



**HANDELSHØYYSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og Administrasjon - bachelor

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE TEMATISKE RETNING:

Samfunnsøkonomi

TITTEL

**Risikokapital og smartby
Investeringskriterier og transformasjon til smartby.**

ENGELSK TITTEL

**Venture Capital and smart city
Investments criteria and the transition to smart city**

FORFATTER:

KANDIDATNR:

7734
.....
.....
.....

NAVN:

Mohamad Jaffar
.....
.....
.....

VEILEDER:

Tomas Laudal

ABSTRACT

In this thesis, I have interviewed seven venture capital companies, to find out if they contribute in promoting the smart city concept. I have done this by analyzing their investment criteria, in areas they invested. By studying the similarities and differences between investment criteria that I have listed in the theory section, compared with the investment criteria from my empirical study, I found out that venture capitalists are generally concerned with maximizing the return on the investments they make.

Nevertheless, it seems that their economic activities help to promote the smart city concept and sustainable economy. Findings from the empirical part regarding investment criteria are consistent with the literature I have referred to in the theory part. The most important criteria for assessing whether an investment objective is attractive or not are management, the market, the product, and finances. The order of criteria may vary from one venture capital company to another, and from one study to another, but they are essentially identical. The Norwegian venture capital industry seems to stand out in relation to international venture companies. They are more concerned with social development, the environment, sustainability and climate challenges.

I denne oppgaven har jeg intervjuet syv risikokapitalselskaper for finne ut om de bidrar til å fremme smartbykonseptet. Dette har jeg gjort ved å analysere deres investeringskriterier og på hvilke områder de investerer. Ved å studere likheter og forskjeller mellom investeringskriterier som jeg har liste opp i teoridelen, med investeringskriterier fra min empiriske studie, fant jeg at risikokapitalister generelt sett er opptatt av å maksimere avkastningen på de investeringene de gjør. Likevel ser det ut til at deres økonomiske aktiviteter bidrar til å fremme smartbykonseptet og bærekraftig økonomi.

Funn fra den empiriske delen angående investeringskriterier er konsistente med den litteraturen jeg har vist til i teoridelen. De viktigste kriteriene for å vurdere om et investeringsmål er attraktivt eller ikke, er ledelse, markedet, produktet og økonomi. Rekkefølgen av kriterier kan variere fra et risikokapitalselskap til et annet, og fra en studie til en annen, men de er i all hovedsak identiske. Norsk risikokapitalbransje ser ut til å skille seg ut i forhold til internasjonale risikokapital skaper ved at de er mer opptatt av samfunnsutvikling, miljø, bærekraft og klimautfordringer.

FORORD

Denne bacheloroppgaven er skrevet våren 2021 og utgjør en avsluttende del av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger.

Hensikten med oppgaven er å undersøke investeringskriterier brukt av norske risikokapitalister og deres investeringsfokus for å finne ut om risikokapitalistene tar utvikling av smartby i betraktning ved evaluering av et investeringsmål.

Arbeidet har vært krevende og utfordrende, men samtidig kjempegøy og lærerikt. Jeg har tidligere aldri lest og analysert så mange forskningsartikler i løpet av et semester. Samtidig har jeg fått anledning til å diskutere emnet jeg har valgt med dyktige og suksessfulle investorer og risikokapitalister i norsk næringsliv. Jeg ønsker derfor å rette en stor takk til alle som satte av tid for å bli intervjuet og bidro med sine kunnskaper og erfaringer.

Jeg vil også takke Karl Fjelde Nevland, kontaktpersonen fra Nordic Edge, for et spennende forslag til bacheloroppgave, og for hans hjelp og engasjement med min oppgave.

Tusen takk til min veileder Tomas Laudal ved Universitetet i Stavanger for konstruktive tilbakemeldinger og nyttige innspill som har vært til hjelp for å strukturere oppgaven og som har gitt meg nye perspektiver.

Til slutt vil jeg rette en særlig og stor takk min beste venn Rune Knutsen for god støtte og tålmodighet gjennom hele bachelorstudiet og ikke bare bacheloroppgaven. Du har oppmuntret meg hele tiden, og har alltid gitt meg gode råd. Takk for at du er en kjempegod, konstruktiv og kritisk venn.

SAMMENDRAG

Hensikten med denne baheloroppgaven er å finne ut om risikokapitalister bidrar til utvikling av smartbykonseptet. Problemstillingen for oppgaven er som følger:

Hvilke investeringskriterier bruker risikokapitalister når de vurderer og velger investeringsmål? Hvilke selskaper investerer de i? Fører investeringen til smartere og mer bærekraftige byer og samfunn?

Målet er å identifiser investeringskriterier som benyttes av norske risikokapitalister, og analysere disse for å vurdere om norske risikokapitalisters investeringer fremmer smartere og mer bærekraftig byer og samfunn. Videre, finne ut om det er noen likheter og forskjeller mellom mine empiriske funn og utvalgt litteratur som er listet opp i teoridelen.

Forskningslitteraturen i teoridelen gir innsikt i de grunnleggende prinsippene som smartby baserer seg på, samt en utfyllende oversikt over risikokapitalbransjen, også kalt VC, «Venture Capital». Avslutningsvis i teoridelen introduserer jeg en rekke studier som belyser hvilke investeringskriterier VC-er bruker. Målet er å danne et tydelig bilde av risikokapitalbransjen og smartbykonseptet.

Den empiriske delen av oppgaven går ut på å gi innsikt i den norske risikokapitalbransjen. I den empiriske delen benytter jeg en kvalitativ forskningsmetode. Med litteraturstudien som bakgrunn har jeg gjennomført syv semi-strukturerte forskningsintervju med norske risikokapitalister.

Resultatene fra det empiriske studiet viser at norske risikokapitalister vektlegger lederteam, produkt, marked og økonomiske egenskaper i sin evaluering av et investeringsmål. Det viktigste kriteriet for VC-er er lederteamet. Deretter følger produkt og marked, mens økonomi/finans er et mindre viktig kriterium sammenlignet med de tre andre kriteriene. I tillegg gir norske VC-er uttrykk for at det er ønskelig å ha andre investorer «med på reisen» og skalerbar forretningsmodell. I all hovedsak ser det ikke ut til å være noen forskjell mellom norske risikokapitalister og risikokapitalister i andre land når det gjelder investeringskriterier.

Risikokapitalister er i prinsippet mest opptatt av stor avkastning og å tjene penger for investorene. Derfor investerer de i virksomheter som er skalerbare og som løser problemer for enkeltindivider eller for samfunnet generelt. Risikokapitalistenes investeringer

oppmuntrer og utvikler ulike entreprenørskap og start-up`s. På dette viset bygges det opp et sterkt og bredt øko-system i næringslivet, som vil være driver og stor hjelp til de aktørene som, direkte eller indirekte, bidrar til utvikling av smartere byer og bærekraftig økonomi.

Innholdsfortegnelse

ABSTRACT	II
FORORD.....	III
SAMMENDRAG	IV
Oversikt over figurer og tabeller.....	VIII
1. Innledning.....	1
1.1. Motivasjon og bakgrunn for oppgaven	1
1.2. Problemstilling	2
1.3. Forskningsspørsmål	2
1.4. Forskningsmetoden og avgrensinger	3
1.5. Oppgavens oppbygning	4
2. Teori.....	6
2.1. Urbanisering.....	6
2.2. Smarte byer	8
2.2.1. Hva er en smartby	8
2.2.2. Smartby og økonomi.....	10
2.2.3. Hva vil endre vår verden i dag og i fremtiden?	13
2.2.4. Risikokapital, start-up`s og smartby	15
2.3. Risikokapital	16
2.3.1. Definisjon og bakgrunn.....	16
2.3.2. Forskjellen mellom risikokapital og aktiv eierkapital.....	18
2.3.3. Risikokapitalfond.....	20
2.3.4. Risikokapital aktiviteter	21
2.3.5. Viktigheten av risikokapital	23
2.4. Investeringsfaser.....	25
2.5. Investeringsprosess	27
2.6. Investeringskriterier.....	29
2.6.1. Kaplan & Strömberg (2000).....	30
2.6.2. Franke et al. (2008).....	31
2.6.3. Kaplan, Sensoy & Strömberg (2009).....	32
2.6.4. Nyvik & Roald (2009)	33
2.6.5. Petty & Gruber (2011)	33
2.6.6. Nunes, Félix & Pires (2014).....	34
2.6.7. Gompers et al. (2016).....	35
2.6.8. Julius Smit (2018).....	36
2.6.9. Oppsummering	38
3. Metode.....	43
3.1. Metodetilnærming	43

3.2.	Kvantitativ metode	44
3.3.	Kvalitativ metode	44
3.4.	Bruk av intervju.....	44
3.5.	Valg av forskningsintervju.....	46
3.6.	Validitet og reliabilitet	46
4.	Data	47
4.1.	Beskrivelse av data	47
4.2.	Informantenes bakgrunn	48
4.3.	Selskapenes profil.....	49
5.	Resultater.....	52
5.1.	De viktigste investeringskriterier.....	52
5.1.1.	Ledelsesteam	54
5.1.2.	Produkt	57
5.1.3.	Marked	58
5.1.4.	Økonomi/finans	60
5.2.	Smartby & risikokapital.....	61
5.2.1.	oppsummering	64
6.	Konklusjoner.....	65
6.1.	Oppsummering og drøfting.....	65
6.2.	Validering og videre forskning.....	70
7.	Referanser	72
	Vedlegg 1: intervju spørsmål.....	78
	Vedlegg 2: oversikt over samtlige investeringskriterier brukt av VC-ene i mitt empirisk studie....	80

Oversikt over figurer og tabeller

Figur 1. Oppgavens oppbygging.....	4
Figur 2 investeringsprosess, redegjort fra Tyebjee & Bruno (1984).....	5
Figur 3. Romer model, Output per Person after an Increase in <i>L</i> . (Jonas, 2018).....	7
Figur 4. Bakgrunn for utvikling av smartby	11
Figur 5. Vertikal og horisontal fremgangsmodell.....	13
Figur 6. Globalisering og teknologisk fremgang	14
Figur 7. investeringsstrategi og selskapets livssyklus.....	19
Figur 8. Norske investeringer (seed, venture og buyout).....	20
Figur 9. VC-fondets struktur	21
Figur 10. Risikokapitalprosess.....	22
Figur 11. Finansieringssyklus av start-up`s (NVCA US, 2020).	25
Figur 12. bruk av metoder (Ghauri, et al. 2020. 42-43).....	43
Figur 13. intervjustruktur (Saunders et al. 2019, s. 437).....	45
Tabell 1. Investeringsprosess. redigert fra Tyebjee & Bruno (1984).....	27
Tabell 2. Tre viktigste investeringskriterier fra de utvalgte studier	38
Tabell 3. investeringskriterier funnet i utvalgte studier	41
Tabell 4. Intervjuobjektene utdanningsbakgrunn, stilling og praksis	48
Tabell 5. Selskapenes profiler	49
Tabell 6. Mest viktigste investeringskriterier	52
Tabell 7. VC-er kapital kilde bransje fokus og viktigste investeringskriterier	61
Tabell 8. Nøkkelfunn	68
Tabell 9. Oversikt over samtlige investeringskriterier brukt av VC-ene i mitt empiriske studie	80

1. Innledning

1.1. Motivasjon og bakgrunn for oppgaven

Mitt valg av oppgave var tilfeldig.

Jeg tenkte egentlig å skrive om forholdet mellom bedrifters økonomi og deres aksjepriser, hvilke faktorer som påvirker aksjeprisene og hva som er årsaken til svingninger i aksjekursene. Den såkalte analogien «Man walking dog», der *mannen* representerer bedriften, som jevnt over er stabil og stort sett går framover, mens hunden som følger mannen, ikke har stabilitet i sine bevegelser. Hunden kan gå til høyre, andre ganger mot venstre, sakke akterut eller springe foran mannen.

Mens jeg begynte å se på universitetets forslag til bacheloroppgave, fant jeg en interessant tittel som var foreslått av Nordic Edge «Venture Capital & smart city». Jeg google litt om temaet og fant flere interessante artikler og bøker som forklarer hvordan risikokapitalister, gjennom sine investeringer, bidrar til transformering av byer til *smarte byer*. Risikokapital kan bidra til en bærekraftig økonomi, innovasjon og bedre tjenester til innbyggerne.

Jeg ble nysgjerrig på å lære mer om risikokapital-bransjen; hva som kjennetegner risikokapital, hvilke markeder risikokapitalister operer i, forholdet mellom entreprenører og risikokapitalister og hvilke kriterier som benyttes for å bidra med kapital.

