMB miljøet, få en dypere innsikt i hva som er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB, samt hva som er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor.

En av de vesentligste empiriske slottsatsene som kan utledes av min studie, er at studien viser hva som er sentrale faktorer for en investor ved investering i en SMB, dernest viser de empiriske slottsatsene hva som er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor.

Slik forskningsspørsmålene er bygd opp, og formulert, så griper de i stor grad inn i hverandre og til dels overlapper hverandre. For eksempel; det som er sentrale faktorer for en investor ved investering, vil ofte også være viktig i de ulike fasene av en investering.

Studien verifiserer også, i stor grad, tidligere forskning på området. Det betyr at de hypotesene som er utledet av tidligere forskning, særlig forskning i forhold til risikokapitalister, er styrket.

6.1 Hva er sentrale faktorer for en investorer ved investering i SMB?

Min studie viser at legger investorer stor vekt på å tjenes penger på sine investeringer, formulert som «Forventet avkastning av investert beløp». Dette kan ses i sammenheng med at avkastning er hele poenget og grunnfjellet for en kommersiell investering.

Landström (1997) sin studie konkluderer med at de nordiske investorer, legger enda mer vekt på avkastning enn de utenfor Norden.

Resultatene av studien min tyder videre på at investorer legger stor vekt på kvaliteten på ledelsen og ledelsespotensialet som befinner seg i bedriften de skal investere i. Ut fra en utfyllende tolkning av empirien i den kvalitative delen, kan en utlede at investor ser det som svært viktig at bedriften har en ledelse som har evne og mulighet å ta de riktige grepene enten alene og/eller i samarbeid med en eller flere investorer.

Min studie viser at i SMB segmentet, er det ofte et relativt tett samarbeid mellom investor og sentrale personer i investeringsobjektet. Det er derfor ganske lett å forstå hvorfor en investor

vektlegger personkjemi, samarbeidsevner og den riktige type mentale innstilling hos de han skal samarbeide med i bedriften han investerer i.

En bedriftseier som har utfordringer med sosiale relasjoner, ikke har den rette mentale innstilling til det han driver med, herunder en sterk motivasjon, vil oftere kunne ha utfordringer med å tiltrekke seg investorer enn de bedriftseierne som innehar disse kvalitetene.

Jeg har forsøkt å finne de viktigste «fellesnevnerne», som er mulig å finne, av hva som investor synes er aller viktigste attributter for at de skal finne det interessant å investere. For derigjennom å besvare forskningsspørsmålet mitt så presist som mulig.

En bedriftsleder/gründer bør ha en god forretningside, som har ført til et bra produkt, som han har vist til kan generere overskudd over en periode, for at en gjennomsnittlig investor skal synes det er interessant å investere.

En tydelig exit strategi og en konsensus om når exit skal skje, er også en sentral faktor for en investor.

Dersom ledelsen i selskapet har høy kompetanse på det å kunne lede og drive selskapet, samt også rår over solide faglige resurser i selskapet, vil dette være noe som kan være med å øke sjansene for at selskapet kan bli attraktivt for en investor.

Kort sagt; investor er ute etter bedriftsledere som vet hva de driver med.

6.2 Hva er viktig i de ulike fasene i en investeringsprosess for en investor?

Oppstillingen som er foretatt i min studie, er etter inspirasjon fra sentral forskning på teamet.⁵³ Den kan virke skjematisk og sekvensiell, men i praksis så kan prosessene, spesielt i fase 1 og 2 være glidende overganger. Det er også sannsynlig at en Salgpitch kan skje ved første møte med investor i fase 1 og ikke i fase 2, slik jeg har beskrevet den tradisjonelle måten. Men av pedagogiske og fremstillingsmessige hensyn, har jeg vurdert det å være mest hensiktsmessig å følge den oppstilling, og aktiviteter som tidligere forskning har vist skjer i de ulike fasene.

⁵³ Se særlig kapittel 2.10.

I første fase av en investeringsprosess, er det følgelig ganske avgjørende å oppnå kontakt med en investor. Min studie viser at den første kontakten med en investor, er viktig.

Videre så har forskning har vist at de som blir henvist til investorer av referansepersoner, oftere har større muligheter å få kontakt med en investor, enn de som er helt ukjent og forsøker å kontakte investorer på egen hånd uten å bli henvist eller anbefalt.⁵⁴

Den første kontakten er viktig at det skjer på en måte som levner et godt førsteinntrykk hos investor. Dette kan være avgjørende for om en blir vurdert nærmere, og blir med videre i en investeringsprosess.

I fase to av investeringsprosessen, screening fasen, har min studie vist at de som kan synliggjøre en god forretningside som har potensial til å genere lønnsomhet, vil være interessant for en investor.⁵⁵

Det som fremkommer av øvrig forskning har vist at dersom en har en god forretningside, kan det være hensiktsmessig å spørre investor om en kan få lov til å tilby en kort salgs Pitch. Videre er det er viktig at denne presentasjonen er så god som mulig og at den belyser de relevante sidene av forretningsideen.⁵⁶ For tidligfase aktører, uten noe særlig track record å vise til, er en god forretningsplan et godt kommunikasjonsverktøy overfor en potensiell investor.⁵⁷

Tredje fase - evalueringsfasen. Min studie viser at dette er en fase der det viktig å kunne underbygge forretningsideen sin med relevant fakta og tall materiale, slik at investor har mulighet til å kunne foreta en vurdering av risiko og avkastning knyttet til investeringen.⁵⁸ Videre så viser min studie at investorene ikke er redd for å investere i bransjer og markeder de vet lite om. De virker motiverte og er villige til å gå langt, for å forstå det eventuelt nye produktet/teknologien de potensielt skal investere i.⁵⁹

Basert på hva det er som er produktet/teknologien eller tjenesten som skal kommersialiseres, så vil det dukke opp relevante spørsmål om marked, produktgenskaper, patent beskyttelse,

⁵⁴ (Mason & Harrison, 1996; Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984).

⁵⁵ Se vedlegg 2; Kvalitativt dybdeintervju med HI og NCM.

⁵⁶ Se (Daly & Davy, 2016; Drake, 2014); Williams (2013).

⁵⁷ (Mason & Stark, 2004); Wickham (2006).

⁵⁸ Se vedlegg 2. Kvalitativt dybdeintervju med NCM.

⁵⁹ Se vedlegg 2. Særlig hva NCM sier om dette.

teknologi, konkurranse etc. Disse spørsmålene er viktig å få avklart for en investor når han skal kunne evaluere den potensielle investeringen.⁶⁰

Min studie viser også at det er viktig med en forretningsmessig gjennomgang av selskapet det skal investeres i, en gjennomgang som belyser de relevante økonomiske og juridiske forhold tilknyttet selskapet det skal investeres i – en Due Diligence (DD). Det er ikke uvanlig at en begynner en innledende eller forberedende DD allerede i denne fasen. Det er også viktig at denne DD er tilpasset det selskap det skal investeres i⁶¹

At en DD bør være tilpasset investeringens kompleksitet og art, støttes også av øvrig forskning på dette området.⁶²

Fjerde fase, er strukturingsfasen. Min studie viser at i denne fasen er det viktig å avklare sentrale elementer som pris, kapitalform, ulike roller i selskapet. Ofte skjer dette gjennom forhandlinger da begge parter er interessert i en løsning som er lønnsom.⁶³

Min studie støttes også av øvrig forskning om hva som er viktig i denne fasen av en investeringsprosess.⁶⁴

Min studie viser også at i denne fasen vil de ovenfor nevnte elementer avgjøres, før en setter signatur på avtalen og overfører kapital til selskapet. I denne fasen vil også den avsluttende DD gjennomføres, og investor kvalitets sikrer de opplysninger som er blitt gitt tidligere.⁶⁵

Min studie støttes også av tidligere forskning vedrørende kvalitetssikring av opplysninger og sentrale forhold før en setter signatur på avtalen.⁶⁶

Femte fase, er den aktivitet som skjer etter at avtalen er signert.

Min studie viser også at for investor er det viktig at samarbeidet med nøkkelpersoner i selskapet er godt, og at en har en god kommunikasjon om de sentrale forretningsmessige faktorer som økonomi og selskapets drift. Det fremkommer også av min studie at dette ofte kan være en avgjørende faktor for om samarbeidet og personkjemien er av en sånn art det er interessant og attraktivt for en investor å inngå en investeringsavtale.⁶⁷

⁶⁰ (Boocock & Woods, 1997; John Hall & Hofer, 1993; Sudek, 2006).

⁶¹ Se vedlegg 2. Særlig på kvalitativt dybdeintervju med NCM.

⁶² (Harvey & Lusch, 1995; Hearne & Dean, 1989; Meyer & Boye, 2008).

⁶³ Se vedlegg 2. Kvalitativt dybdeintervju.

⁶⁴ (Tyzoon T. Tyebjee & Albert V. Bruno, 1984); Wickham (2006).

⁶⁵ Se vedlegg 2. Kvalitativt dybdeintervju.

⁶⁶ (J Hall & Hofer, 1989), (Boocock & Woods, 1997).

⁶⁷ Se vedlegg 2. Kvalitativt dybdeintervju.

Øvrig forskning viser også at en god og profesjonell tone og godt samarbeid er viktig, slik at investor kan tilby den human- og sosial kapital som er nødvendig til selskapet⁶⁸

6.3 Begrensninger

Utfordringen med studien og muligens den største begrensningen, slik jeg ser det, er det lave antall respondenter jeg har i studien. Imidlertid er noe av denne begrensningen oppveiet av den faglige kvaliteten på respondentene og den grundige analytiske behandlingen empirien i studien har gjennomgått.