Det som har inspirert meg mest i forhold til å lære mer om risikokapital-bransjen, er to bøker jeg leste da jeg begynte å samle informasjon om risikokapital «Zero to One» og «The Innovation Blind Spot».

1.2. Problemstilling

Venture kapitalbransjen er i ferd med å bli en viktig faktor for utvikling og vekst av teknologiselskaper. I denne oppgaven søker jeg å finne ut om norske risikokapitalister gjennom sine investeringer, bidrar til å fremme smartere og mer bærekraftige byer og samfunn. Dette gir følgende problemstilling for denne oppgaven:

Hvilke investeringskriterier bruker risikokapitalister når de vurderer og velger investeringsmål? Hvilke selskaper investerer de i? Fører investeringen til smartere og mer bærekraftige byer og samfunn?

1.3. Forskningsspørsmål

Formålet med denne oppgaven er tredelt.

1. For det første å redegjøre for hva en smartby og risikokapital er, og hvilke elementer smartbykonseptet inneholder.
2. Et annet mål er å finne de viktigste investeringskriteriene som brukes av venturekapitalister. For å gjøre dette vil jeg vil analysere tidligere studier for å finne relevante kriterier som risikokapitalister bruker for å evaluere og velge investeringsmål. Litteraturdelen vil forsøke å gi svar på følgende to spørsmål:
 - *Hvordan ser risikokapitalisters investeringsprosess ut, fase for fase?*
 - *Hvilke kriterier bruker risikokapitalister når de vurderer en forespørsel om oppstartfinansiering?*

Svaret på spørsmålene vil gi innsikt i VC sine handlinger i hver av investeringsfasene og identifisere hvordan VC velger sine investeringer, samt hvilke typer investeringer. Videre vil svarene bidra til å identifisere relevante kriterier som risikokapitalister tar i bruk i sine investeringsprosesser.

3. Et tredje mål er å bruke empiri for å kartlegge de viktigste investeringskriteriene som brukes av norske risikokapitalister. Ved å sammenligne tidligere forskningslitteratur med mine empiriske funn vil oppgaven belyse likheter og forskjeller i de kriteriene investorene bruker, samt finne ut om risikokapitalister bidrar til å fremme smartbykonseptet eller ikke.

Hensikten med den empiriske delen av oppgaven er å svare på disse to spørsmålene:

- *Hva er de viktigste investeringskriteriene til norske risikokapitalister, og hva er forskjellene og likhetene mellom kriteriene fra tidligere forskningslitteratur og kriteriene brukt av norske risikokapitalister?*
- *Tar risikokapitalister hensyn til samfunnsutvikling og realisering av smartbykonseptet i forbindelse med deres investeringer?*

1.4. Forskningsmetoden og avgrensinger

Denne oppgaven er en kvalitativ studie. Den første oppgavedelen består av en tradisjonell litteraturgjennomgang av tidligere akademiske publikasjoner om smartbykonseptet, og investeringskriterier brukt av risikokapitalister for å evaluere investeringsforslag. Den eksisterende litteraturen om investeringskriterier er svært omfattende. Jeg har valgt å avgrense litteraturutvalget til de siste to tiårene nasjonalt og internasjonalt.

I den empiriske delen av oppgaven har jeg gjennomført syv intervjuer med representanter for norske risikokapitalselskaper for å identifisere investeringskriterier brukt av norske VC-er. Intervjuene er gjennomført som semi-strukturerte intervjuer. Valg av intervju som metode bidrar til at forskeren får grundig og omfattende informasjon om forskningstemaet, noe som er målet for denne oppgaven.

Alle intervjuene som jeg foretok, varte i omtrent 40 minutter. Intervjuene ble tatt opp og transkribert for videre analyse. Spørsmålsstillingene i intervjuene tar utgangspunkt i funn fra tidligere studier, og har som siktemål å utfylle eksisterende litteratur sett fra perspektivet til norsk risikokapitalbransje.

Intervjuobjektene stillingstittel varierte fra administrerende direktør (CEO) og partner til investeringsanalytiker. Nesten alle intervjuobjektene er i en relevant stilling i forhold til erfaring med evaluering av investeringsforslag. To av dem har mer enn femten års erfaring fra risikokapitalbransjen, mens de resterende har tre års erfaring eller mindre.

I intervjuene var hovedfokuset rettet mot de viktigste investeringskriteriene.

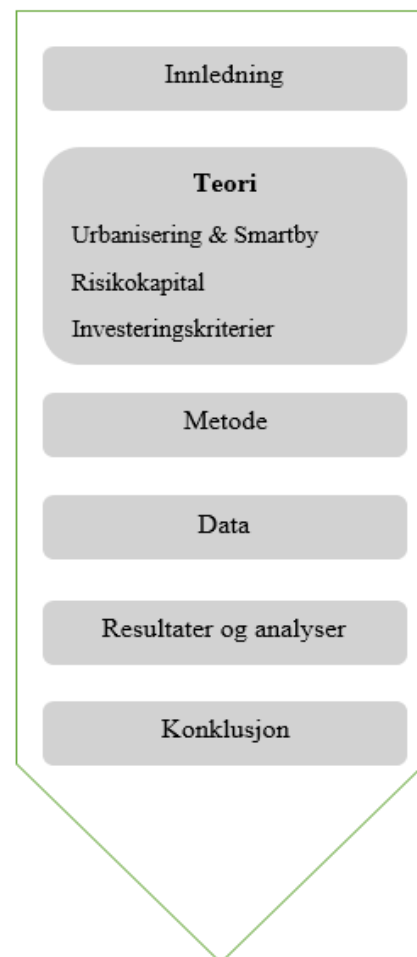
Forskningslitteraturen som jeg viser til i teoridelen, beskriver fire hovedkategorier av investeringskriterier som risikokapitalister vanligvis benytter i evalueringsfasen:

lederteam, produkt, marked og økonomiske egenskaper. Fokuset i intervjuene var å fange opp viktige trekk ved disse kriteriene.

1.5. Oppgavens oppbygning

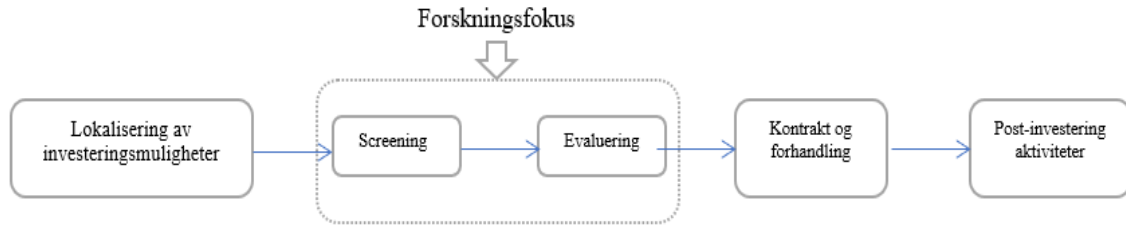
Oppgaven er delt inn i seks kapitler, som vist i figur 1 til høyre.

Etter en innledende del presenterer jeg funn fra ulike forskningsstudier i teorikapittelet. I dette kapittelet introduseres begrepet urbanisering og utfordringer knyttet til økt befolkningsvekst i storbyer. Kapittelet gir en beskrivelse av smartbykonseptet og de prinsippene som smartby tar utgangspunkt i. Deretter forsøker jeg å synliggjøre sammenhengen mellom smartby og entreprenørskap/start-up's og risikokapital.. Jeg forklarer avhengighetsforholdet mellom disse, og hvordan en satsing på start-up's og risikokapital kan gi økte muligheter for utvikling av smarte byer. Videre i kapittelet introduserer jeg risikokapitalbransjen som fenomen, og gir innsikt i hva risikokapital er. Jeg gir en bred beskrivelse av investeringsprosessen og investeringsfaser. I slutten av kapittelet retter størst oppmerksomhet mot investeringskriterier som blir brukt i vurdering av et investeringsmål (start-up).



Figur 1. Oppgavens oppbygging

Figur 2 illustrerer en modell av risikokapitalens investeringsprosess slik Tyebjee og Bruno (1984) beskriver den. I min oppgave har jeg hovedfokus på screenings- og evalueringsfasene i investeringsprosessen. Min oppmerksomhet er med andre ord rettet mot de to stegene innenfor investeringsstrukturen, hvor risikokapitalistene vurderer attraktiviteten av investeringsmulighetene ved hjelp av forskjellige investeringskriterier, for å bestemme om de vil investere i et bestemt selskap eller ikke.



Figur 2 investeringsprosess, redegjort fra Tyebjee & Bruno (1984)

I kapittel 3 presenterer jeg den metodiske tilnærmingen jeg har brukt for å gjennomføre oppgaven, mens jeg i kapittel 4 presenterer de empiriske data jeg har samlet. Deretter følger analysering av disse dataene i kapittel 5. I avslutningskapittelet, kapittel 6, oppsummerer jeg de funn jeg har kommet fram til i denne studien.

2. Teori

2.1. Urbanisering

Industrirevolusjonen i slutten av 1700-tallet førte til at folk begynte å flytte fra landsbygda til byene. Gjennom det siste århundret har verden opplevd en rask økende grad av urbanisering. Mens økonomiske aktiviteter tidligere i stor grad var knyttet til jordbruk, ble økonomien i stadig større grad knyttet til produksjon og service. Prosentandel av befolkningen bosatt i urbane områder i Europa økte fra 10,9 prosent rundt år 1800 til 32,8 prosent i 1910. I 2016 var rundt 55 prosent av verdens befolkning bosatt i urbane områder. (Estevez, Lopes, & Janowski, 2016, s. 4)

De forente nasjoner (FN) predikerer at i perioden mellom 2014 og 2050 vil verdens befolkning stige med 32 prosent - fra 7,2 til 9,6 milliarder mennesker. I samme periode vil befolkningen i urbane bysamfunn øke med 63 prosent - fra 3,9 milliarder til 6,3 milliarder mennesker. Dette skyldes både generell befolkningsvekst og økt tilflytting til byene. (UN DESA, 2018)

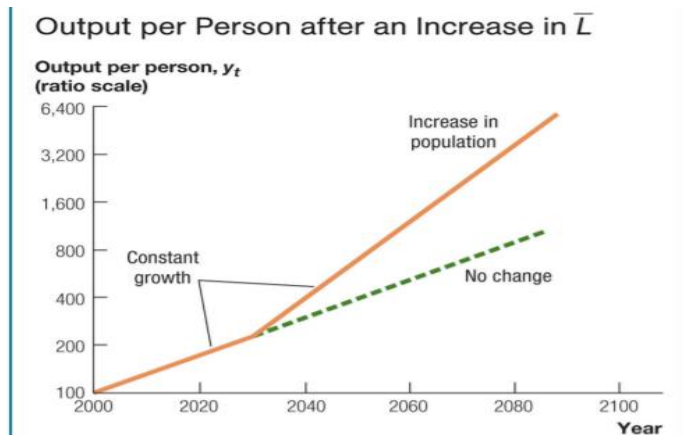
Byer med høy befolkningsvekst opplever utfordringer blant annet knyttet til infrastruktur, boliger, vannforsyning, energi, transport, utdanning, administrasjon og kommunikasjon. Lokale, regionale og nasjonale myndigheter forsøker å løse disse utfordringene blant annet ved å ta i bruk teknologiske løsninger. Målet er at byene skal kunne tilby bedre tjenester. En effektiv og målrettet bruk av ny teknologi gjør det mulig å fokusere mer på kvaliteten av tjenestetilbudet til byenes innbyggere (Estevez, et al., 2016, s. 1-10).

Befolkningsvekst i urbane områder innebærer utfordringer, men har også flere positive sider. Den betraktes som et startpunkt for et velutviklet samfunn og system.

Befolkningsvekst er kjernen for en bærekraftig utvikling. Befolkningsvekst er en av de fire globale demografier, «megatrender», som er: befolkningsvekst, aldring, innvandring og urbanisering. Disse er avgjørende for økonomisk og sosial utvikling og for et bærekraftig samfunn (UN DESA, 2019).

Dette kan illustreres i Solow og Romer sine økonomiske vekster modeller. Modellene viser at befolkningsvekst fører til vekst i brutto nasjonalprodukt per innbygger; BNP per capita. Økt befolkning fører til økt tilgang på arbeidskraft, kompetanse og kunnskap og økt ideskaping.

Figur 3 illustrerer Romer's modell. Økning i arbeidskraft \bar{L} leder til økning i vekstraten av BNP per capita $\bar{g} = \bar{z}\bar{L}$. (Jones, 2018)



Figur 3. Romer model, Output per Person after an Increase in \bar{L} . (Jonas, 2018)

Solow sin Residualmodell viser at økonomien i et land vokser på grunn av økning i kapital eller arbeidskraft. Romer sin Endogenous vekstteorimodell er en økonomisk modell som påstår at forbedring av menneskers kunnskaper vil føre til økonomisk vekst. (Jones, 2018, s. 102-161)

Økt urbanisering vil kunne gi byer nye muligheter til å fungere som levende knutepunkt for teknologiske innovasjoner i sammenhenger som miljø, økonomi og utvikling av bærekraftige samfunn. Drivkraften og fokuset er rettet mot å løse utfordringer som skapes av økt urbanisering for å komme frem til en bærekraftig utvikling. (Bibri, 2018, s. 1-4).

Mens små byer som regel har en fast vekstrate, kjennetegnes storbyene ved en langt hurtigere befolkningsvekst. I storbyene er de økonomiske aktivitetene i hovedsak relatert til produksjon og tjenesteytende sektor. Høyskoler og universiteter i storbyene er viktige institusjoner for teknologisk utvikling, innovasjon og forskning på bærekraftige løsninger. Samtidig gir disse institusjonene studenter høyere utdanning og fagkompetanse.

Omtrent 80% av verdens brutto nasjonalprodukt (BNP) genereres i byer. Samtidig som storbyene byr på en rekke muligheter, vil disse byene, som beskrevet tidligere, ha utfordringer knyttet til en rask økende befolkningsvekst. Politikere, forskere, økonomer og innbyggere har i økende grad intensivt arbeidet med å finne gode, bærekraftige løsninger. (Estevez, et al., 2018, s. 8-9)

Gjennom sine studier konkluderer Estevez et al. (2018) med at kjennetegnet på en bærekraftig by er at den dekker følgende fire dimensjoner:

- Økonomisk: dynamisk og ansvarlig økonomi
- Sosialt: inkluderingssamfunn, bedre livskvalitet.
- Miljø: ta miljømessige hensyn
- Institusjonelt: involvere befolkning i utvikling av byene

2.2. Smarte byer

Økt urbanisering medfører tekniske, sosiale, økonomiske og organisasjonsmessige utfordringer som utsetter det økonomiske og bærekraftige miljøet for fare. (Peris-Ortiz, Bennett, & Yabar, 2017, s. 4). For å løse storbyenes utfordringer, både på kort og lang sikt, kreves radikale løsninger. En av de løsningsmodellene som har blitt tatt i bruk, er smartbykonseptet.

Smartbykonseptet inneholder de fire dimensjonene som Estevez et al. (2016) mener må legges til grunn for utvikling av bærekraftige byer. En smart by tar utgangspunkt i innbyggernes behov og tar i bruk ny teknologi for å gjøre byen til et bedre sted å leve, bo og arbeide.

2.2.1. Hva er en smartby

Begrepet smartby defineres noe ulikt, men det finnes noen kjernefunksjoner som inngår i smartbykonseptet.

Det internasjonale revisjonsfirmaet Deloitte anser en by som en smartby når investeringer i menneskelig og sosial kapital, tradisjonell infrastruktur og disruptiv (banebrytende/innovativ) teknologi styrker bærekraftig økonomisk vekst og høy livskvalitet med en klok forvaltning av naturressurser gjennom innbyggerinvolvering. (Cooper, Davis, & Whittington, 2018, s. 5).

I de siste årene har det vært mye fokus på bruk av informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) som nøkkelen for utvikling av smarte løsninger for storbyenes utfordringer. IKT refererer til all teknologi som brukes til å håndtere telekommunikasjon, kringkastingsmedier, intelligente styringssystemer for bygninger,

audiovisuelle prosesserings- og overføringssystemer og nettverksbaserte kontroll- og overvåkingsfunksjoner. (Asociacion EuropeYou)

Cooper et al. (2018) skriver at mange definerer smarte byer ut fra hvilken type teknologi byen har tatt i bruk. Ulike byer har imidlertid forskjellig demografi, infrastruktur og økonomiske drivere. Cooper et al. (2018) mener derfor at en by kan betraktes som en smartby selv om den ikke har en spesifikk mengde eller kvalitet av ledende teknologi. Teknologien behøver heller ikke være avgrenset til bruk av digitale løsninger. Etter deres oppfatning kan enhver ny og bedre måte å gjøre ting på betraktes som teknologi. (Cooper, et al., 2018, s. 5)

EU-kommisjon definerer smartby som et system som omfatter mennesker, energi, materialer, tjenester, og finansering som representerer en bærekraftig økonomisk utvikling og høylyvs kvalitet gjennom en klok bruk av teknologi og innovativ urban planlegging som er relatert til økonomiske og sosiale aktiviteter. Konseptet som benyttes for kartlegging av smartebyer i EU består av seks dimensjoner:

- Smart Economy
- Smart Mobility
- Smart People
- Smart Living
- Smart Governance
- Smart Environment

(Peris-Ortiz, et al., 2017, s. 6)

Den norske definisjonen av smartby er *“Smarte byer og lokalsamfunn setter innbyggerne i sentrum, og tar i bruk ny teknologi, innovative metoder, samarbeid og samskaping for å bli mer bærekraftige, attraktive, produktive og tilpasningsdyktige.”*. Definisjonen tar utgangspunkt i åtte prinsipper for smarte og bærekraftig byer: (1) Sett innbyggerne i sentrum, (2) Tenk helhetlig, (3) Prioriter klima og miljø (4) Vektlegg inkludering og samskaping, (5) Sats på neste generasjons næringsliv, (6) Del og ta i bruk åpne data, (7)

Sats på kompetanseutvikling, omstilling og innovasjon, (8) Begynn lokalt, men tenk globalt. (Smartby-veikart s. 4-7).

Japans definisjon av smartby forutsetter bruk av IKT og nye teknologier. I den spanske definisjonen fremheves det at optimal bruk av IKT vil bidra til å forbedre menneskenes liv og utvikle bærekraftige samfunn og økonomi, samt effektiv kommunikasjon mellom kommuner og innbyggere via åpne data (Kamal-Chaou, 2020, s. 9-10).

Felles for alle definisjonene er at de legger vekt på at mennesker, teknologi og innovasjon er nøkkelfaktorer for å realisere smartbykonseptet. I tillegg understreker definisjonene at samskaping og økonomi er av avgjørende betydning for en smartby. Etter min oppfatning kan dette oppsummeres i Deloitte likning for smartbykonseptet:

Menneskelig og sosial kapital + tradisjonell infrastruktur + disruptiv teknologi = økonomisk vekst, høy livskvalitet og klok forvaltning av naturressurser.

2.2.2. Smartby og økonomi

Som vist i kapittelet over, er det store fellestrekk mellom de ulike definisjonene av begrepet smartby. Definisjonene legger vekt på at realisering av smartbykonseptet er avhengig av IKT, teknologi og innovasjon.

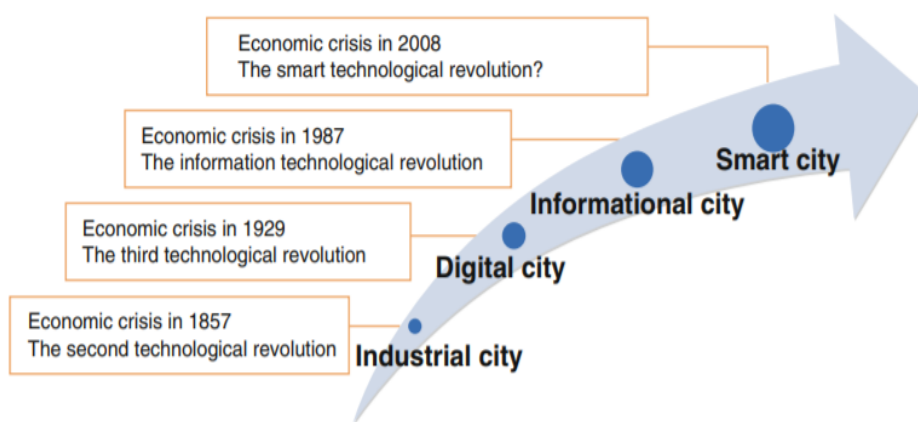
Nyere litteratur om smarte byer understreker at oppnåelse av inklusive smarte byer kan være via adoptering av Aquadruple-helix modellen. Denne modellen går ut på at små og mellomstore entreprenørskap (SMEs) og sosiale entreprenørskap skaper småskalautvikling. Samarbeidende bedrifter tilbyr teknologisk ekspertise og kunnskap. Implementering av smartbykonseptet gjennom økonomiske aktiviteter tenderer til å ta en smart industriform, som til vanlig involverer bruk av IKT og IKT-intensive sektorer. (Kummitha, 2019, s. 2)

Videre spiller innbyggerne en vesentlig rolle ved å engasjere seg i og drive med entreprenørskap for å håndtere lokale problemer på et bærekraftig grunnlag. Aquadruple-helix modellen motiverer alle type deltakere av entreprenørskap til et kontinuerlig samarbeid med byens administrasjon. (Kummitha, 2019, s. 2)

Dette er noe av tanken bak Nordic Edge. Nordic Edge opptrer som et knutepunkt for lokale og internasjonale bedrifter, ulike institusjoner og lokale myndigheter. Ross Baird (2017)

peker i sin bok «The Innovation Blind Spot» på at en må være en del av kroppen, og med kropp mener han Øko-system (Baird, 2017, 155).

Sett fra et annet perspektiv refererer begrepet smartby til en relasjon og prosess mellom byens myndighet, administrasjon og innbyggere. Smartby omfatter også bruk av moderne teknologi i dagliglivet. Det handler ikke bare om IKT, men også om å finne gode løsninger for transport og logistikk for å redusere overbelastning av veisystemet og rushtrafikk. Behovet for en balansert sosial utvikling og økonomisk vekst er et av motivene bak smartbykonseptet (Peris-Ortiz, et al, 2017, s. 4-6).



Figur 4. Bakgrunn for utvikling av smartby

Periz-Ortiz et al. (2017) illustrerer i figur 4 at det er en sterk sammenheng mellom økonomiske hendelser og utvikling av byer. Økonomien påvirker og blir påvirket av byenes utvikling og av nye teknologer. Smartbykonseptet omhandler flere områder; helse, menneskers velferd, kommunikasjon, økonomi og teknologi. I denne oppgaven vil jeg imidlertid avgrense problemstillingen til kun å gjelde den økonomiske dimensjonen i smartbykonseptet som generelt sett dekker de nevnte områdene.

Et spørsmål som jeg ønsker å rette oppmerksomhet mot i dette kapittelet, er om økonomien er i stand til å løse storbyutfordringer, samt om økonomi er en av de viktigste faktorene for å realisere smarte byer.

Ved å ta utgangspunkt i de norske prinsippene for smartby, ser vi at det er et potensial marked for bedrifter som vil utvikle bærekraftige løsninger som gir økt kvalitet på ulike områder for innbyggerne. Teknologiske baserte bedrifter vil tilby et sett med løsninger som er basert på IKT for en effektiv bruk av knappe ressurser. Kummitha (2019) mener at

smarte byer er gründerbyer. Videre påstår han at det er et toveisforhold mellom entreprenørskap og smarte byer. Entreprenører tar initiativ til å integrere byer og teknologi som hjelper byene med å gjennomgå sosio-tekniske overganger for å bli smarte byer. Disse teknologiene, som blitt tatt i bruk i byer, genererer data som vil hjelpe bedrifter med å utforske nye muligheter. (Kummitha, 2019, s. 1)

En annen smartbymodell er Bottom up or Top Down modell. Top Down tilnærmingen går ut på at ledere er hovedaktører og mest effektive i utviklingen av smarte byer, mens Bottom up-tilnærmingen tar utgangspunkt i kreative og ambisiøse innbyggerne og gründerne som vil være med å utvikle byen via Start-up's.