Kun 4 respondenter har svart på spørreskjema. Dette er en empirisk begrensning, som vanskeliggjør en tradisjonell kvantitativ analyse av spørreundersøkelsen. Dessuten har to respondenter ikke villet stille til dybdeintervju, for på den måten, enten kunne bekrefte eller utdype, noen av svarene de ga på spørreundersøkelsen. Noen av svarene til spesielt en av de som ikke stilte til dybdeintervju, har vært avvikende i forhold til gjennomsnittet. Det hadde derfor vært svært interessant å høre hans forklaring på dette.

Som tidligere nevnt, er også modellen til Tyzoon T Tyebjee og Albert V Bruno (1984), veldig skjematisk og sekvensiell. Basert på svarene til respondentene i den kvalitative delen, så er virkelighetens investeringsprosess ikke nødvendigvis så sekvensiell og vidløftig.

6.4 Implikasjoner.

Studien kan være til nytte og hjelp for mange aktører innen finansieringsbransjen.

Først og fremst er denne studien til nytte for de som ønsker seg finansiering og investering i selskapet sitt. Slik kan studien gi innsikt i hva en typisk investor i Private Equity segmentet ser etter, hva de legger vekt på, og hvordan prosessen kan være, når de skal investere i SMB og tidligfasebedrifter.

Det vil også være interessant for andre aktører innen risikokapitalsegmentet å vite hvordan PE investorer tenker, herunder andre investorer som investerer i SMB, VC og såkornfond. Også for banker, som er en viktig kapitaltilbyder, kan det være av interesse å vite hvordan en investor i PE segmentet gjør sine investeringsbeslutninger. Siden den norske økonomien og kapitalmarkedet ikke befinner seg i et vakuum eller isolasjon, vil det også være interessante

⁶⁸ Se kapittel 2.11 og (De Clercq & Manigart, 2007).

implikasjoner for andre offentlige aktører, slik som IN og andre statlige og halvstatlige aktører som operer i kapitaltilbydermarkedet. Hvordan en typisk PE investor tenker og hva han ser etter når han vurderer risikokapitalinvesteringer, anser jeg for å være svært verdifull informasjon for alle som på en eller annen måte er tilknyttet økonomi- og finans markedet.

Studien har gitt meg mulighet til å undersøke hva investor ser etter og legger mest vekt på når de skal bruke sine egne, eller eiernes penger til å generere økonomisk avkastning gjennom en investering. Studien har også vist, hvordan forholdet mellom norske investorer og de utenfor Norden er, når de står ovenfor samme spørsmål- hva skal vi investere i? hvem skal vi investere i? og hvorfor ønsker vi å investere i akkurat denne bedriften? Studien har også vist at det er relativt små avvik mellom tidligere forskning og nyere forskning på samme området.

6.5 Råd til de som vil tiltrekke seg investorer.

Basert på min studie, eksplisitt og implisitt, har jeg grunnlag for å gi følgende råd til de som søker investering:

- Lær deg hvordan en typisk investeringsprosess foregår, og hva som er de naturlige og logiske fasene i en investeringsprosess. Min studie viser at det er mange likhetstrekk med hvordan en typisk investeringsprosess foregår.
- Lær deg den beste måten å ta kontakt med en investor på. Hvis du har en referanseperson som kan anbefale deg eller «gå god for deg» ovenfor en investor, er dette antagelig det beste. Hvis du ikke har en referanseperson; vær forberedt på at du må kunne foreta en rask salgspitch på kort varsel. Min studie viser at investorer har et høyt aktivitetsnivå. Investorer verdsetter å ikke kaste bort tiden sin.
- Jobb med å skaffe deg et stort nettverk blant ressurspersoner innen investor og finansmiljøet. Bekjentskaper og et godt renommé, er faktorer som aldri kan undervurderes betydningen av.
- Lær deg å salgspitche en investor eller en interessent. Øvelse gjør mester. Ha en så god og profesjonell presentasjon som overhodet mulig, der du redegjør for selskapet ditt og det som skal kommersialiseres. Redegjør for det som det søkes kapital for og forklar nøyaktig hva du søker kapital for og hvorfor.
- Når du har fått kontakt med investor, og fått gjennomført pitchen; ha kontroll over hvordan selskapet ditt er bygd opp, hvilke eiendeler du har, hva disse eiendelene er verdt og ikke minst: ha en ide om hva hele selskapet ditt er verdt, og ha en god

begrunnelse som underbygger og forklarer den verdien – eventuelle feil eller ren bløff, vil bli oppdaget når det skal gjennomføres en Due Diligence. Vær ærlig og sannferdig.

- Lær deg markedet ditt. Gjør de analysene du mener er nødvendig for å finne ut av din bedrifts konkurransefortrinn og de sidene av bedriften og produktet/tjenesten/teknologien din som har et forbedringspotensial for å kunne penetrere og dominere et marked.
- Ha klare og edruelige tanker om hvordan du skal genere overskudd i bedriften din. Studien viser at investor vektlegger høyt det å tjene penger på investeringen sin. Tydeliggjør ovenfor investor hvilke vekstmuligheter som er for din bedrift, enten i eksisterende marked, eller ved å gjøre noen modifikasjoner for å kunne penetrere et nytt marked eller for den innovative; om det er mulig å skape seg et helt nytt marked.
- Ha kontroll på dine kvaliteter og kunnskaper for å lede et selskap. Min studie viser at investorer legger stor vekt på ledelsesevner og ledelsespotensiale.
- Vær den beste faglige- og menneskelige utgaven av deg selv. Studien viser at investor ser etter de som er den beste innen sitt fagfelt og som også har solide sosiale skills. Har du ikke de nødvendige fagkunnskapene; bygg et sterkt team som supplerer dine kunnskaper og evner.
- Se muligheter og aldri - aldri - gi opp. Et avslag betyr en ny mulighet hos en annen investor. Hvis du feilet/tapte; vær desperat etter å finne ut hvor du feilet og hvorfor. Og ikke minst; hvis du fant ut hva som gikk galt - Lær av dine feil. Min studie viser at investor tiltrekkes av folk som er en «Doer» - en som får ting til å skje, er hardtarbeidende og som elsker det han driver med. Elsker du ikke jobben din og mangler du entusiasme, motivasjon og inspirasjon, vil dette være vanskelig å skjule overfor en investor.

6.6 Forslag til videre studier

Jeg konkluderer med at verdiskapning er viktig for en åpen økonomi. Basert på en slik konklusjon vil studier innen dette området være svært nyttig. Spesielt studier innen risikokapitalinvesteringer, siden denne investeringsformen står for en ikke ubetydelig del av verdiskapningen i Norge. Jeg vurderer det til at det vil være hensiktsmessig og nyttig å foreta videre studier særlig hvordan PE og VC investorene vurderer sine investeringer og også hvordan de vektlegger hva som er sentrale faktorer ved en investering.

Denne studien er lagt opp til at det er generelle sentrale faktorer som er vurdert.

Det kan derfor være hensiktsmessig, ved videre studier, å se på for eksempel ulike markeds og yrkessegment og se om det kan være forskjell hvordan en PE-investor vurderer hva som er sentrale faktorer basert på hvilken type bedrift det skal investeres i. For eksempel det som er sentrale faktorer for investering i en IT-bedrift, trenger ikke nødvendigvis være sentrale faktorer ved investering i andre markeds- og yrkessegment.

Siden studien har vist stor sammenheng mellom det som tidligere studier har vist, vil det være naturlig og logisk og ta i betraktning det arbeidet og de erfaringene som tidligere investorer og bedriftseiere har tilegnet seg.

Selv om studien har vist at det er stor konsistens mellom tidligere og nyere forskning, så vil tesen om at «verden ikke står stille» være gyldig. Tatt i betraktning at SMB står for en vesentlig del av verdiskapningen,⁶⁹ anser jeg det derfor som viktig at det gjøres forskning og studier på finansiering- og investeringsområdet også i fremtiden.

⁶⁹ Se særlig kapittel 1.1

Litteraturliste

- Aaker, D. & Day, G. (1986). *Marketing research* 3rd ed: New York, John Wiley & Sons.
- Almås, R. (1990). *Evaluering på norsk: ei innføring i vurdering av prosjektarbeid og handlingsretta forskning*: Universitetsforlaget.
- Amit, R., Brander, J. & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Berger, A. N., Udell, G. F. & Board of Governors of the Federal Reserve, S. (1998). *The economics of small business finance : the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle* (1998-15). Washington, D.C: The Board.
- Berggren, B., Olofsson, C. & Silver, L. (2000). Control Aversion and The Search for External Financing in Swedish SMEs. *An International Journal*, 15(3), 233-242. doi: 10.1023/A:1008153428618
- Bienz, C. (2016). Leveraged buyouts in Norway. *NHH-Norwegian School of Economics. Bergen: NHH Department of Finance*.
- Birch, D. G. (1979). The job generation process.
- Bjørkheim, A., Holum, K., Branæs, H., Thowsen, K. & Ingdahl, E. (2002). Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak. En studie av etterspørsels-og tilbudssiden: Oslo: Nærings-og handelsdepartementet.
- Blau, P. (1964). *Exchange and Power in Social Life* Wiley New York Google Scholar.
- Boocock, G. & Woods, M. (1997). The evaluation criteria used by venture capitalists: evidence from a UK venture fund. *International Small Business Journal*, 16(1), 36-57.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance* (11th global ed.). Maidenhead: McGraw-Hill.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. & Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*: Tata McGraw-Hill Education.
- Brophy, D. J. (1981). *Venture capital investment*. Paper presentert på Babson College Entrepreneurship Research Conference Proceedings. Edited by the Center for Entrepreneurial Studies of Babson College. Wellesley.