Perez-Ortiz et al. (2017) hevder at en kombinasjon av disse to vil resultere i den ideelle smartby. For å bli en smartby, må byene aktiv utvikle teknologiske løsninger, blant annet ved å benytte seg av kreative og innovative innbyggerne (Perez-Ortiz, et al., 2017, s.10). Innbyggere som individuelle entreprenører, vil spille en avgjørende rolle ved å utvikle ny teknologi. Ofte tar innbyggere initiativ til å etablere små og mellomstore entreprenørskap (SME), samt sosiale bedrifter som har til hensikt å løse lokale utfordringer ved bruk av IKT, IoT (internet of thing) og inventering av nye teknologier. (Kummitha, 2019, s. 3)

Kummitha (2019) har foretatt et omfattende analyse av Joseph Schumpeter arbeid (1934). Kummitha skriver at Schumpeter fremhever at gründerne er i stand til å skape nye bransjer, pionere radikal diversifisering, og har mulighet til å transformere eksisterende organisasjoner ved å engasjere seg i Corporate entreprenørskap, individuelt eller sosialt entreprenørskap. Et eksempel på et Corporate entreprenørskap er International Business Machines Corporation, IBMs smartby venturing. IBM begynte å utforske og utnytte muligheten for smartbygründerne i etterkant av den økonomiske lavkonjunkturen i 2008. Bedriften oppmuntret sine ansatte for å komme med nye ideer, og smartby var en ide som bidro til å skape et enormt markedspotensial innen byutvikling (Kummitha, 2019, s. 2).

Flere høyt utviklete land, og land som er i utvikling, har tatt i bruk smartbyvisjonen og inviterer globale bedrifter til å engasjere seg i corporate entreprenørskap (Kummitha, 2019, s. 2). Start-up's er kjernen for realisering av smartbykonseptet. Men for at start-up's skal kunne å bidra til dette, kreves det finansiering, Men siden start-up er kjent for å være risikable, er investorer tilbakeholdne med å bidra med finansiering.

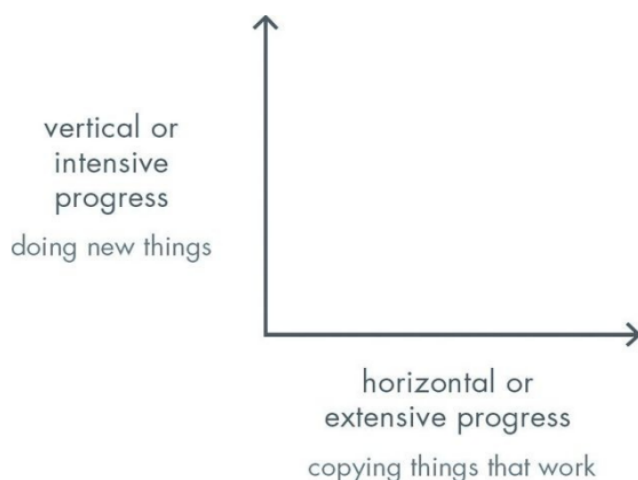
I det neste avsnittet vil jeg beskrive hvorfor start-up's og entreprenørskap er risikoutsatte, og derfor ofte har utfordringer med å skaffe nødvendig kapital.

2.2.3. Hva vil endre vår verden i dag og i fremtiden?

Masters & Thiel (2014) stiller et motstridende spørsmål i sin bok *Zero to One*. «Hvilken viktig sannhet er det få som er enige med deg om?» Før han svarer på spørsmålet, introduserer han to veksttilnærminger - vertikal og horisontal fremgang.

Horisontal fremgang, eller omfattende fremgang, dreier seg om å kopiere ting som fungerer. Det vil si å gå fra 1 til n. Horisontal fremgang er lett å forestille seg, fordi vi allerede vet hvordan den fremgangen ser ut i følge til Thiel.

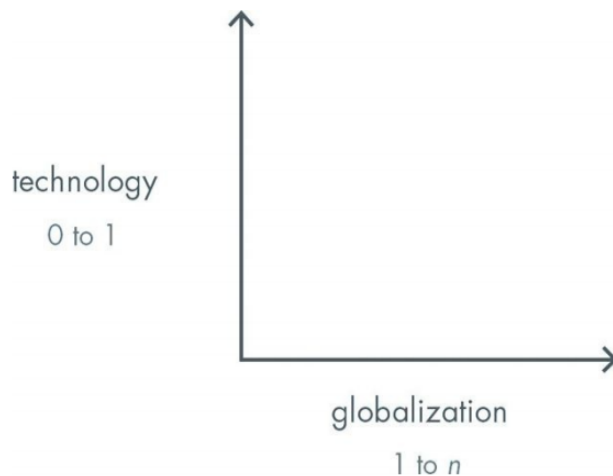
Vertikal fremgang, eller intensiv fremgang, betyr å videreutvikle eller skape nye ting. Det vil si å gå fra 0 til 1. Vertikal fremgang er vanskeligere å forestille seg, fordi det betyr å gjøre noe som ingen andre har gjort før. Thiel bruker et eksempel med en skrivemaskin for å illustrere forskjellen mellom disse to veksttilnærmingene. «Hvis man tar en skrivemaskin og bygger 100, har man gjort horisontale fremskritt. Men, hvis man har en skrivemaskin og bygger en tekstbehandler, har man gjort vertikale fremskritt.» (Masters & Thiel, 2014, s. 7-8)



Figur 5. Vertikal og horisontal fremgangmodell

Masters & Thiel (2014) skriver at på makronivå er globalisering det eneste ordet for horisontal fremgang. Det betyr å ta ting som fungerer på et sted, og få dem til å fungere overalt. Masters & Thiel (2014) introduserte Kina som det paradigmatiskke eksempelet på globalisering. Landets 20-årige plan er å bli som USA er i dag. Kineserne har rett og slett kopiert alt som har fungert i den utviklede verden - jernbaner fra 1800-tallet, klimaanlegg fra det 20. århundre og til og med byer som helhet. Kineserne kan hoppe over noen få trinn

underveis, for eksempel å gå direkte til trådløs telefon uten å installere fasttelefoner, men de kopierer likevel. Begrepet for fremgang fra 0 til 1 er teknologi (Masters & Thiel, 2014, s. 8-9).



Figur 6. Globalisering og teknologisk fremgang

Etter min oppfatning kan Thiel's to veksttilnærminger illustreres i to makroøkonomi-modeller, produksjonsmodell og Romer sin modell. Den globaliserte fremgangen kan illustreres i produksjonsmodellen. Denne går ut på at output fordobles ved dobling av arbeidskraft og kapital ved å gjenskape nøyaktig det nåværende oppsettet (standard replikasjonsargument). Den teknologiske fremgangen kan illustreres i Romer sin modell, som går ut på at ideer er faktordrivende i utviklingen av både økonomien og samfunnet i et land (Jonas, E4, 2018).

Thiel's svar på sitt motstridende spørsmål er at folk flest tror at verdens fremtid vil bli definert av globalisering, men sannheten er at teknologien er viktigere og betyr mer. Et eksempel på dette er Kinas energiproduksjon. Hvis Kina ikke satser på utvikling av ny teknologi, vil landets dobling av energiproduksjonen de neste 20 årene medføre en dobling av luftforurensningen. Et annet eksempel er hvis alle i India skulle leve slik amerikanere gjør, bare ved hjelp av dagens verktøy, ville resultatet være miljømessig katastrofalt. Å utbre gamle måter for å skape velstand på verdensbasis, vil føre til ødeleggelser, ikke rikdom. I en verden med knappe ressurser er globalisering uten ny teknologi ikke bærekraftig. (Masters & Thiel, 2014, s.10).

Masters & Thiel (2014) konkluderer med at ny teknologi har en tendens til å komme fra nye virksomheter – start-up's, fordi det er vanskelig og kostbart å utvikle nye produkter og tjenester i store organisasjoner, og det er enda vanskeligere å gjøre det alene. Start-up's

handler om å jobbe med andre mennesker for å få ting gjort. Men bedriften må være liten nok til at den faktisk klarer å realisere ideene. Et nytt selskaps viktigste styrke er nytenking. Enda viktigere enn smidighet er liten størrelse som gir rom for å tenke. (Masters & Thiel, 2014, s. 10).

2.2.4. Risikokapital, start-up`s og smartby

Risikokapitalister er opptatt av å maksimere sin profitt. Samtidig spiller de, gjennom sine investeringer, en nøkkelrolle i utviklingen av bærekraftige start-up`s. Gründere produserer produkter og tjenester som har til hensikt å utvikle samfunnet. Distraktiv teknologi, data, og talent har blitt anerkjent som kritiske/vesentlige komponenter i utviklingen av smarte byer. Anerkjennelse av disse komponentene har blitt oppnådd gjennom den hjelpen som staten får fra kommuner og konsulenter i utvikling av smartbystrategier. Dette, i tillegg til samarbeidet med entreprenører og risikokapital som har vært hovedkraften bak teknologiske innovasjoner i de siste ti årene. Dette skyldes at start-up`s har rom for å trives med teknologiske forstyrrelser, og som resulterer til mer effektive løsninger på problemer.

I tillegg har venturestøttede selskaper et sett av samfunnsmessige fordeler som jobbskaping, innvirkning på levestandard, skaping og innovasjon. Start-up`s er best posisjonert for å bringe distraktiv teknologier og forretningsmodeller til markedet, fordi de leverer bedre og billigere løsninger til byene. Entreprenører som driver med teknologi, i samarbeid med risikokapitalister, er kritiske komponenter i transformasjonen fra tradisjonelle byer til smarte byer (Cooper, et al., 2018, s. 13-14).

Dagens næringsliv handler om noe mer enn å bare maksimere økonomisk utbytte. Grunnet klimaendringer, økt urbanisering, arbeidsledighet, økonomiske ulikheter og flere andre utfordringer/problemer som påvirker lokalsamfunn, forventes det at både start-up og økosystem generelt bidrar til større allmenne goder. I en studie av Deloitte (2019) viste at 93 prosent av næringslivsledere uttaler at de tror på at selskaper ikke bare er arbeidsgivere, men også samfunnsforvaltere.

Risikokapital spiller en viktig rolle for å oppmuntre og utvikle entreprenørskap og start-up`s. Risikokapital kan ses på som en driver for utviklingen av bærekraftige virksomheter som bidrar positivt miljø- og samfunnsmessig mens de generer overskudd. Tilgangen til risikokapital er ofte nok til å få folk til å ta initiativ til å involvere seg i start-up`s. Små og

mellomstore bedrifter, og spesielt start-up's kan være de ideelle inkubatorer for miljøinnovasjon og kan bringe nye, mindre miljøskadelige produkter til markedet.

Risikokapitalister betraktes som hovedaktører i oppblomstringen av økonomien og oppstarten av nye virksomheter. De er i stand til å hjelpe små virksomheter til å vokse raskere både nasjonal og internasjonal, skape merverdi, jobbmuligheter og innovasjon. Risikokapital kan ses på som portvakt til fremveksten av nye virksomheter.

Hovedoppgaven er å vurdere og velge unike og innovative virksomhetsideer som introduseres via entreprenører. Risikokapitalister påvirker entreprenørskap som oppdagere/utforskere ved å identifisere og velge fremtidig kapabiliteter, og som trenere som hjelper til med å realisere disse kapabiliteter.

Risikokapitalister investerer vanligvis i risikoutsatte virksomheter og støtter start-up's økonomisk gjennom deres ekspertise og nettverk. Dette skjer vanligvis etter at engelinvestorer eller venner og familie har gjort sin første investering i virksomheten. Banker eller private aksjonærer kan finne slike investeringer for risikabelt.

Hensikten med slike investeringer er å vinne en lønnsom avtale gjennom fusjoner og oppkjøp eller børsintroduksjon (IPO), der risikokapitalisten vanligvis selger sine aksjer i markedet med en mulig risiko. Forholdet mellom risikokapital og entreprenører er langsiktig - vanligvis opp til 10 år.

(Bocken, 2015).

2.3. Risikokapital

Formålet med dette kapitlet er å gi en innsikt i VC-bransje. Før jeg begynner å forklare investeringskriterier, er det viktig å ha en forståelse av betydningen av VC, hvorfor VC-bransjen oppstod, og hvordan VC bedrifter og bransjen fungerer som en helhet.

2.3.1. Definisjon og bakgrunn

Den moderne organisatoriske formen av VC daterer seg tilbake til 1946, da General Doriot identifiserte behovet for risikabel kapital, og etablerte den første VC bedrift, American Research and Development Corporation (ARDC) sammen med Massachusetts Institute of

Technology (MIT) President Karl Compton. Hensikten var å støtte entreprenører som ikke kunne innfri låneforpliktelsene overfor bankene.

I 1958 ble VC bransjen mer populær etter at myndigheten i USA lansert **Small Business Investment Companies** (SBICs) som gjorde det mulig å etablere investeringselskaper for små bedrifter. Hensikten var å få flere aktive VC investorer. I perioden mellom 1958 og 1960 ble de første VC kommandittselskapene etablert. Dette ble betraktet som en stor overgang for VC-bransjen. Strømming av penger og nye engasjerte investorer i VC industrien var overaskende stor. I perioden mellom 1970 og 1980 var aktiviteten i VC bransjen preget av en dramatisk økning i innhentet beløp gjennom Venture partnerskap. (Metrick & Yasuda, 2011, s. 10), (Gompers & Lerner, 2001).