- Carter, N., Brush, C., Greene, P., Gatewood, E. & Hart, M. (2003). Women entrepreneurs who break through to equity financing: the influence of human, social and financial capital. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 5(1), 1-28.
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of business venturing*, 19(2), 261-283.
- Cock, E., Gjerde, J. & Raugland, T. (2016). Finansiering fram til børs - en oversikt. *Praktisk økonomi & finans*, 32(01), 34-42. doi: 10.18261/issn.1504-2871-2016-01-05
- Cooper, I. A. & Carleton, W. T. (1979). Dynamics of borrower-lender interaction: partitioning final payoff in venture capital finance. *Journal of Finance*, 34(2), 517-529.
- Cumming, D. & Zhang, M. (2019). Angel investors around the world. *Journal of International Business Studies*, 50(5), 692-719.
- Cumming, D. J. (2005). Capital structure in venture finance. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 550-585.
- Daly, P. & Davy, D. (2016). Crafting the investor pitch using insights from rhetoric and linguistics. I: *The Ins and Outs of Business and Professional Discourse Research* (s. 182-203): Springer.
- Davidsson, P. & Honig, B. (2003). The role of social and human capital among nascent entrepreneurs. *Journal of business venturing*, 18(3), 301-331.
- Davidsson, P., Lindmark, L. & Olofsson, C. (1994). New firm formation and regional development in Sweden. *Regional studies*, 28(4), 395-410.
- De Clercq, D. & Manigart, S. (2007). The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement. *Handbook of research on venture capital*, 193218.
- Delmar, F., Donckels, R. & Miettinen, A. (1997). Entrepreneurship and SME Research: on its Way to the Next Millennium. *Measuring growth: methodological considerations and empirical results*, 199-215.
- Delmar, F. & Wiklund, J. (2008). The effect of small business managers' growth motivation on firm growth: A longitudinal study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 437-457.
- Diamond, S. C. (1985). *Leveraged buyouts*: Irwin Professional Pub.

- Drake, D. (2014). Raising Capital: 10 pitching mistakes most start-ups make. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 25(4), 29-31.
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R. & Jackson, P. R. (2012). *Management research* (4th ed.). Los Angeles: Sage.
- Emory, C. W. & Cooper, D. R. (1991). *Business Research Methods*. Homewood IL: Richard D. Irwin: Inc.
- 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.
- Fried, V. H., Bruton, G. D. & Hisrich, R. D. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of business venturing*, 13(6), 493-503.
- Fried, V. H. & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial management*, 28-37.
- Gaston, R. J. (1989). *Finding private venture capital for your firm: A complete guide*: John Wiley & Sons Inc.
- Gladstone, D. & Gladstone, L. (2002). *Venture capital handbook: an entrepreneur's guide to raising venture capital*: FT Press.
- GLASSMEYER, E. (1981). Venture Financing Techniques. *Guide to Venture Capital Sources*, Capital Publishing Corp., Wellesley, Mass, 64-66.
- Gompers, P. A. & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle*: MIT press.
- Gorman, M. & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of business venturing*, 4(4), 231-248.
- Green, P. E. & Srinivasan, V. (1978). Conjoint analysis in consumer research: issues and outlook. *Journal of consumer research*, 5(2), 103-123.
- Grünfeld, L. & Jakobsen, E. (2007). Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster. *Norsk økonomisk tidsskrift*, 121(1), 39-54.
- Grünfeld, L. A., Grimsby, G., Clausen, T. & Madsen, E. L. Evaluering av ordningene for såkornfond under Innovasjon Norge.

- Grünfeld, L. A., Iversen, L. M. & Grimsby, G. (2011). The need for government supported capital measures in the market for early stage risk capital in Norway. *Menon Business Economics. Publication no. 18*.
- Grünfeld, L. A. & Jakobsen, E. W. (2006). *Hvem eier Norge?: eierskap og verdiskaping i et grenseløst næringsliv*: Universitetsforlaget Oslo.
- Guidelines for research ethics in the social sciences, humanities, law and theology* (2016). Oslo: The National Committee for Research Ethics in the Social Sciences and the Humanities.
- Gundersen, F. & Langeland, O. (2004). Mer enn penger? Kunnskapsbedrifters erfaringer med venture og såkornkapital: NIBR-notat.
- Gustafsson, A., Herrmann, A. & Huber, F. (2000). Conjoint analysis as an instrument of market research practice. I: *Conjoint measurement* (s. 5-45): Springer.
- Hall, J. & Hofer, C. (1989). *A revised model of venture capitalist decision making*. Paper presentert på Babson Entrepreneurship research conference.
- Hall, J. & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of business venturing*, 8(1), 25-42.
- Harrison, R., Hoy, J., Mason, C., Muzyka, D., Landstrom, H. & Lumme, A. (1994). *The Perception of Opportunity--European Venture Angels*. Paper presentert på Paper at 14th Annual Babson Conference, Babson College, Mass.
- Harvey, M. G. & Lusch, R. F. (1995). Expanding the nature and scope of due diligence. *Journal of Business Venturing*, 10(1), 5-21.
- Hearne, J. & Dean, D. (1989). The preacquisition search for environmental risks, Mergers and acquisitions, Jan.
- Hellevik, O. (2002). *Forskningsmetode i Sosiologi og Statsvitenskap*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Hellmann, T. & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *The review of financial studies*, 13(4), 959-984.
- Hogan, T. & Hutson, E. (2005). Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. *Global Finance Journal*, 15(3), 369-387. doi: 10.1016/j.gfj.2004.12.001

- Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? : innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. utg.). Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Jacobsen, D. I. & Thorsvik, J. (2013). *Hvordan organisasjoner fungerer* (4. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg.). Oslo: Abstrakt forl.
- Kaplan, S. N. & Stromberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- Kaplan, S. N. & Strömberg, P. (2000). How do venture capitalists choose investments. *Workshop Paper, University of Chicago*, 121, 55-93.
- Kathleen, E. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Khan, A. M. (1987). Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioral decision models. *Journal of Business Venturing*, 2(3), 193-205.
- Landström, H. (1997). *Synen på affärsmöjligheter: Informella riskkapitalisters beslutskriterier i samband med bedömningen av nya investeringsförslag*: Scandinavian Institute for Research in Entrepreneurship (SIRE).
- Leary, M. T. & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355. doi: 10.1016/j.jfineco.2009.10.009
- Lehn, K., Netter, J. & Poulsen, A. (1990). Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 557-580.
- Lerner, J. & Gompers, P. (2001). The money of invention: How venture capital creates new wealth.
- Levie, J., Graves, A. & Botham, R. (2015). Business growth ambitions amongst SMEs—changes over time and links to growth.

- Macdonald, M. (1991). *Creating threshold technology companies in Canada: the role for venture capital*: Science Council of Canada.
- MacMillan, I. C., Siegel, R. & Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- MacMillan, I. C., Zemann, L. & Subbanarasimha, P. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of business venturing*, 2(2), 123-137.
- Malkiel, B. G. & Fama, E. F. (1970). EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK*. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. doi: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x
- Mason, C. & Harrison, R. (1996). Why 'Business Angels' Say No: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate. *International Small Business Journal*, 14(2), 35-51. doi: 10.1177/0266242696142003
- Mason, C. & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248.
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2010). Venture capital and the finance of innovation. *VENTURE CAPITAL AND THE FINANCE OF INNOVATION, 2nd Edition*, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, eds., John Wiley and Sons, Inc.
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: a survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654.
- Meyer, C. B. & Boye, K. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*: Cappelen akademisk.
- Morrisette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 52-66.
- Muzyka, D., Birley, S. & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592. doi: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0

- Nielsen, N. H. (2017). Startup funding.
- Nyman, M., Lundgren, J. & Rösiö, C. C. (2012). *Riskkapital: private equity-och venture capital-investeringar*: Norstedts juridik.
- Poindexter, J. (1976). The efficiency of financial markets: the venture capital case. Unpublished doctoral dissertation, New York University, NY".
- Publishing, O. (2010). *OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship High-Growth Enterprises: What Governments Can Do to Make a Difference*: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Reitan, B. & Sorheim, R. (2000). The informal venture capital market in Norway? Investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 2(2), 129-141.
- Reynolds, P., Storey, D. J. & Westhead, P. (1994). Cross-national comparisons of the variation in new firm formation rates. *Regional studies*, 28(4), 443-456.
- 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. doi: 10.1080/13691066.2012.654601
- Riquelme, H. & Rickards, T. (1992). Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505-518.
- Roberts, E. B. (1991). High stakes for high-tech entrepreneurs: Understanding venture capital decision making. *MIT Sloan Management Review*, 32(2), 9.
- Roberts, M. J. & Barley, L. (2004). How venture capitalists evaluate potential venture opportunities.
- Saetre, A. (2003). Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(1), 71-94.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.
- Sapienza, H. J., Manigart, S. & Vermeir, W. (1995). *A COMPARISON OF VENTURE CAPITALIST GOVERNANCE AND VALUE-ADDED IN THE US AND WESTERN EUROPE*. Paper presentert på Academy of Management Proceedings.

- Shane, S. & Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management science*, 48(3), 364-381.
- Shepherd, D. (1999). Venture capitalists' introspection: A comparison of "in use" and "espoused" decision policies. *Journal of Small Business Management*, 37(2), 76-87.
- Shyam-Sunder, L. & C. Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure 1 This paper has benefited from comments by seminar participants at Boston College, Boston University, Dartmouth College, Massachusetts Institute of Technology, University of Massachusetts, Ohio State University, University of California at Los Angeles and the NBER, especially Eugene Fama and Robert Gertner. The usual disclaimers apply. Funding from MIT and the Tuck School at Dartmouth College is gratefully acknowledged. We also thank two reviewers, Richard S. Ruback and Clifford W. Smith, Jr., for helpful comments. 1. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244. doi: 10.1016/S0304-405X(98)00051-8
- Silva, J. (2004). Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture capital*, 6(2-3), 125-145.
- Skullerud, Å. M. B., Rønnevik, C., Skorstad, J., Pellerud, M. E., Norge & Europaparlamentet. (2019). *Personopplysningsloven og personvernforordningen (GDPR) : lov om behandling av personopplysninger 15. juni 2018 nr. 38 (personopplysningsloven) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2016/679 av 27. april 2016 om vern av fysiske personer i forbindelse med behandling av personopplysninger og om fri utveksling av slike opplysninger samt om oppheving av direktiv 95/46/EF (generell personvernforordning) : kommentarutgave*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Smith, A. (1817). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (2): Рипол Классик.
- Spilling, O. R., Moen, Ø., Bjørnåli, E., Finne, H. & Sørheim, R. (2011). *Høyvekstforetak-utfordringer, behov og virkemidler. En analyse gjennomført for Innovasjon Norge*: NIFU.
- Starrin, B. & Rønning, R. (2009). *Sosial kapital i et velferdsperspektiv : om å forstå og styrke utsatte grupper sosiale forankring*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Steier, L. & Greenwood, R. (1995). Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.
- Stordalen, P. A. & Forsang, J. (2019). *Jeg skal fortelle deg min hemmelighet* (Rev. utg.). Oslo: Pilar.

- Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), 89-104.
- Sørheim, R. (2006). Finansiering av vekstbedrifter. I: (s. s. 173-187). Kristiansand: Høyskoleforl., 2006.
- Sørheim, R. & Isaksen, E. (2008). Notat, Unge bedrifters kapitalbehov og det offentlige rolle'. *NTNU entrepreneurship Center, HHB–Handelshøgskolen i Bodø*.
- Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. (1984). Venture capital: Investor and investee perspectives. *Technovation*, 2(3), 185-208. doi: 10.1016/0166-4972(84)90003-8
- Uzzi, B. (1996). The sources and consequences of embeddedness for the economic performance of organizations: The network effect. *American sociological review*, 674-698.
- Van Leeuwen, B. & Foldvari, P. (2008). Human Capital and Economic Growth in Asia 1890–2000: A Time-series Analysis. *Asian Economic Journal*, 22(3), 225-240.
- Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. J. (2000). *Angel investing : matching start-up funds with start-up companies : the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalists*. San Francisco, Calif: Jossey-Bass.
- Vinogradov, E. & Kolvereid, L. (2007). Cultural background, human capital and self-employment rates among immigrants in Norway. *Entrepreneurship and Regional Development*, 19(4), 359-376.
- Wells, W. A. (1974). *Venture capital decision-making*. Carnegie-Mellon University.
- Weston, J. F. & Chung, K. S. C. (1990). *Mergers, restructuring, and corporate control*: Prentice Hall.
- Wetzel Jr, W. E. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review (pre-1986)*, 24(4), 23.
- Wickham, P. A. (2006). *Strategic Entrepreneurship* (4th ed.): United Kingdom: Pearson Education M.U.A.
- Williams, A. (2013). *A study on the art and science of pitching new businesses*. Massachusetts Institute of Technology.

Wolcott, H. F. (2008). *Writing up qualitative research*: Sage Publications.

Woolcock, M. & Narayan, D. (2000). Social capital: Implications for development theory, research, and policy. *The world bank research observer*, 15(2), 225-249.

Yin, R. (2009). *Case Study Research: designs and methods*, 4^o: Thousand.

Yukl, G. (2013). *Leadership in organizations* (Global ed.). *Essex: Pearson*.

Yung, C. (2012). Venture capital before the first dollar: deal origination, screening, and evaluation. I: *The Oxford Handbook of Venture Capital*.

Zacharakis, A. L. & Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346.

Vedlegg

Vedlegg 1 – Informasjonsskriv og samtykkeerklæring

Vil du delta i forskningsprosjektet?

” Investering i små- og mellomstore bedrifter (SMB) ”

Dette er et spørsmål til deg om å delta i et forskningsprosjekt hvor formålet er å Jeg ønsker å ha fokus på oppgaven fra et investorperspektiv, hvor venturekapitalselskapene har mulighet til å utdype hva det er som avgjør hvilke SMB og oppstartsbedrifter en venturekapital - aktør ønsker å investere i. I dette skrivet gir jeg deg informasjon om målene for prosjektet og hva deltakelse vil innebære for deg.

Formål

Forskningsprosjektet, er en Masteroppgave som avslutter min MBA-utdannelse.

Opplysningene som fremkommer i undersøkelsen, skal kun brukes til den overnevnte Masteroppgaven.

Hvem er ansvarlig for forskningsprosjektet?

Ansvarlig for prosjektet er Nord Universitet ved Prodekan Frode Soelberg

Hvorfor får du spørsmål om å delta?

Grunnen til at jeg spør akkurat Dere om å delta er at jeg mener Dere kan gi den relevante informasjonen som oppgavens tema skal forsøke å besvare.

Kontaktopplysninger om Dere har jeg tilegnet meg fra google sin søkemotor på internett.

Hva innebærer det for deg å delta?

Hvis du velger å delta i prosjektet, innebærer det at du fyller ut et spørreskjema. Det vil ta deg ca. 45 minutter. Spørreskjemaet inneholder spørsmål om Investering i små- og mellomstore bedrifter (SMB) og hva som gjør at Dere evt. Velger å investere i et bestemt selskap, hva Dere konkret ser etter.

Dine svar fra spørreskjemaet blir registrert elektronisk.

Det kan tenkes at jeg ønsker utfyllende og oppklarende og mer utdypende intervju, etter at spørreundersøkelsen er avsluttet. Jeg tar kontakt dersom det skulle være aktuelt.

- *Jeg kan ta lydopptak og notater fra intervjuet.*

Det er frivillig å delta

Det er frivillig å delta i prosjektet. Hvis du velger å delta, kan du når som helst trekke samtykke tilbake uten å oppgi noen grunn. Alle opplysninger om deg vil da bli anonymisert. Det vil ikke ha noen negative konsekvenser for deg hvis du ikke vil delta eller senere velger å trekke deg.

Ditt personvern – hvordan vi oppbevarer og bruker dine opplysninger?

Jeg vil bare bruke opplysningene om deg til formålene vi har fortalt om i dette skrivet. Jeg behandler opplysningene konfidensielt og i samsvar med personvernregelverket.

- *De som vil ha tilgang til opplysningene, er undertegnede og behandlingsansvarlig ved Nord Universitet.*

Tiltak som blir foretatt for å sikre at ingen uvedkommende får tilgang til personopplysningene.

Navnet og kontaktopplysningene dine vil jeg erstatte med en kode som lagres på egen navneliste adskilt fra øvrige data, datamaterialet vil bli lagret på forskningsserver eller innelåst/kryptert.

Deltakerne vil ikke kunne gjenkjennes i publikasjon uten samtykke. Ved samtykke vil det være forskningsrelevante opplysninger som korrelerer med oppgavens tema og problemstilling som vil publiseres.

Hva skjer med opplysningene dine når vi avslutter forskningsprosjektet?

Prosjektet skal etter planen avsluttes 2. desember 2019. Ved prosjektslutt så slettes alle opptak og eventuelle personopplysninger.

Dine rettigheter

Så lenge du kan identifiseres i datamaterialet, har du rett til:

- *innsyn i hvilke personopplysninger som er registrert om deg,*

- å få rettet personopplysninger om deg,
- få slettet personopplysninger om deg,
- få utlevert en kopi av dine personopplysninger (dataportabilitet), og
- å sende klage til personvernombudet eller Datatilsynet om behandlingen av dine personopplysninger.

Hva gir oss rett til å behandle personopplysninger om deg?

Vi behandler opplysninger om deg, ene og alene basert på ditt samtykke.

På oppdrag fra Nord Universitet har NSD – Norsk senter for forskningsdata AS vurdert at behandlingen av personopplysninger i dette prosjektet er i samsvar med personvernregelverket.

Hvor kan jeg finne ut mer?

Hvis du har spørsmål til studien, eller ønsker å benytte deg av dine rettigheter, ta kontakt med:

- Frode Soelberg. Prodekan ved Nord Universitet, frode.soelberg@nord.no, tlf. +47 75 51 76 90.
- Vårt personvernombud: Toril Irene Kringen, Seniorrådgiver
Økonomi og HR, toril.i.kringen@nord.no, tlf. +47 74 02 27 50
- NSD – Norsk senter for forskningsdata AS, på epost (personvernombudet@nsd.no) eller telefon: 55 58 21 17.

Med vennlig hilsen

Torbjørn Strøm

MBA student

Samtykkeerklæring

Jeg har mottatt og forstått informasjon om prosjektet (sett inn tittel), og har fått anledning til å stille spørsmål. Jeg samtykker til:

- *Å delta i spørreundersøkelse*
- *Å delta i dybdeintervju*

Jeg samtykker til at mine opplysninger behandles frem til prosjektet er avsluttet, 2. desember 2019.

(Signert av prosjektdeltaker, dato)

Vedlegg 2 – Dybdeintervjuer

Transkribert intervju. Odd Helge Skog, NorCap Management AS. 27.12.18

Spm. 1

Før investering, hvordan er det vanlig at en kommer i kontakt med gründere, bedriftsledere eller investeringsobjekter på?

Det er to innfallsvinkler; det er forskjellig og avhenger av type bedrift og i hvilken fase de befinner seg i. Hvis det er veldig tidlig fase bedrift, såkorn, tidlig venture, så er det ofte gründerne selv som er ute og leter etter investorer og kapital.

Fordi de har ofte en ide eller en produktide som bare dem kjenner til, bedriften er ikke kjent eller de har gått under radaren for en større krets av markedet.

I slike tilfeller er de avhengig av å fortelle markedet hvem de er og hva de kan tilby, for eksempel at de ser at deres ide eller produkt kan passe sammen -investeringsmessig- sammen med et bestemt konsept som et investeringsselskap eller tilbyder av kapital innehar.

Dersom det er veldig tidlig fase i selskapet, er det ofte som hovedregel selskapet selv som tar kontakt med potensielle investorer.