I dag finnes det veletablerte VC-selskaper over hele verden, selv om omtrent halvparten av VC-aktiviteter foregår i USA. Høy vekst i antall oppstartsvirksomheter gjorde at det i 2019 ble innhentet mer enn 130 milliarder dollar fra VC-selskaper. VC bransjen har opplevd konstant vekst i de siste 20 årene. I 2019 var det etablert over 1300 venture selskaper i USA. Dagens VC-bransjen inkluderer også flere andre aktører som blant annet akseleratorer, inkubatorer og angelinvestorer. (NVCA US, 2020, s. 5).

Nasjonal Venture Capital foreningen i USA definerer VC virksomheter som profesjonelle ledere som muliggjør og støtter de mest innovative og lovende selskaper, og som støtter ideer som ellers ikke ville blitt finansiert på den tradisjonelle måten fra banker. Disse start-up's vil i mange tilfeller konkurrere med eksisterende produkter og tjenester, og vil til vanlig krever fem til åtte år for å nå modenhet. (NVCA US, 2020, s. 8)

British Venture Capital Association (BVCA) har definert VC som en form for investering i tidlig fase rettet mot innovative virksomheter med sterkt vekstpotensial. VC bidrar med finans og operasjonell kompetanse for entreprenører og oppstartsselskaper, som ofte, men ikke utlukkende, finnes i teknologibaserte sektorer som IKT, biovitenskap eller finansiell teknologi. (BVCA, 2020)

Keith Arundale (2007) definerer VC som medium til langsiktig finansiering (seed and start-up's) som investeres av profesjonelle fondsforvaltere i potensielt høyvoksende og ikke-børsnoterte selskaper mot å få eierandel i disse selskapene. Gilligan & Wright (2020) forklarer VC som finansiering i virksomheter som er i tidligfase, og har behov for å utvikle seg og vokse opp frem inntil den blir kjøpt av en etablert virksomhet i management buyout eller buy-in.

Gompers & Lerner (2001) mener at VC er en viktig del av det finansielle systemet, fordi VC støtter vekst og utvikling av selskaper som har vansker med å skaffe kapital fra tradisjonelle kilder. VC kommer vanligvis fra velstående investorer, investeringsbanker og andre finansinstitusjoner. VC kan ha en monetær form, men kan også gis i form av teknisk eller ledelsesmessig kompetanse.

VC tildeles vanligvis til små selskaper med et eksepsjonelt vekstpotensial, eller til selskaper som har vokst raskt og ser ut til å fortsette å ekspandere (Chen, 2020). VC betraktes som et viktig og voksende mellomledd som kan transformere kapital til nye produkter og innovasjonsvirksomheter på en tilsynelatende svært produktiv måte. Denne «formidlingsrollen» vekker økende interesse blant politikere, beslutningstakere og investorer (Kaplan & Lerner, 2017). Gompers & Lerner (2001) skriver at det i USA er en bred oppfatning av at VC aktører står bak den økende framgangen til amerikanske selskaper innen høyteknologiske bransjer målt gjennom et stigende antall patenter eller mer kvalitative tiltak.

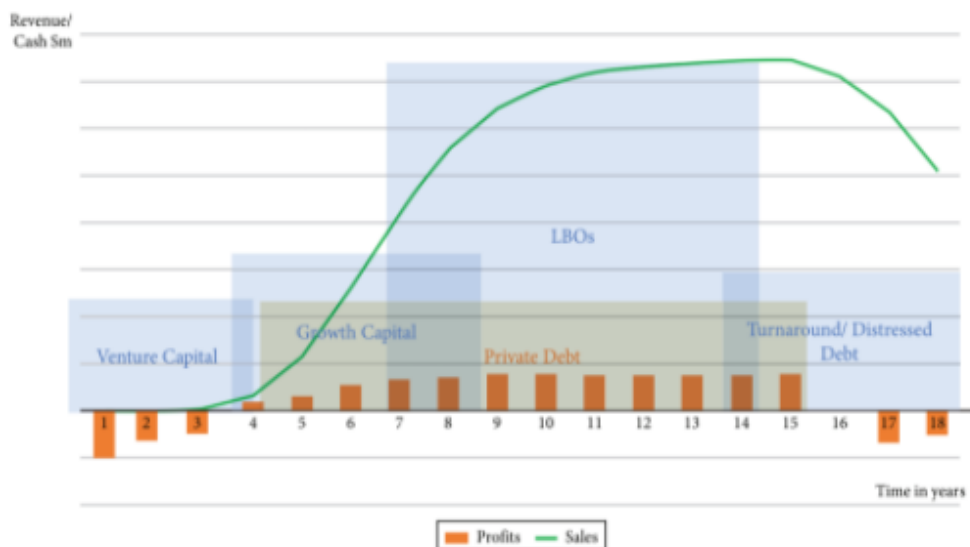
2.3.2. Forskjellen mellom risikokapital og aktiv eierkapital

Mange klarer ikke å skille mellom Private Equity (PE) og (VC). Jeg vil derfor forsøke å tydeliggjøre forholdet mellom PE og VC.

Arundale (2007) forklart PE som den overordnede paraplybetegnelsen for hele finanseringsbransjen, og som VC er en del av. VC retter seg imidlertid kun mot finansiering i tidlig fase. I Europa brukes begrepet VC for å dekke alle ledd, dvs. synonymt med PE. Noen avgrensar imidlertid begrepet risikokapital (VC) til å bety kapital for oppstart og for finansiering av unge hypervekstbedrifter, mens aktiv eierkapital betyr kapital for (buyout) og vekstkapital.

I USA refererer VC til investeringer i selskaper i tidlig fase og til ekspanderende selskaper. Noen av de amerikanske definisjonene inkluderer også de senere utviklingsstadiene i PE. (Arundale, 2007, s. 4-5)

De ulike definisjonene av PE kan by på utfordringer når man skal sammenligne data om PE og VC. Gilligan & Wright (2020) mener at investeringer i tidlige faser er VC-investeringer, mens PE er investeringer i veletablerte virksomheter som har nådd sitt konsept, noe figuren under illustrerer. (Gilligan & Wright, 2020, s. 2)

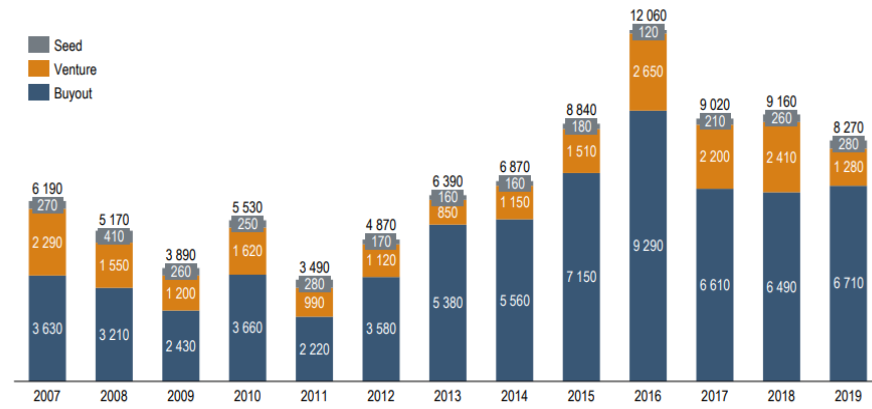


Figur 7. investeringsstrategi og selskapets livssyklus

I Norge defineres VC som en del av PE. I 2019 utgjorde totalt innhentet kapital omtrent 7,5 milliarder NOK og investeringer i PE, både norske og utenlandske virksomheter, var totalt på 8,3 milliarder NOK fordelt som følger: seed 280 mill., venture 1280 mill. og buyout 6710 mill. Investeringer ble gjort i 232 virksomheter. 96 av disse virksomhetene var seed, 89 venture og 47 buyout.

Figuren under viser at norske VC investeringer har gått ned i 2019 etter tre år med stabilt investeringsnivå, fra over 2 milliarder til omtrent 1,3 milliarder NOK. Men i 2019 steg investeringene i norske virksomheter fra 0,9 milliarder til 1,3 milliarder. Venture investeringer har økt med 85 prosent mens seed investeringer har vært på et stabilt nivå, kun med en mindre vekst. Grunnen til denne nedgangen var at norske NVCA trakk seg fra de utenlandske investeringene, og i stedet begynte å investere mer i norske oppstartsvirksomheter (NVCA Norge, Aktivitetsrapport, 2019).

Figure 4: Amount invested by phase (million NOK)

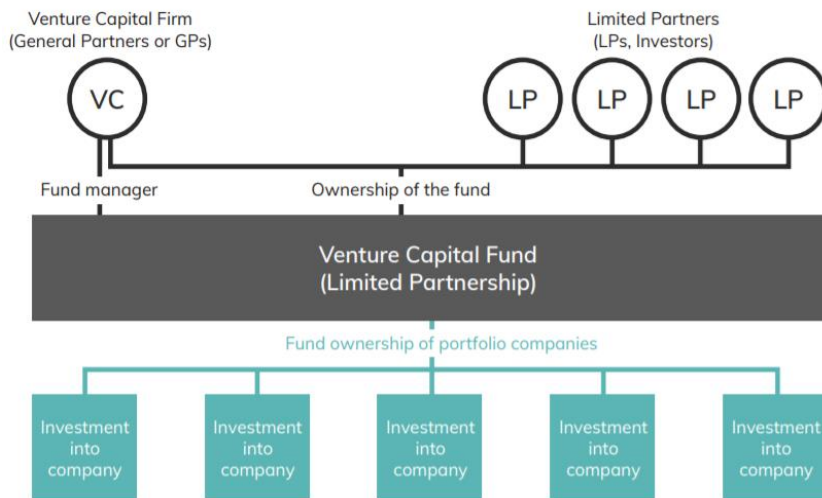


Figur 8. Norske investeringer (seed, venture og buyout)

2.3.3. Risikokapitalfond

Et VC-fond er organisert som et kommandittselskap. Figur 9 illustrerer risikokapitalisten som generell partner i fondet, og investorene som begrensede partnere (LP). Hvis alt går etter planen, selger VC til slutt sin eierandel i porteføljeselskapet, og returnerer deretter pengene til sine begrensede partnere. Prosessen starter opp igjen med et annet selskap (Metrick & Yasuda, 2010, 29-32).

I VC kommandittselskap er risikokapitalistene generelle partnere og kontrollerer samtidig fondets aktiviteter. Investorer overvåker fondets fremgang og deltar på årlige møter, men de kan ikke bli involvert i fondets daglige forvaltning hvis de skal beholde et begrenset ansvar. Investorer kan være offentlige pensjonsfond, bedriftspensjonsfond, forsikringsselskaper, enkeltpersoner med stort nettverk, Family Office, legater, stiftelser, fond-av-fond og suverene formuefond. (NVCA US, 2020)

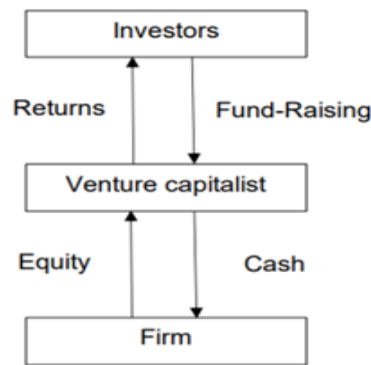


Figur 9. VC-fondets struktur

2.3.4. Risikokapital aktiviteter

VC-aktiviteter kan deles inn i tre hovedgrupper: investering, overvåking og exit. Investering begynner med at VC-er leter etter nye muligheter og slutter ikke før en kontrakt er signert. For hver investering som gjøres, kan en VC screene hundrevis av investeringsmuligheter. Av disse vil kanskje noen få være verdig detaljert oppmerksomhet, og færre fortjener et foreløpig tilbud. Foreløpige tilbud er laget med en term sheet som viser den foreslåtte verdsettelsen, type sikkerhet og foreslåtte kontrollrettigheter for investorene. Hvis dette begrepsarket godtas av selskapet, utfører VC omfattende due diligence ved å analysere alle sider ved selskapet. Hvis VC er fornøyd, forhandler alle parter om det endelige settet av vilkår som skal inkluderes i den formelle kontrakten som signeres i den endelige avslutningen.

Når en investering er gjort, begynner VC å jobbe med selskapet gjennom styremøter, rekruttering og regelmessig rådgivning. Til sammen utgjør disse aktivitetene overvåkingsgruppen. Mange VC-er hevder at disse aktivitetene gir den beste muligheten til å tilføre verdi, og er den viktigste kilden til komparativ fordel for en vellykket VC. (Metrick & Yasuda, 2010, s. 9-10)



Figur 10. Risikokapitalprosess

Figur 10 viser VC kontantstrømming, som ble introdusert av Gompers & Lerner (1999). Modellen går ut på at VC virksomheter får kapital fra sine investorer. Denne kapitalen blir plassert i fond, og blir deretter investert i oppstartsvirksomheter med lovende vekst, mot en eierandel. VC involverer seg i virksomhetens aktiviteter for mer utvikling på sikt for en vellykket exit med gode avkastninger (Gompers & Lerner, 1999, s. 9).

Et nytt fond blir opprettet når risikokapitalfirmaet oppnår nødvendige forpliktelser fra investorene. Kapitalen hentes fra begrensede partnere ettersom investeringene gjøres gjennom noe som kalles "Capital Calls". Vanligvis vil en initialfinansiering av et selskap føre til at venturefondet reserverer et beløp som er tre eller fire ganger den første investeringen for påfølgende finansiering. I løpet av de neste tre til åtte årene samarbeider venturefirmaet med gründeren for å utvide selskapet. (NVCA US, 2020)

For å tjene penger på investeringene, må risikokapitalister omgjøre sine eierandeler i private selskaper til realisert avkastning. Den mest lønnsomme exit-muligheten er vanligvis en første børsnotering (IPO), hvor selskapet utsteder aksjer til publikum, eller at selskapet blir kjøpt opp (Gompers & Lerner, 2001). En studie av Gompers, Gornall, Kaplan, & Strebulaev (2016) viste at i gjennomsnitt avsluttes 15 prosent av en risikovirksomhets portefølje gjennom børsnoteringer, 53 prosent gjennom fusjon og oppkjøp (M & A) og 32 prosent mislykkes. (Gompers, et al., 2016)

Risikokapital kan forklares med fem kjennetegner:

- 1- VC er en finansiell formidler, noe som betyr at VC tar investorenes kapital og investerer den direkte i porteføljeselskaper.
- 2- VC investerer bare i private selskaper. Dette betyr at når investeringene er gjort, kan ikke selskapene omsettes umiddelbart på en børs.

- 3- VC tar en aktiv rolle i å overvåke og hjelpe selskapene i porteføljen.
- 4- VC sitt primære mål er å maksimere økonomiske avkastning ved å avslutte investeringer gjennom et salg eller en børsintroduksjon (IPO).
- 5- VC investerer for å finansiere selskapets interne vekst.

(Metrick & Yasuda, 2010, s. 1)

2.3.5. Viktigheten av risikokapital

I dette delkapittelet vil jeg se nærmere på hvorfor VC eksisterer, hvorfor entreprenører er avhengige av VC-investeringer og hvorfor er VC den beste løsningen for entreprenører. Jeg har tidligere svart på disse spørsmålene ut fra et fra Smartbyperspektiv. I dette kapittelet vil jeg se på VC fra et økonomisk ståsted.

Risikokapitalister er finansielle forvaltere som hele tiden søker å oppnå høyere økonomisk avkastning for sine investorer. Denne arten bestemmes av det faktumet at risikokapitalister investerer i virksomheter som ikke er børsnotert og som har lovende økonomisk vekst, om forhåpentligvis vil generere større fremtidige avkastninger (Lu, Tan, & Huang, 2013).

I 2020 investerte VC for 156,2 milliarder dollar i oppstartsbedrifter. Verdien via «exit» tilsvarte 290,1 milliarder dollar. (NVCA US, PiteBook 2020). Lønnsomhet er den viktigste årsaken til at VC bransjen finnes. Økonomisk teori antyder at gevinster kan oppnås på grunn av en eller annen form for ufullkommenhet eller usikkerhet i markedet. Økonomiske gevinster opptjenes, enten ved å utnytte eksisterende fullkommenheter eller ved å skape passende nivåer av usikkerhet og kompleksitet. Venturekapitalister som evner å håndtere en slik usikkerhet, kan hente ut økonomiske gevinster i form av kapitalvekst, noe som er forbundet med vekst i selskapet. Strategiene som risikokapitalister bruker, må derfor kunne kontrollere hovedkildene til usikkerhet. (Lu, et al., 2013)

En annen begrunnelse for eksistensen av VC fremgår av det som Amit, Brander & Zott (1998) beskriver som «Agency problem». Asymmetrisk informasjon er vanligvis til stede i VC-investeringer i to former, *Adverse selection* og *Moral Hazard*. Fare for *Adverse selection* oppstår når en entreprenør har informasjon som investoren ikke har, eksempelvis kvaliteten av venturesproduktet. I dette tilfellet kan gründeren overvurdere kvaliteten av produktet, noe som fører til en situasjon der investorer har vanskeligheter med å skille de gode investeringsmulighetene fra de dårlige. Ettersom investorer har forstått at risikoen for

Adverse selection er til stede, kan de være nølende med å investere pengene sine i slike prosjekter. Risiko for *Moral Hazard* oppstår etter at investeringen er gjort. Investorer har vanskeligheter med å overvåke entreprenørens aktiviteter. Dermed kan en gründer handle på en uønsket måte, mot investorens insentiver. *Moral Hazard* og *Adverse selection* kan forekomme i alle typer investeringer, men er særlig aktuell i gründerfinansiering som VC. Dette skyldes at oppstartsbedrifter vanligvis har svært få materielle eiendeler å stille som sikkerhet, og har ingen meritliste (Track record) som øker deres omdømme i investorenes øyne. (Amit, et al.,1998).

Amit et al. (1998) mener at VC eksisterer, fordi VC er i stand til å redusere kostnadene som skyldes asymmetrisk informasjon. Ifølge dem kan VC-er få ekspertise i en bestemt bransje, noe som reduserer utvalget av bedrifter de kan tenkes å investere i, samt overvåkingskostnader. Dette gir dem komparative fordeler over andre investorer. Med andre ord er VC-er gode til å identifisere lønnsomme prosjekter, kapitalisere og veilede unge, lovende selskaper.

VC kan derfor eliminere enkelte, men ikke alle, *Adverse Selection* og *Moral Hazard*. Videre bemerker Amit et al. (1998) at VC-er bør konsentrere seg spesielt i bransjer som krever spesialisert ekspertise, slik som dataprogramvare og bioteknologi, fremfor tradisjonelle bransjer som reiseliv, hotell- og restaurantbransjen eller detaljhandel som lett kan overvåkes av andre investorer.

På spørsmålet om hvorfor entreprenører er avhengige av VC-investeringer, er svaret at entreprenører alltid har hatt forretningsideer som krever betydelig kapital for å gjennomføre, men som de ikke har hatt tilstrekkelig med midler til å finansiere. Oppstartsselskaper som ikke har tilstrekkelig økonomiske midler, som forventes å ha flere år med negativ inntjening og som har usikre framtidsutsikter, har ofte slitt med å finne finansielle løsninger.

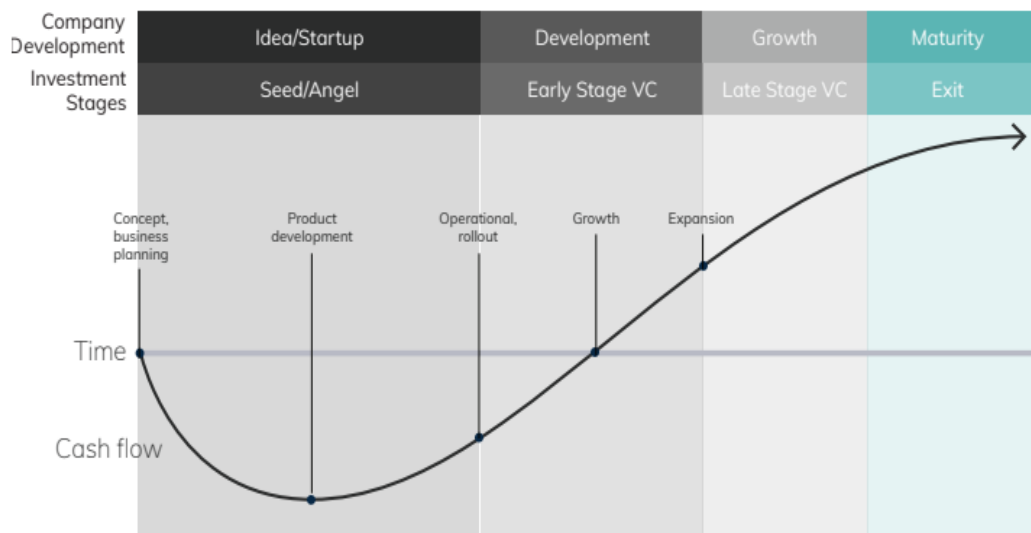
Venturekapitalister representerer en løsning for å finansiere slike prosjekter med høyrisiko, men også med potensiell høy økonomisk gevinst. (Gompers & Lerner, 1999, s. 5).

Svaret på spørsmålet om hvorfor er VC den beste løsningen for entreprenører, er at banker som regel har strenge kriterier for å innvilge lån. Bankene krever bevis for at låntakere kan stille med sikkerhet for lånet, og at låntaker med stor sannsynlighet vil være i stand til å nedbetale lånet. De fleste entreprenører vil ikke kunne innfri disse kriterier. Derfor kreves

risikovillig kapital for å finansiere entreprenørens prosjekter - mot en eierandel i prosjektet. (Metrick & Yasuda, 2010, s. 10)

2.4. Investeringsfaser

Som tidligere nevnt, investerer VC-er i privateide, unge og lovende selskaper. Disse unge selskaper, eller start-up's, går gjennom forskjellige utviklingsstadier. Under disse forskjellige utviklingsstadier, har start-up's forskjellige kilder for å innhente kapital. Figur 11 illustrerer disse trinnene.



Figur 11. Finansieringssyklus av start-up's (NVCA US, 2020).

Figur 11 viser at (NVCA) i USA deler start-up's finansieringsprosess i tre investeringsfaser:

1. Seed/angel: her er selskapet nettopp blitt etablert, og gründere utvikler produktet/tjenesten.
2. Tidlig fase: selskapet har en solid ledergruppe, og har etablert sitt konsept eller produkt, men mangler positiv kontantstrøm.
3. Sen fase: selskapet har klart å bevise sitt konsept, og nærmer seg positiv netto inntekt og er snart klar for børsintroduksjon (IPO)

Den inndelingen av investeringsfaser som introduseres av NVCA US, kan stykkes opp i enda flere faser. Seed og tidlig fase er nesten det samme, men sen fase kan deles i serie A, serie B og serie C.

- Frøfase (seed): Frøfinansiering gir betydelige midler til å støtte det første markedsundersøkelses- og utviklingsarbeidet for selskapet. Dette inkluderer å finne ut hva produktet skal være, og hvem brukerne eller forbrukerne vil være. Potensielle investorer i en frøfinansieringssituasjon vil ofte være gründere selv, venner, familie, inkubator og VC. En av de vanligste typene investorer som deltar i seed-finansiering, er en såkalt "angel investor".
- Serie A: Når virksomheten har en track record å vise til, er Serie A-finansiering nyttig for optimalisering av produkt og brukerbasis. I denne fasen kan produktet skaleres ut på forskjellige markeder. I denne runden er det viktig å ha en plan for å utvikle en forretningsmodell som vil generere langsiktig fortjeneste. Ofte har frøoppstart gode ideer som genererer en betydelig mengde entusiastiske brukere, men selskapet vet ikke hvordan det vil tjene penger på ideene. I serie A-finansiering ser investorer ikke bare etter gode ideer. Snarere leter de etter selskaper med gode ideer, samt en sterk strategi for å omgjøre ideen til en vellykket, pengeproduserende virksomhet.
- Serie B: handler om å ta bedriften til neste nivå, forbi utviklingsstadiet. Investorene hjelper oppstartsbedriften med å finne muligheter i markedet. Bedrifter som gjennomgår en serie B-finansieringsrunde, er veletablerte, og deres verdsettelse gjenspeiler det. I Serie B-runder hjelper investorer nyetableringer med å komme dit ved å utvide markedsrekkevidden.
- Serie C: Bedrifter som kommer til serie C-finansieringssesjoner er allerede ganske vellykkede. Disse selskapene ser etter ytterligere finansiering som kan hjelpe dem med å utvikle nye produkter, ekspandere til nye markeder eller til og med å kjøpe andre selskaper. Vanligvis vil et selskap avslutte sin eksterne kapitalfinansiering med serie C. Noen selskaper kan imidlertid gå videre til serie D og til og med til serie E.