Imidlertid; ved senere fase ved venture eller spesielt ved «buy-out bedrifter» såkalte «modne bedrifter», så er det «både og» hvem som tar kontakt. Dette gjelder ofte bedrifter som har eksistert i noen år og hatt en fin vekst og som ønsker å komme videre ved å få et nytt løft ved å få inn en tung eier inn på eiersiden. I slike tilfeller, dersom det ofte er et kjent selskap i en spennende bransje, er det ikke uvanlig at investeringsselskapet selv tar kontakt og forsøker å opprette en dialog vedrørende mulig investering.

Oppsummert: jo mer tidlig fase bedriften befinner seg i, jo mer aktiv må bedriften selv være for å skaffe kapital og investorer. Men jo lenger bedriften kommer ut i venture og buy-out segmentet, så kan det være slik at de som jobber med private equity tar kontakt med dem. Dette fordi selskapet ser ut til å passe inn i strategien investoren/PE selskapet har – det kan være bransje, produkt/tjeneste, store vekstmuligheter o a

Spm. 2

Hva er hoved innfallsvinkelen ved første gangs kontakt er det den formelle kontakten eller kan denne kontakten skje uformelt?

Det kan være både og.

Mange, særlig tidlig fase bedrifter, kan være flinke til å vise seg frem på start-up seminarer og konferanser etc. eller det kan være på såkalte innovasjons og entreprenør inkubator miljøer, som for eksempel FLOW. Denne deltakelsen og disse arrangementene er jo ofte spesielt rettet med tanke på å tiltrekke seg investorer, og investorer og investeringselskap er ofte også invitert på disse arrangementene. Dette er typisk for mange av de tidlig fase bedriftene.

Bortsett fra dette, tror jeg mye koker ned til at det er en telefon til «rette vedkommende».

Spm. 3

Når dere har fått kontakt, og spørsmål om kapital og/eller finansiering kommer på banen, hva er det Dere ser etter/legger vekt på når Dere skal avgjøre om dette vil være en bra investering for Dere eller ikke?

Det første er ledelse, det er viktig å en tro og forventning om at en har en god ledelse i bedriften, som kan løfte bedriften videre og sammen med en aktiv eier.

Et annet sentralt kriterium for investor, spesielt vedrørende private equity og buy-out segmentet er; hvilket vekstpotensial som foreligger for bedriften. Bedriften må kunne vise til vekst og vekstambisjoner, og ikke minst vise til at det foreligger muligheter for vekst i et marked som foreligger en viss dynamikk i, som gjerne har et internasjonalt perspektiv hvor det å kjøpe opp og strukturere kan være riktig basert på en øket omsetning og verdiøkning hos bedriften.

Det som henger sammen med vekstpotensial er hvilket produkt/tjeneste selskapet kan tilby og hvor stor etterspørsel det er etter dette i markedet. en produkt/tjeneste som gjerne kan bearbeides og forbedres for å få økt omsetning på.

Spm. 4

Hvilke menneskelige karakteregenskaper er det Dere legger vekt på, i vurderingen av investeringens godhet/lønnsomhet?

Oftest er det vanskelig å vurdere menneskelige egenskaper når en ikke kjenner personene, da legger en ofte andre kriterier til grunn.

Imidlertid så vil noen av det viktigste av menneskelige karakteregenskaper være om disse menneskene er ledertyper som tar ansvar, som ser mulighetene og som er en «doer»

Og ikke minst om disse menneskene har forretningsmessig kompetanse og forretningsmessig forståelse. Videre så må bedriftsledelsen ha en forståelse av og ha evne til å kunne vurdere hvordan fremtidsutviklingen til bedriften skal bli, i hvert fall 2-3 år frem i tid.

Det går veldig mye på hvilken kommunikasjon og tillit som er mellom investor og gründer/bedriftseier.

Kort fortalt må en ha god kjemi mellom styrer av bedriften og investor. Og investor må ha tillit til at dette er «en doer» som «snakker samme språket» som investor. Jo større begeistring det er mellom investor og ledelse i selskapet mht. å supplere hverandres kompetanse, jo lettere er det å finne løsninger på utfordringer som dukker opp.

Spm. 5

Når Dere som investor har funnet ut at dette er en god investering. Hvilke undersøkelser gjør dere før avtaler signeres og kapital blir tilført selskapet? Vil det være en komplett due diligence prosess hver gang, eller vil dette variere basert på hvilken type selskap det er, kjennskap til ledelsen i bedriften og hvor bedriften er i livsløpet?

Det må foreligge en viss due diligence prosess, basert på juridiske, finansielle og forretningsmessige forhold.

Dette kan konkret gå ut på at en ser grundig gjennom relevant dokumentasjon bla. bedriftens regnskap, og i så henseende spesielt ser på fordringsmasse, varelager og eventuelt andre ting som måtte dukke opp i detalj.

Det kan blant annet være juridiske forhold og eventuelle juridiske tvister som bedriften er involvert i eller kan bli involvert i.

Det kan være for eksempel garantikrav etc. for en entreprenør så vil fremtidige-, det vil si ca. 2-3 års perspektiv, potensielle garantikrav være sentralt og av stor interesse for en investor.

Videre så vil jo denne due diligence prosessen foregå på litt forskjellig måte alt etter hva det er snakk om; Hvis en bedrift kjøper en bedrift, så er det ikke uvanlig at en bruker en 3-4 dager sammen med en advokat og en revisor for å vurdere sentrale forhold.

Hvis en går inn som investor, blir due diligence prosessen gjort på en litt enklere måte; i slike tilfeller får en ofte forelagt en del ting og ofte får en drøftet en del ting med bedriften, men det blir ikke så grundig hvis en bare kjøper for eksempel 30 % av bedrift kontra hvis en skal kjøpe hele bedriften.

Men uansett; det er selvfølgelig viktig å gjøre grundig forarbeid og due diligence prosess før investering, og før penger sendes over til bedriften.

Det er alltid et stykke arbeid som skal gjøres før investering, man blir ofte enig om hva som skal gjøres. Men det er viktig at det ikke blir «overkill» i en slik prosess, og at den ikke blir for omstendelig, men at den blir riktig og tilpasset hva man ønsker svar på.

Ofte blir det sendt over en due diligence liste med hva investor ønsker svar på, og krav om at all informasjon en ønsker svar på skal gjøres tilgjengelig for investor. Slik sett er ikke selve graden av informasjon noe problem.

Imidlertid så kan det være utfordringer knyttet til timingen av informasjon, det kan for eksempel være spesielle avtaler av konfidensiell art, som bør holdes hemmelige av konkurransemessige hensyn.

I slike tilfeller lages ofte en aksjekjøpsavtale hvor disse konfidensielle avtalene holdes hemmelig helt til signering skal skje og disse avtalene blir gjort synlige for investor tett før signering.

Så slik sett, med hensyn til timingen, kan det være ting og elementer i due diligencen som holdes igjen, helt til slutt, rett før signering. Men slike forhold reguleres ofte i en detaljert intensjonsavtale.

Spm. 6

Investerer Dere primært i bedrifter som tilhører markedssegment som Dere personlig har erfaring og kjennskap til?

Ja, det kan nok være, men det er skjer også at en går inn i bransjer eller segmenter som en ikke har spesiell erfaring fra eller kompetanse om, men om en først likevel investerer i slike selskaper så er dette etter grundig forarbeid, en må kunne og forstå bransjen en går inn i.

Imidlertid så tror jeg det avhenger hvor i Norge du befinner deg og i hvilket miljø det er snakk om.

I Nord Norge og i distriktene langs kysten så finnes det relativt få investor miljøer. Av og til kan en finne enkelte såkornfond for eksempel. Disse er proffe aktører og de tenker ikke nødvendigvis at de skal investere i en bestemt bransje de har erfaring fra.

Men det er jo flere som har kapital, også kysten rundt i vårt land. Disse personene har ofte tjent sin formue på havbruk og fiskebåt. Og så har du noen som har tjent penger på eiendom.

Erfaringen er at de som har tjent kapital på havbruk, spesielt i Nord Norge kanskje, er ofte mer konservativ i investeringstankegangen sin og de tenker at de skal investere sin formue/kapital i noe de kan, som jo er fiskeri og havbruk. Det som disse også tenker er at; dersom jeg ikke skal investere i noe jeg kan, så skal jeg i hvert fall investere i prosjekt som befinner seg i min region, som er med å styrke samfunnet rundt meg. Alternativt kan de tenke at de skal investere i for eksempel en leverandør som kan styrke deres næringsvirksomhet og investering. For eksempel fiskebåtredier som investerer i fryselager, og oppdrettsselskap som investerer i fôrbåter, emballasje- og transportfirmaer.

Og skulle man investere i en bransje eller et produkt/tjeneste som en ikke har sin bakgrunn i, vil de gå temmelig langt for å forsøke å forstå teknologien og konseptet selv før de evt. å hyrer inn eksperter og konsulenter for å hjelpe dem.

Dette fordi det er deres penger og de har behov for å skjønne og forstå produktet/tjenesten for å kunne vurdere kommersialiteten og markedet. Dette er så viktig at det ikke er unaturlig at investorene bruker noe tid for å forstå, fult ut hva dette dreier seg om.

Spm. 7

Hvor sentralt/relevant er vekstambisjonene og vekstpotensialet til de potensielle investeringsobjektene Dere vurderer?

Vi har eksempel fra vår bedrift at vi (ref: NCM AS) kan investere i firma som supplerer kommunale og fylkeskommunale tilbud, - som private aktører kan utvikle og drive mer effektivt og økonomisk, gjerne innen helse, fordi slike tjenester blir det bare større behov for etterhvert, og slik sett vil det være et tilfredsstillende vekstpotensial for oss. Fordi; Dette er bransjer som er i vekst, de er ofte i omstilling, det er muligheter å hente gode marginer

vedrørende avkastning av investeringen. En investor ser på alle muligheter ved investeringen, også «buy-out» av modne selskaper, men også videreutvikling, fusjon og oppkjøp og salg av deler av andre selskaper, i så henseende er volum på investeringen sentralt. Dette fordi det er ofte enklere å få stor avkastning når volumet, og omsetningen er stor. Og også fordi volum betyr mye for interesse fra andre investorer/selskaper. Det har også noe å si hvilket marked selskapet operer i: dersom de er lokalisert i flere regioner og således kan favne over flere markeder, er dette helt klart et konkurransefortrinn.