(FUNDZ.net), (Financial Magazine), (The little collection)

Hvert år mottar VC-selskaper flere hundre forslag til selskaper å investere i. Mest sannsynlig vil imidlertid et VC investere i færre enn ti prosjekter. Kvaliteten på de ulike prospektene vil variere. Kun de forslagene som er skikkelig gjennomtenkte og velformulerte, med en god presentasjon til VC, vil ha en sjanse til å bli finansierte. (Arundale, 2007, s. 92).

Før hver investering pleier VC å vurdere sannsynligheten for suksess og potensiell avkastning. Sand Hill Econometrics har bygget en omfattende database som viser at 23,3 prosent av alle investeringer i første runde har blitt børsnotert (IPO) på et senere tidspunkt. Denne prosentandelen stiger til 28,2 prosent for investeringer i andre runde og til 30,3 prosent for investeringer i tredje runde. Samlet sett gir 19 prosent av alle investeringer i første runde en avkastning som er fem ganger eller mer enn opprinnelig investert kapital, mens 44 prosent av investeringene gir ingen avkastning. For investeringer i andre runde gir cirka 14 prosent av investeringene en avkastning på fem ganger innsatsen eller mer, mens 39 prosent gir ingenting. For investeringer i senere runder/serier er tilsvarende tall henholdsvis rundt 7 prosent og 34 prosent. (Metrick & Yasuda, 2010, s. 144).

2.5. Investeringsprosess

Investeringsprosessen til VC er blitt viet betydelig oppmerksomhet fra akademisk hold. Grunnen til denne interessen er spørsmålet om VC-markedet allokere ressurser på riktig måte eller ikke, ettersom VC-er står overfor alvorlig risiko for uheldige valg av investeringer. For å svare på dette spørsmålet, må man forstå hvordan VC tar investeringsbeslutninger.

Tyebjee & Bruno (1984) benyttet seg av data fra 41 venturekapitalfond som samlet hadde investert i 90 oppstartsvirksomheter. Denne studien deler investeringsprosessen i fem faser:

Tabell 1. Investeringsprosess. redigert fra Tyebjee & Bruno (1984)

Fondets investeringsprosess					
Forfatter	Pre-deal			Deal	Post-deal
Tyebjee og Bruno (1984).	Lokalisering av investeringsmuligheter	Screening	Evaluering	Kontrakt og forhandling	Post-investering aktiviteter

1. Lokalisering av investeringsmuligheter:

I denne fasen opprettes kontakt mellom entreprenør og investorer for første gang. Potensielle investeringer kommer fra en rekke kilder, blant annet via mellomledd og henvisninger fra andre finansinstitusjoner. Hovedfokuset i denne fasen å oppdage lovende investeringsmuligheter. (Boocock & Woods, 1997, s. 40).

2. Screening:

I den andre fasen reduserer investoren mengden av investeringsforespørsler til en håndterbar mengde. Siden investorer mottar et stort antall mulige investeringsprosjekter, er det viktig for dem å redusere dette til en håndterbar mengde for investoren og fondet.

1. Evaluering:

I denne fasen undersøker investoren grundig forretningsmuligheten. Etter denne fasen må investoren bestemme om han/hun vil fortsette eller ikke. (Kollmann & Kuckertz, 2010).

2. Kontrakt og forhandling:

Når investoren bestemmer seg for å gå over i avtalefasen, er han/hun interessert i å investere i selskapet. det blir da laget flere avtaler. Avtaler om aksjeandel som entreprenøren vil gi i bytte mot risikokapitalen, kontraktsinngåelse, kompensasjonen til gründeren og type finansiering og eventuell bruk av konvertible verdipapirer. Til slutt formuleres en rekke vilkår for å unngå eventuelle Agency problems.

3. Postinvesteringsaktiviteter:

I dette trinnet kombineres alle aktivitetene til risikokapitalister som primært tar sikte på å støtte selskapets ledelse og forberede fremtidig salg.

(Tyebjee & Bruno, 1984), (Kollmann & Kuckertz, 2010)

VC bruker en flertrinns utvelgelsesprosess for å vurdere ulike investeringsmuligheter. De fleste potensielle avtaler går gjennom hvert trinn i den såkalte avtaletrakten (investeringsprosessen) før de blir finansiert av VC. Når et medlem av VC-firmaet genererer en potensiell avtale, vurderes muligheten først intern. Dette kan være en seniorpartner, en juniorpartner, eller et venture-partnermedlem.

Hvis investeringen viser seg å ha potensial etter denne første evalueringen, vil et medlem av VC-firmaet møte ledelsen i det potensielle porteføljeselskapet minst en gang. Hvis VC-

firmaets medlem fortsetter å vise interesse for den potensielle investeringen, vil vedkommende drøfte det aktuelle selskapet med andre medlemmer av VC-firmaet. Potensielle investeringer vil deretter bli gransket og evaluert av de andre partnerne i VC-firmaet, en prosess som i seg selv kan ta mange former.

Etter en foreløpig godkjenning vil de andre partnerne i VC-firmaet starte en mer formell prosess med due diligence, for eksempel kontakte flere referanser, gjennomføre bransjeanalyse og sammenligning av fagfeller. Dersom selskapet klarer due diligence-prosessen, vil VC-firmaet presentere en term sheet. Dette oppsummerer VCs vilkår for finansiering. Til slutt, hvis selskapet godtar betingelsene, blir juridiske dokumenter utarbeidet; det inngås et forpliktelsesbrev og avtalen ferdigstilles. (Gompers, et al., 2016)

Jeg har nå gått gjennom hver av fasene i investeringsprosessen. Hensikten min har vært å avklare hvilke faser som er mest aktuelle i denne oppgaven.

Det som jeg er interessert i, er selve beslutningsprosessen som VC legger til grunn for å gi avslag eller bidra med finansiering av en oppstart. Jeg vil derfor rette oppmerksomheten spesielt mot pre-deal fasen. Dette fordi teoriene om investeringsprosesser viser at det er i løpet av screening- og evalueringsfasen at VC avgjør om de vil investere eller ikke.

Venturekapitaliser står overfor en rekke utfordringer i forhold til å identifisere virksomheter som har et potensiale til å generere økonomisk avkastning, og samtidig bidrar til positiv utvikling miljømessig og samfunnmessig. Dette er noe jeg vil ta opp i neste kapittel.

2.6. Investeringskriterier

I dette kapitlet vil jeg referere til ulike studier som beskriver investeringskriteriene beskrevet i tidligere studier. Disse kriteriene er betydningsfulle, fordi de bidrar til å gi innsikt i de viktigste faktorene som risikokapitalister bruker når de vurderer ulike prosjekter. Forskerne konkluderer med at kunnskap om kriteriene som VC-er bruker i deres vurdering, er av avgjørende betydning for gründere som søker finansiering. (Franke, Gruber, Harhoff, & Henkel, 2008).

(Franke, et al., 2008). har, på bakgrunn av tidligere forskning, funnet fram til følgende investeringskriterier som brukes av risikokapitalister.

- Gründerens og ledergruppens egenskaper.
- Produktetsegenskaper.
- markedets egenskaper.
- økonomiske egenskaper.

Den akademiske litteraturen om investeringskriterier som blir brukt av VC, er betydelig. Tidligere litteratur mangler imidlertid enighet om de viktigste kriteriene som VC-er vurderer når de tar investeringsbeslutninger. Ulike forskere har funnet både likheter og forskjeller i viktigheten av forskjellige evalueringskriterier. Men på tvers av disse variasjonene har de fleste av studiene kommet frem til akkurat de samme kriteriene som er listet opp ovenfor. (Franke, et al., 2008). Men, kriteriene under disse hovedkategorier varierer på tvers av studier.

Når VC foretar en første screening av en investering, vil dette bli fulgt opp med en mer inngående vurdering, due diligence. De viktigste delene av både screening og due diligence er vurderingene av det mulige markedet (Er det stort og adresserbart?), samt ledelsens kompetanse (Er ledelsen dyktig nok til å gjennomføre forretningsplanen?). Disse store spørsmålene suppleres med analyser innen 10 hovedområder: kunder, produkt, teknologi, konkurranse, anslag, kanaler, partnere, penger, transaksjonsbetingelser og trusler. (Metrick & Yasuda, 2010)

2.6.1. Kaplan & Strömberg (2000)

Kaplan & Strömberg (2000) har forsket på hvilke screening prosesser og investeringsvalg risikokapitalister benytter. Dette har de gjort ved å studere av investeringsanalyse, juridiske kontrakter og forretningsplaner i 42 investeringsprosjekter blant ti amerikanske venturekapitalfirmaer.

Ifølge deres analyse, er de viktigste investeringskriterier disse investorene bruker muligheten, markedsstørrelse, strategi, teknologi, kundeforsjning og konkurranse, ledergruppen, finansielle analyser, VC rolle, og avtalevilkårene. Hvert av disse kriteriene har en lang liste med sub-kriterier. Studiet viser at faktorer knyttet til muligheter (marked,

produkt/tjeneste/teknologi, strategi og konkurranse), er viktige for en eventuell investering, samt at VC-er var veldig positive til faktorer som markedsstørrelse og vekstegenskaper.

Kaplan & Stömberg konkluderer med at 64 prosent av risikokapitalister anser ledelse som den viktigste parameteren for å investere, fordi en sterk ledergruppe gir nesten tre ganger større sannsynlighet for at investering i oppstart fører til en børsnotering, sammenlignet med de øvrige kriteriene. I tillegg påpekes det at en sterk ledergruppe oppnår mer attraktive kontrakter og yter bedre. Kun 26 prosent av risikokapitalister anser en god ytelse for å være avgjørende. Studiet viser i tillegg at finansielle prognoser ikke er sterkt vektlagt i evaluering av et investeringsmål sammenlignet med ledelsesteam og markedsanalyser. Dette skyldes at det er vanskelig å kunne forutsi noe om kontantstrømmen i tidlig fase investeringer. Studiet viser også at VC-er favoriserer investeringer i selskaper som har potensial til å vokse ekstremt raskt.

Lav verdivurdering eller gunstig kontraktstruktur anses også som attraktiv. Studien beskriver at selv om risikokapitalister investerer i muligheter de ser på som attraktive, forstår de risikoen som er forbundet og justerer kontraktstrukturene tilsvarende. Dette skjer gjennom ytelsessensitiv kompensasjon og kontrollrettigheter.

2.6.2. Franke et al. (2008)

Franke et al. (2008) har studert de kriteriene som benyttes for å evaluere ledergrupper ved bruk statistiske undersøkelser - conjoint Analysis. Franke et al. var interessert i kriteriene som ble brukt for å evaluere lederteam, ettersom tidligere litteratur tydelig hadde antydnet at egenskapene til teamet var den viktigste faktoren for å evaluere mulige kontrakter. Videre var Franke et al. interessert i å gi inngående kunnskap om evalueringer av lederteam, ettersom tidligere studier bare hadde gitt kunnskap på et generelt nivå. siden bransjeerfaring hos lederteam ble betraktet som et viktig kriterium i tidligere studier, var forfatterne interessert i spørsmål som "er det ønskelig at alle teammedlemmer har slik erfaring?".

Franke et al. (2008) studerte 51 VC-er lokalisert i München, Berlin og Wien. På bakgrunn av tidligere studier og Frankes utforskende intervjuer, endte Franke opp med syv kriterier for evaluering av lederteam: (1) relevant bransjeksptise, (2) utdanningsfelt, (3) erfaring innen ledelse, (4) teammedlemmenes kjennskap til hverandre, (5) utdanningsnivå, (6) alder på teammedlemmer og (7) tidligere jobberfaring (når det gjelder oppstart vs. stort firma).