At bransjen og markedet er i vekst, at bransjen er i omstilling, at det er mulighet å hente gode marginer i avkastning, at det er mulig å strukturere bedriften; herunder spesielt oppkjøp med tanke på å bli enda større, at det er mulighet for synergier, at man har gode innkjøpsordninger-gjerne felles innkjøpsordninger hvis det er en større bedrift. Videre er det viktig å ha en veldig god bedrifts ledelse og et aktivt styre som er støttende til bedriftsledelsen som har de verktøyene en trenger for blant annet fusjonere og kjøpe opp andre selskaper.

Bransjen kan ikke være hva som helst, men det er sentralt at det er en bransje hvor det skjer ting og hvor det er vekstmuligheter og muligheter for oppkjøp og samarbeid med andre sentrale aktører.

Det er viktig å ha flere perspektiver på vekst; det ene er isolert sett, hvordan bedriften kan vokse alene og det andre er hvordan markedet og bransjen kan fusjonere med andre og hvordan bransjen kan se ut litt frem i tid.

Spm. 8

Har Dere en fastlagt exit strategi før Dere går inn i investeringen, eller er dette noe som utvikler seg i takt med utviklingen i investeringsobjektet?

Exit er svært viktig og sentral del av en investeringsbeslutning. De fleste investorer, uansett kategori, har en tanke om exiten før investeringsbeslutning tas.

En kommuniserer og utarbeider en strategi sammen i eiergruppen og ledelsen av bedriften hvordan tidsperspektivet er og hva som en ønsker å oppnå på den tiden.

Videre så er i all hovedsak tidsperspektivet avtalesfestet, for eksempel i en aksjonæravtale.

Det kan selvfølgelig finnes unntak, og at de kan gjøres forandringer underveis, men det er mer sjeldent at det gjøres.

Spm. 9

Du snakket om viktigheten av volum. Hvordan vil du karakterisere risiko ift. Volum og størrelse på bedriften og størrelsen på investeringen?

Jeg vil karakterisere risikoen for mindre når det er et stort selskap som har for eksempel en verdivurdering på ca. 200 millioner kontra et lite selskap, men dette beror jo også på en individuell vurdering. På generelt grunnlag er det lettere å skape avkastning (markedsrett, kompetanse) hvis en har mye store ressurser disponibel enn mindre.

Spm. 10

Hvilke kontrollmekanismer mener Dere er mest relevant å benytte Dere av når Dere skal holde kontroll med investeringen og evt. Kvalitetssikre opplysninger fra bedriftsledelsen?

Den største og viktigste kommunikasjonsplattformen mellom selskapet og oss som investor vil være bedriftens styre. Daglig leder kan også lage jevnlig rapporter som han sender oss. Men vi som investor sørger alltid å ha en mann fra oss i styret i en tung styreposisjon, ofte som styreformann.

Han vil også være et svært aktivt styremedlem som er veldig «hands-on» og «på» i forhold til styret. Han vil være veldig positiv i forhold til det meste som foregår og er selvfølgelig vår viktigste kommunikasjonsplattform og kontrollmekanisme i forhold til investeringen.

Han vil også være viktig i forhold til å gi gode råd til de andre styremedlemmene og til bedriften og være en aktiv diskusjonspartner i forhold til ledelsen i bedriften og resten av bedriftsstyret. Diskusjonene vil ofte dreie seg om spørsmål som; hvor vil bedriften og hvilke valg gjør vi underveis. Han vil ofte innta rollen som både rådgiver og som støtteperson.

De viktigste tingene er at vi har en god kjemi og har god tillit til bedriften og at vi er påskrudd i forhold til endringer og ting som må gjøres til enhver tid.

Spm. 11

Er det viktig å beholde størst mulig eierandel selv i startfasen, for en bedriftseier/gründer? evt. Hvorfor?

Det er viktig å ha balanse i disse tingene. Og det er veldig viktig for en gründer å beholde en ikke ubetydelig eierandel i den første fasen av bedriftsetableringen – for å kunne ha et godt økonomisk incitament for å stå på og lykkes i det videre arbeidet.

Når man investerer i en oppstart/tidlig fase bedrift, så er det stort sett gründeren og hans hode og ideer som er det viktigste i investeringen. Det er han som vil være den viktigste verdien i selskapet i en slik fase.

For gründeren vil det være viktig å beholde en så høy eierandel så lenge som mulig, i alle fall i en oppstartsfasen.

Imidlertid vil dette ofte kunne være komplisert i forhold til en investor, fordi de fleste investorer vil ha en eierandel som gjør investeringen verdt og som gjør det verdt for investor å bruke penger og ikke minst tid og energi på oppstartsselskapet, blant annet fordi det er en risiko med de fleste investeringer. Denne risikoen bør være verdt det i forhold til blant annet hvor stor avkastning en ser for seg. Dette vil bero på en vurdering av selskapet og gründeren.

Hvor stor eierandel investor vil kreve varierer selvfølgelig, men det bør være et betydelig økonomisk incentiv for at investor skal ønske å bruke tid, penger og energi på selskapet. Og dette vil for så vidt også gjelde for mer etablerte selskaper med litt høyere omsetning, og ikke bare oppstartsselskaper.

Det vil være viktig at en finner en skikkelig god tone og kjemi og at en finner eierandel som er motiverende for begge parter.

Det er også viktig at en finner gode strategier på vekst- og inntjeningsmuligheter på sin eierandel.

En investor som kommer inn i en «buy-out» bedrift, han kjøper oftest kreve en kontrollposisjon eller en kontrollerende andel av bedriften. Men i disse tilfellene lager investor mekanismer som gjør at «gamle eiere» har mye å hente på å være med videre i

selskapet og hjelpe de nye eierne å videreutvikle selskapet videre, slik at en sikrer en verdiøkning.

Det er også mulig å favorisere de eierne av bedriften som er aktiv kontra en som er passiv, i slike tilfeller. Denne favoriseringen kan blant annet gå ut på å innrømme de aktive eierne mer prosentandel av overskuddet i bedriften i en slik transformasjonsfase.

Dette er en logisk konsekvens og tanke om at de som bidrar mest, også bør være de som får mest. Slik sett skal det være motiverende, og det skal lønne seg å stå på og «gå i krigen» for selskapet. Grunntanken bak dette, er at en må finne mekanismer som gjør det motiverende å bidra til verdiskapning i selskapet, i en transformasjonsfase når nye eiere kommer inn og de gamle eierne trekker seg gradvis tilbake. Det er viktig å ta vare på den erfaringen og kompetansen som ligger i bedriften ved en overtagelse. Dette sikres ved overnevnte mekanismer. Kontinuitet ved overtakelse, transformasjon og exit er svært viktig.

Spm. 12

Følger Dere med/vier oppmerksomhet til den avsluttede investeringen etter exit, bl.a for å se om evt. videre engasjement i investeringen kunne gitt større avkastning? Eller er det et avsluttet kapittel, blant annet som følge av avtaler vedrørende tidsperspektiv og exit, og som derfor ikke vies oppmerksomhet fra Deres side?

Dette beror ofte på hvilke type bransje og bedrift det er snakk om.

Når det gjelder enkelte teknologibedrifter og medisinske selskap som driver med enten teknologiske eller medisinske løsninger som er uoversiktlige og der tidsperspektivet for når de skal enten ferdig utvikle den teknologiske løsningen eller den nye medisinen, er uklar. I slike tilfeller kan en ikke si at exit skal være om for eksempel 5 år eller 10 år, fordi en vet ikke sikkert når produktet vil være ferdig, og gründerne/utviklerne kan støte på diverse utfordringer i prosessen med å utvikle produktet. Dette bør en investor kunne ta høyde for.

I slike tilfeller der det ofte er tidlig fase, ofte såkornbedrifter, så bør en være mindre bastant og være villig til å følge utviklingen og være villig til å ta den risikoen det kreves å ikke ha en fastspikret exit dato.

Imidlertid når det gjelder venture selskap og buy-out bedrifter, så er det ikke særlig interessant for de fleste investorer å tenke så veldig mye avvik i forhold til exit og den planen

en har med dette. og i slike tilfeller blir jo også en exit dato og gjennomføringen av exit ofte godt beskrevet i avtaleverk, ofte en aksjonæravtale.

Når det gjelder rene privat equity selskaper som er satt opp som for eksempel et fondsselskap, så vil dette i hvert fall være gyldig. Fordi i disse tilfellene blir det ganske unaturlig å fortsette fondet, utover det som er avtalesfestet. Fordi fondet blir da avvirket når det er avtalt, og da er de selvfølgelig bundet av avtalen.

Det kan selvfølgelig tenkes helt spesielle tilfeller, der det skjer noe ekstraordinært, at det blir laget en ny avtale. Men den store hovedregelen er at privat equity selskap og fond blir avvirket som planlagt etter avtalen.

Spm. 13

Finnes det type selskaper og eller markedssegment som er mer attraktive for Dere som investeringsobjekt kontra andre?

En god investor følger ofte med på hva som skjer i de ulike bransjene.

De bransjene der det er mye dynamikk og mye oppkjøp, og der det er stor mulighet for vekst og ekspansjon, er ofte typiske bransjer som vi som investorer ser etter.

Det kan for eksempel være private barnehager eller private helseforetak, der det er mye dynamikk og mulighet for å gjøre strukturelle endringer som vil øke avkastningen.

Et annet momentet/innfallsvinkel, er å se på enkeltbedrifter som gjør det veldig bra i en spennende bransje, og som gjerne har et unikt og innovativt produkt/løsning som de har produsert selv og som de er kapabel og motivert til å utvikle dette videre og utvikle selskapet videre.

Spm. 14

Hvordan bistand/hjelp til investeringsobjektet er dere villig til å tilby, i form av for eksempel sosial- og human kapital, og tilgang til nettverk?

En investor har ofte ikke en grunnleggende produktkompetanse, men ofte han har en kommersiell bakgrunn. Og det han ofte kan tilby er det som går på å videreutvikle bedriften i

forhold det forretningsmessige. Da snakker en ofte om det som går på økonomisk kompetanse, regnskapskompetanse, markedsforståelse, forståelse av budsjetter etc.

Han kan også bidra med kunnskap og markedsforståelse om konkurrenter og ikke minst sørge for at bedriften har oversikt over de kommersielle bitene av virksomheten.

De fleste gründere er veldig sterke på akkurat det de kan, som ofte er selve produktet/teknologien de har utviklet.

En investor kan supplere gründeren i den kommersielle biten av det å drifte og utvikle selskapet, og trygge det forretningsmessige rundt selskapet. Samtidig som en investor er opplært til å se muligheten som ligger/dukker opp i markedet.

En investor vil også være opptatt av at selskapet skal ha ressurser til å trygge fremtiden.

En bedriftsleder/gründer, vil også ofte være veldig opptatt enten med den daglige driften eller produktutviklingen, eller gjerne begge deler, at han ikke har tid til å ha fokus på de forretningsmessige delene som er svært viktig og kritisk for utviklingen av selskapet.

Spm. 15

Vurderer Dere deres investeringsbeslutninger til å være mer styrt av målbare økonomiske og andre etterprøvbare elementer, eller vil det være personkjemi som er avgjørende? Eller er det andre ting som er avgjørende?

Det er en totalvurdering av helheten.

Det må være veldig tillit og kjemi med ledelsen, og samtidig må fag- og produktkompetansen hos selskapet/gründeren være veldig god, og helst helt i toppen av den aktuelle bransjen de befinner seg i, og kompetansen bør være bedre enn hos konkurrentene. Konkurranseskraften er viktig. Konkurranseskraften og konkurranseevnen, må være veldig god hos selskapet/gründeren.

Det er ikke avgjørende at selskapet har god økonomi, fordi økonomien kan en forbedre sammen ved hjelp av forskjellige strategiske virkemidler. Ledelsen i selskapet og medeierne må være positive personer, som har evne og vilje til å se fremover og er villig til å gjøre de strategiske grepene som skal til for å løfte selskapet videre.

Selskapet må videre ha en kostnadsstruktur som gjør at de fortrinnsvis er konkurransedyktige.

Bedriften og eierne må være skrudd sammen på en slik måte at en kan forstå bedriften uten veldig store utfordringer. Mye av dette avhenger også av tillit og kjemi til eierne og gründeren, og sentrale personer i bedriften, og ikke minst hvor åpen og transparent han/de er i forhold til oss som investorer.

Det må også oppnås en konsensus i forhold til sentrale hovedområder og ikke minst; Det vil være summen av sentrale faktorer som, tillit, kjemi, samme oppfatning av hvordan selskapet skal ledes, enighet om muligheter som ligger i markedet, at en har samme oppfatning av exit.

Dersom en av disse sentrale enkeltfaktorene ikke skulle være oppfylt, kan det ofte være nok til at en ikke går videre i prosessen og lar være å investere.

Transkribert intervju. Ståle Indregård, Helgeland Invest AS. 17.02.19.

Spm. 1

Hvordan er den mest vanlige måten Dere kommer i kontakt med gründer/bedriftsleder på?

Vanligst er at de bedriftene vi investerer i finner oss. Vi er synlige på en god del arrangementer regionalt. Det gjør nok at mange kjenner til oss. Vi driver lite oppsøkende virksomhet. I den grad vi gjør det er det som regel for at vi ønsker å vite mer om en bedrift - for å orientere oss. Ikke nødvendigvis med tanke på å investere.

Spm. 2

Er det mest vanlig at Dere blir oppsøkt av selskap som ønsker kapital i bytte mot equity, eller som en finansieringsordning? Eller kan dette for eksempel skje mer uformelt og tilfeldig?

Som regel så er det som en investeringsordning. Men det kan selvfølgelig tenkes i sjeldne tilfeller at den første kontakten skjer uformell og tilfeldig.

Men dette blir jo uansett formalisert etterpå gjennom en avtale, dersom vi går videre i prosessen med den aktøren.

Spm. 3

Når dere har fått kontakt, og spørsmål om kapital og/eller finansiering kommer på banen, hva er det Dere ser etter/legger vekt på når Dere skal avgjøre om dette vil være en bra investering for Dere eller ikke?

Det er i grunnen flere ting; dette styres mye av Helgeland Invest sin strategi. Vi ønsker for eksempel ikke å være en stor tung, dominerende eier alene i det selskapet vi investerer i.

Det må med andre ord være flere medinvestorer, og det har med å gjøre at vi ønsker å spre risikoen blant flere aktører og vi ønsker også å få inn økt kompetanse i investeringsprosjektene. Og så ønsker vi også å se at de opprinnelige eierne i selskapet/prosjektet også har «løfteevne»/at de også er kapable.

Videre vil vi legge vekt på om de har en god forretningside, det bør være noe som ikke bare er «liv laga» men den må også kunne generere lønnsomhet.

Spm. 4

Vil det være en komplett due diligence prosess hver gang, eller vil dette variere basert på hvilken type selskap det er, kjennskap til ledelsen i bedriften og hvor bedriften er i livsløpet?

Det vil kunne variere, fordi vi går jo igjennom ganske når vi vurderer disse casene/investeringsobjektene.

Det som det varierer mest på er hvilke type selskap det er, og hvilke type kjennskap vi har til selskapet og ikke minst hvilket kjennskap vi har til ledelsen i det aktuelle selskapet. Det vil også variere etter hvor stor og kompleks bedriften er.

Ny oppstartete bedrifter er ikke særlig aktuelt for oss, men der har en gjerne en veldig ren balanse, så der er det ikke så nødvendig å gå gjennom kundefordringer og hele den biten der.

Spm. 5

Investerer Dere primært i bedrifter som tilhører et markedssegment som Dere personlig har erfaring og kjennskap til?

Nei. Vi kan godt investere i bedrifter som befinner seg i en bransje vi nesten ikke kjenner til.

Så det er ingen regel at vi investerer i bedrifter som befinner seg i en bransje vi har erfaring fra og kunnskap om.

Spm. 6

Hvor sentralt/relevant er vekstambisjonene og vekstpotensialet til de potensielle investeringsobjektene Dere vurderer?

Det er veldig relevant. Fordi både potensialet og ambisjonene er verdidrivere for et selskap.

Hvis de har både potensialet og ambisjoner for videre vekst, så er dette et stort pluss slik vi ser det. Dette er så viktig at dersom ikke bedriften har et vekstpotensial og vekstambisjon, så kan dette være en «deal-breaker» for oss, slik at vi kan la være å investere i selskapet.

Men når det er sagt, så har vi også eksempler på at vi har investert i bedrifter som ikke har hatt det mest klare og synlige vekstambisjoner, men som har vært veldig lønnsomme.

Men som hovedregel så har dette med vekstpotensial og vekstambisjon, veldig mye å si for om vi synes det vil være en klok investering for oss.

Spm. 7

Tar Dere sikte på å være aktive eller passive eiere/aktører i investeringene, eller vil Dette kunne variere?

Vi vil nesten alltid være aktive eiere.

Imidlertid har vi noen få eksempler der vi ikke er så veldig aktive, men det er ofte gamle ikke-kommersielle investeringer som allerede ligger i porteføljen vår før vi tok over, såkalte nettverksinvesteringer. Og det har vi funnet ut at det vil vi ikke bruke tid på.

Men dersom vi investerer i en bedrift, så ønsker vi å være aktive eiere/aktører i det selskapet. Ofte setter vi det som krav at vi skal være aktive og ha styreplass i selskapet.

Spm. 8

Hvilke kontrollmekanismer mener Dere er mest relevant å benytte Dere av når Dere skal holde kontroll med investeringen og evt. Kvalitetssikre opplysninger fra bedriftsledelsen?

En har de formelle veiene, slik som regnskap og rapporteringer.

Men siden vi er en regional aktør som fortrinnsvis investerer i Helgeland, så bruker vi ofte det uformelle nettverket vi har tilgjengelig. Det må selvfølgelig være en stor grad av tillit som vi må ha til investeringsobjektet. På bakgrunn av dette gjør vi ofte referansesjekk av både aktørene og selskapet, med hjelp av det uformelle nettverket vi har tilgjengelig.

Slik sett får vi en relativt god kunnskap om hvilke personer dette er og hvordan de oppfattes, og hvilket omdømme de har.

Men vi bruker selvfølgelig de formelle kanalene der regnskapet er sentralt.

Og en dobbeltsjekker gjerne dette også, for eksempel hvis selskapet har hatt ett dårlig år, og vi får en plausibel forklaring på dette, så kan vi jo godta dette.

Dersom det er store komplekse selskap, så vil vi også benytte oss av løpende rapportering fra bedriftsledelsen for eksempel.

Et annet moment er at prognosene fra bedriftsledelsen, bør gjerne treffe sånn noenlunde med rapportene vi får vedrørende økonomiske resultat, for at troverdigheten til bedriftsledelsen skal kunne opprettholdes.

Spm. 9

Hvilke tanker vedrørende relevansen av kommunikasjon mellom Dere som investorer/equity eiere på den ene siden og gründer/bedriftsledelse på motsatt side, gjør Dere Dere? Hvor sentralt og viktig er god kommunikasjon mellom Dere og investeringsobjektet?

Det er kjempeviktig.

Det er viktig med god kommunikasjon og det er viktig med en god kjemi med ledelsen i det aktuelle investeringsobjektet.

Vi har eksempel på og det skjer av og til at vi velger å ikke gå inn i investeringsobjektet, fordi vi vet at det kan være utfordringer med relasjoner og kjemi med sentrale personer i det aktuelle selskapet.

Og når vi vurderer dette, så legger vi også vekt på historikk og omdømme på sentrale personer i selskapet. Og dette lar seg ofte enkelt kontrollere siden vi er en regional aktør som har et betydelig nettverk vi benytter seg av. Nærhet til de SMB vi investerer i, er noe vi legger vekt på og prioriterer. Nettopp på bakgrunn av overnevnte.

Spm. 10

Siden økonomisk avkastning vil være viktig, både for Dere som investorer, mens også for bedriftsledelsen/gründeren, vil det muligens være lett å tro at det er få eller ingen motstridende interesser. Men kan det likevel tenkes at Det vil finnes motstridende interesser mellom Dere som investorer og investeringsobjektet?

Ja, det vil kunne tenkes tilfeller der det finnes motstridende interesser mellom oss som investor og for eksempel bedriftsledelsen i investeringsobjektet.

Et eksempel kan være; dersom vi for eksempel invester i en bedrift som er eid av noen andre, for eksempel privatpersoner, der det kan foreligge et eiendomsselskap og et driftsselskap, der driftsselskapet leier eiendom hos eiendomsselskapet, også kommer vi inn i driftsselskapet. Da vil en lett kunne ha motstridende interesser.

Et annet eksempel kan være at det kan være motstridende interesser mellom bedriftsledelsen og oss som investor. Det kan tenkes at vi som investor ikke synes bedriftsledelsen, eller andre medeiere ikke er tøff, kjapp og handlekraftig nok, dersom vi for eksempel mener det er behov for nedbemanning i bedriften.

Dette kan oppstå, selv om alle parter er enige og jobber for å få mest mulig avkastning.

Spm. 11

(forts fra forrige spm) vil evt. slike motstridende interesser kunne øke, jo flere som har eiendeler og interesser i selskapet?

I utgangspunktet så er det jo for så vidt riktig.

Men i de tilfellene der dette har skjedd i våre caser, så har det ikke vært fordi det har vært mange eiere, men kanskje vært fordi vi har vært veldig forskjellige eiere; for eksempel noen er industrielle som ofte har et annet syn på tingene enn oss som er finansielle eiere.

Så det kan absolutt skje. Men det hjelper ofte at en har en god kommunikasjon og en veldig god personkjemi.

Spm. 12

Har Dere en fastlagt exit strategi før Dere går inn i investeringen, eller er dette noe som utvikler seg i takt med utviklingen i investeringsobjektet?

Dette har vi klare tanker om. Vi har en strategi at vi aldri skal ha større eierandel enn 50 % i investeringsobjektet. Derfor ligger det i kortene at vi ikke kan bestemme en eventuelt flytende og dynamisk exit.

Siden vi stort sett operer i et regionalt perspektiv, så vil det ofte ikke heller være så mange kjøpere dersom vi skal selge en minoritetspost til for eksempel 30 %.

Så det vi gjør, før vi går inn i investeringen, så prøver vi å snakke igjennom alle relevante forhold i investeringen med de andre eierne, dette innbefatter også innbefatter exit.

Vi har et krav at vi skal legge en komplett plan og strategi for exit på forhånd. Dette gjøres enten i avtaler, der vi legger inn enten opsjoner eller prinsipper, der det står for eksempel; om fem år så har vi rett til å selge vår eierandel for en bestemt pris.

For eksempel egenkapitalen som er ved avtaleinngåelsen pluss det egenkapitalen har økt med ved exit tidspunkt. Og da avtaler vi at vi også har rett til å selge medeierne aksjepost, og medeierne har rett til å kjøpe oss ut, for den prisen.

Hovedpoenget er at vi avtaler dette før vi går inn i investeringen. Gjerne i form av en aksjonæravtale.

Dette er ofte ting som sitter litt langt inne for de andre medeierne å godta, men min erfaring er at dersom en ikke avtaler dette og blir enige om slike ting før en går inn i investeringen, så blir en i hvert fall ikke enige etterpå når en har gått inn.

Spm. 13

Følger Dere med/vier oppmerksomhet til den avsluttede investeringen etter exit, bl.a for å se om evt. videre engasjement i investeringen kunne gitt større avkastning? Eller er det et avsluttet kapittel som ikke vies oppmerksomhet fra Deres side?

Vi følger jo med, men det blir i så fall litt sånn tilfeldig. Og grunnen til at vi nesten ikke kan unngå å følge med er jo at Helgeland er en relativt liten region som er ganske gjennomsliktig.

Vi treffer jo både de impliserte nøkkelpersonene og bedriftene i forskjellige sammenhenger og ofte prater sammen. Så en får jo et innblikk i hvordan det går. Så det er relativt lett å fastslå om vi gjorde en riktig beslutning i når vi solgte oss ut med hensyn til tidsperspektiv og tidspunkt for exit.

Spm. 14

Hvilke erfaringer har Dere gjort dere utfra investeringer, med de kriterier dere er mest viktig for dere når dere skal invester i SMB?

Våre kriterier er jo en del av vår strategi når vi skal investere.

Og der har vi gjort oss gode erfaringer. Men når det er sagt, så er det sjeldent vi får tak i et investeringsobjekt der «alt passer» eller der alle kriterier er fullt ut oppfylt.

Det kan være at det ikke passer helt hundre prosent hva gjelder; beløpsmessig, bransjemessig etc.

Men det vi har erfart er at, jo flere ting/momententer som ikke passer og ikke er en del av våre kriterier, jo enklere blir det å si nei til den aktuelle investeringen.

Erfaringene vi har gjort oss, i hvert fall fra de siste årene, har vist i ettertid at vi har gjort meget klokt i å følge de kriteriene og ikke gå inn i bedrifter som ikke passer vår investeringsstrategi og våre investeringskriterier.

Spm. 15

Finnes det type selskaper og eller markedssegment som er mer attraktive for Dere som investeringsobjekt kontra andre?

Vi har jo definert enkelte bransjer i vår investeringsstrategi som vi synes er interessante, og de som befinner seg der vil jo selvfølgelig være mer attraktiv for oss enn de som ikke befinner seg der.

Også finnes det ulike typer selskap, der vi ser på blant annet størrelsen på selskapet, track-record eller hvordan de har prestert de foregående årene, og andre ting.

Et veletablert selskap, med noenlunde god økonomi, gode produkter, bra ansatte og som har en god ledelse, vil være mer attraktiv for oss enn det motsatte.

Vi ser jo også etter selskaper og markedssegment som både har et visst vekstpotensiale og som har en viss geografisk nærhet til oss.

Spm. 16

Har Dere bestemte tidsperspektiv på Deres investeringer, og hva er det i så fall som bestemmer dette?

Det vi har sagt er at vi primært ønsker å sitte i 5-7 år i investeringene våre, før vi foretar exit.

Men, dette er ikke akkurat skrevet i stein, og det kan variere etter blant annet hvor lønnsom bedriften er og hvor lønnsom aksjene er og hvor stor gevinst man får når man selger, og hvor eiervennlig bedriften er blant annet med hensyn til hvor mye utbytte bedriften gir til aksjonærene.

Men vi avtaler oftest at vi har opsjon eller rett til å selge oss ut etter 5 år, før vi går inn i investeringen.

Spm. 17

Finnes det geografiske skranker på Deres potensielle investeringer, og hva er i så fall begrunnelsen for det?

Ja, vi investerer jo fortrinnsvis i Helgelandsregionen, og begrunnelsen er først og fremst nærhet og relativt grundig kjennskap til investeringene.

Men vi har vurdert investeringer andre steder, for eksempel i Trondheimsregionen, Bodø, og vi har hatt investeringer i Bodøregionen.

Men de er for så vidt ikke noe i veien for at vi kunne investert i for eksempel Sverige eller Tromsø. Men vilkåret for at vi skulle gå et stykke utenfor for region, er at da ønsker vi å investere sammen med noen som vi kjenner godt og stoler på. I hvert fall vil vi foretrekke å ha noen med oss som vi kjenner og stoler på, og som vi vet fungerer.

Det som følger av investeringsstrategi er at vi primært ønsker å investere i Helgeland, deretter i Nordland og skulle det være interessante muligheter i andre steder av landet så vil vi kunne vurdere dette.

Spm. 18

Hvilke holdninger har Dere ift. kombinerte løsninger vedrørende finansiering og investering, for eksempel equity, lån (konvensjonelle og konvertible), samarbeid med andre investorer etc.?

Vi er åpen for både lån, samarbeid med andre investorer. Vi har vært med på tidligere løsninger med både konvertible lån. Det kommer an på hva situasjonen krever, og hva de andre eierne også kan være med på.

Så vi har et åpent sinn og er åpen for alle løsninger i utgangspunktet.

Det som vi er litt skeptiske til er der vi er eneste långiver i et selskap. Vi ønsker derfor at lån skal gis som konvertible lån der vi får eierandeler og der låntaker har mulighet å enten nedbetale gjelden med aksjer eller kjøpe oss helt ut.

Spm. 19

Hvordan bistand/hjelp til investeringsobjektet er dere villig til å tilby, i form av for eksempel sosial- og human kapital, og tilgang til nettverk?

Vi ser på dette som viktig. Fordi vi skal være aktive eiere som skal ha en styreplass. Men vi har eksempler på at vi har tatt en enda mer aktiv rolle, og der vi har gått in i bedriften og nærmest tatt rollen som økonomisjef for en periode for å hjelpe de der det har vært spesielle utfordringer.

Dette har vi gjort i en ca. 4-5 tilfeller, og da har vi gått langt utover det som kreves av oss som et rent styremedlem.

Tilgang til nettverk og relasjoner som vi har, er noe vi ofte gjør tilgjengelig for våre investeringsobjekter, der det måtte kreves og der det blir naturlig å gjøre det.