I følge Franke et al. (2008) er de tre viktigste ledelseskriteriene: bransjeerfaring, utdanningsfelt/utdanningsnivå og ledererfaring. Bransjeerfaring ble funnet å være et knock-out kriterium sammen med ledererfaring. Med andre ord, hvis ingen av teammedlemmene hadde relevant erfaring fra bransjen som oppstartsbedriften siktet mot, ville finansering bli avslått. Det var imidlertid ikke en forutsetning at alle i ledergruppen hadde bransjeerfaring eller erfaring som leder. Når det gjaldt type utdanning, foretrakk VC heterogene ledergrupper framfor team, hvor alle enten hadde ingeniørutdanning eller utdanning innen ledelse. Utdanningsnivå ble funnet å være viktig, men det gjorde liten forskjell om bare noen eller alle lederne hadde en universitetsgrad. Franke et al. (2008) fant også ut at VC foretrakk et lederteam i aldersgruppen 35 til 45 år framfor en ledelse i aldersgruppen 25-35 år. Tidligere arbeidserfaring hadde liten innvirkning på VC sine beslutninger

2.6.3. Kaplan, Sensoy & Strömberg (2009)

Kaplan et al. (2009) tar opp den langvarige debatten om den relative viktigheten av kvaliteten av lederteam (jockeyen) og forretningsideen(hesten) for risikokapitalister når de tar investeringsbeslutninger. Gjennom deres studium av livssyklusen til 50 selskaper som har blitt finansiert av VC, konkluderer forskningen deres med at selv om inntekter og markedsverdi har en tendens til å øke drastisk over tid, forblir omfanget av virksomheten omtrent den samme. Samtidig ser det ut til at etter hvert som bedrifter utvikler seg og omsetningen øker, har relevansen av ledelsens ekspertise en tendens til å avta.

Med andre ord indikerer studiets resultater at selskaper som børsnoteres (IPO), sjelden endrer seg eller gjør et stort sprang fra sin opprinnelige forretningside eller bransje. Det er imidlertid vanlig at bedrifter erstatter gründere og de første ledelsesteam, og fortsatt kan gå IPO, noe som tyder på at VC-er regelmessig kan finne ledelseserstatninger eller foreta forbedringer av gode bedrifter.

Studiet viser endringen i forretningside gjennom selskapets livssyklus (forretningsplan, IPO og årsrapport). Den viktigste faktoren som er blitt nevnt av VC-ene, er et unikt produkt/teknologi. I forretningsplanen mente 46 prosent av VC-ene at ledelsens og teamets ekspertise er av avgjørende betydning for selskapets suksess i tidlig fase. Dette viser at spesifikk menneskelig kapital spiller en viktig rolle i den tidlige fasen til mange av disse selskapene. Denne prosentandelen faller til 16 prosent ved børsintroduksjonen og 16

prosent i årsrapporten. Dette resultatet indikerer en stadig viktigere rolle for ikke-menneskelig kapital sammenlignet med spesifikk menneskelig kapital etter hvert som selskaper modnes.

Konklusjonen til Kaplan et al. (2009) er at VC investorer bør ha større fokus på virksomhetens due diligence enn på bedriftens ledelse, fordi ledelsen har større sannsynlighet for å endre seg over tid.

2.6.4. Nyvik & Roald (2009)

Nyvik & Roald (2009) gjennomførte en spørreundersøkelse i deres masteroppgave for å identifisere investeringskriterier brukt av 13 norske risikokapitalister i vurderingen av et eventuelt investeringsprosjekt (oppstart). De viktigste overordnede investeringskriteriene som de kom fram til, ble rangert i følgende rekkefølge: Produktet/tjenesten, ledelsen, målmarkedet, avkastningen og bedriftens forretningsplan.

Studiet konkluderer med at de viktigste sub-kriterier for disse kategorier er: ledelsens evne til å skape verdi for fremtidige aksjonærer, potensialet for at bedriften kjøpes opp av en større bedrift, vekstpotensialet til markedet bedriften etablerer seg i, bedriftens vekstpotensial, bedriftens produkt har potensial til å bli solgt i et internasjonalt marked, ledelsens evne til å skape konkurransefortrinn i bedriften, ledelsens evne til å gjennomføre fastsatte strategier, avkastningens størrelse, produktet/tjenesten og dets egenskaper, produktets/tjenestens unikhhet sammenlignet med eksisterende produkter, og ledelsens evne til å motivere teamet til å være resultatorienterte.

2.6.5. Petty & Gruber (2011)

Petty & Gruber (2011) undersøkte beslutningene til to VC-fond over en periode på 11 år. VC-firmaene mottok totalt 3631 avtaleforslag, men aksepterte kun 35 av disse. De fant ut at VC-fond relaterte årsaker var de viktigste kriteriene for å avvise en mulig investering. Det vil si at hvis faktorer som produktfokus, geografisk beliggenhet eller selskapsfase ikke var i tråd med VC-firmaets strategi, ville avtalen bli avvist. Dette var et interessant nytt funn sammenlignet med andre studier.

Ifølge Petty & Gruber så risikokapitalistenes beslutningskriterier ut til å variere over tid. Begrunnelsene for å avvise et forslag i de tidlige stadiene av VC-fondet var ikke er de

samme som årsakene til avvisning senere i venturefondets levetid. I løpet av de første 6 månedene av evalueringsprosessen var produktegenskaper blant de viktigste årsakene til avvisning, mens kriterier relatert til økonomisk verdsettelse og avtalestruktur var de viktigste avvisningsårsakene på et sent stadium. Interessant nok var ledergruppens kompetanse ikke et primært kriterium for avvisning i noen av fasene i evalueringsprosessen. Forskerne mener at en god ledergruppe som forfølger en potensielt lønnsom idé, kan være nok til å generere interesse for en mulighet. VC-er får avkastning ved utbetaling av porteføljeselskaper i det finansielle og kommersielle markedet, hvor verdivurderinger vanligvis er basert på den demonstrerte kvaliteten av et produkt. Ledelsens karakter og ferdigheter vil kanskje ikke bli vurdert før de andre kriteriene relatert til produkt, marked og økonomisk potensial er fullstendig evaluert.

Til forskjell fra Petty & Gruber, viser andre studier at risikokapitalister ikke bruker forskjellige evalueringskriterier avhengig av utviklingsstadiet for den aktuelle virksomheten, selv om det er kjent at investorer møter forskjellige typer risiko og har ulike «bekymringer» i avtaler på et tidlig stadium og i senere faser.

2.6.6. Nunes, Félix & Pires (2014)

Nunes, et al., (2014) gjennomførte en undersøkelse for å identifisere viktigheten av investeringskriterier brukt av 20 portugisiske VC-er. Forskerne identifiserte 45 kriterier fra studier gjennomført av MacMillan, et al., (1985), Muzyka, et al., (1996) og Pintado (2002). Disse kriteriene ble delt inn i seks grupper: (1) gründerens og ledergruppens personlighet, (2) gründerens og ledergruppens erfaring, (3) marked, (4) produkt, (5) økonomiske aspekter (6) andre aspekter ved investeringen.

Resultatene fra studiet viste at kriterier som er relatert til gründer og ledergruppe, ble betraktet som viktigere enn kriterier relatert til markedet, produkt, økonomiske aspekter og andre aspekter av investeringen.

Hovedfunnet til Nunes et al. var at de viktigste kriteriene var relatert til gründerens og ledergruppens personlighet og erfaring, samt at ledelsen hadde en langsiktig visjon. Dette synes Nunes et al. er et naturlig resultat, siden forholdet mellom VC og gründerer er basert på gjensidig tillit, og at en langsiktig visjon er spesielt viktig i tidlige prosjekter. De fant også ut at VC-er med en majoritet av private investorer er mer opptatt av å ha stor avkastning på investeringen enn VC-er med en offentlig majoritet.

De viktigste kriteriene relatert til gründere og ledelsesteam var fokus og kjennskap til markedsmålene for selskapet og kunnskap om sektoren. Også gründerens evne til å organisere ledelsesteam ble ansett som viktig, mens utdanningsnivået og gründerens tilgjengelige kapital ble vurdert som mindre viktig. De viktigste kriteriene ved markedet var veksttakten i målmarkedet og enkel tilgang til distribusjonskanaler, leverandører og selskapets evne til å skape et nytt marked for produktet eller tjenesten. Når det gjaldt produktet, var potensielle utenlandske markeder og produktet med demonstrert markedsaksept de mest viktige kriterier. Forventet avkastning og enkel exit var de viktigste økonomiske kriteriene. Dette tyder på at VC-er er spesielt opptatt av investeringens lønnsomhet og likviditet, ifølge Nunes et al. (2014).

Nunes et al. (2014) konkluderte med at de viktigste sub-kriteriene for hver av de seks gruppene med investeringskriteriene var: (1) gründerens og ledergruppens ærlighet og integritet, (2) å være fokusert og kjent med markedsmålene for selskapet, ha kunnskap om den sektoren gründeren sikter mot, samt ledergruppekriteriene, (3) vekst i markedet og enkel tilgang til distribusjonskanaler og leverandører i gruppen av markeds-kriterier, (4) potensielt utenlandsk marked i gruppen produktkriterier (5) forventet avkastning og enkel utgang i gruppen av økonomiske kriterier, (6) kvaliteten av forretningsplanen i gruppen av andre kriterier.

Det som er interessant, er at i motsetning til mange av de tidligere studiene som Nunes et al. har gått gjennom, har de funnet at et potensielt utenlandsk marked er et viktig kriterium. Dette impliserte at hvis det innenlandske markedet for satsingen var lite, la VC vekt på å ha et potensielt utenlandsk marked i tillegg.

2.6.7. Gompers et al. (2016)

Gompers et al. (2016) undersøkte hvordan 889 institusjonelle VC-er tok beslutninger på følgende åtte områder: 1. avtaleinnkjøp, 2. investeringsutvalg, 3. verdsettelse, 4. avtalestruktur, 5. verdiøkning etter investering, 6. utganger, 7. interne problemer med VC-firmaer, 8. eksterne VC-firmautgaver.

Undersøkelsen konkluderer med at ved valg av investeringer anser VC-er lederteamet som viktigere enn forretningsrelaterte egenskaper som produkt eller teknologi. Gompers et al. (2016) ser også på teamet som viktigere enn virksomheten når det gjelder å oppnå suksess

eller mislykkes med investeringene. Undersøkelsen finner at VC generelt favoriserer jockeysynet til VC som investerer, fremfor hestesynet.

Undersøkelsen konkluderer med at VC-er ser på lederteamet (eller jockeyen) som den viktigste faktoren. 95 prosent av VC-firmaene mener lederteamet er en viktig faktor, mens 47 prosent av VC-ene ser på lederteamet den som den viktigste faktoren.

Forretningsrelaterte faktorer (hest) ble også ofte nevnt som et viktige element i evalueringsprosessen. 83 prosent av VC-ene mente at forretningsmodell var viktig, mens produkt ble trukket fram av 74 prosent marked av 68 prosent og industri av 31 prosent av VC-ene. Deretter følger verdsettelse med 56 prosent fit med 50 prosent og evne til å skape merverdi med 46 prosent

De forretningsrelaterte faktorene ble imidlertid vurdert som de viktigste av kun 37 prosent av bedriftene. Tilpasning til fondet var av en viss betydning. Omtrent halvparten av VC-ene nevnte det som viktig, mens 14 prosent nevnte det som det viktigste. Verdsettelse og VC-er evne til å tilføre verdi ble hver nevnt av omtrent halvparten av VC-ene, men ble sett på som viktigst av færre enn 3 prosent totalt. Hele 86 prosent VC-er anser exit som et viktig kriterium ved valg av investeringsmålet.

Undersøkelsen til Gompers, et al., indikerer at ledergruppen konsekvent er den viktigste faktoren som VC-er vurderer når de velger porteføljeselskaper. Videre viser undersøkelsen hvilke kvaliteter som er viktige i en ledergruppe. *Evnen* er den mest nevnte faktoren. Mer enn to tredjedeler av VC-ene fremhever dette som viktig. *Bransjeerfaring* er den nest mest nevnte faktoren. Deretter følger lidenskap, gründererfaring og teamarbeid.

Studiets resultater viser noen interessante tverrsnittvariasjoner. Mens lederteamet anses å være den viktigste faktoren for investorer i tidlig fase og for IT-investorer, er lederteamet mindre viktig for investorer i senfase og for helsevesenet. Virksomhetsrelaterte faktorer har større sannsynlighet for å bli ansett som viktigst for investorer i sen fase.

Helsevesenet er faktisk den eneste sektor som ikke prioriterte teamet som den viktigste faktoren. Verdsettelse er blitt sett på som den viktigste faktoren for investorer i sen fase av.

2.6.8. Julius Smit (2018)

Julius Smit (2018) tok i sitt studie utgangspunkt i tre forskjellige teorier om investeringskriterier. Teorien om investeringsprosess som går ut på at kriteriene blir brukt i

pre-deal fase i screening og evaluering. Teorien om individuell beslutningstaking basert på Myers–Briggs Type Indicator (MBTI). Teorien går ut på at folk har forskjellige måter å motta informasjon på, og å ta beslutninger. Den siste er at investeringskriterier kan skilles ut i fem forskjellige kategorier: (1) gründer / teamkarakteristika, (2) karakteristika for produktene / tjenestene, (3) markedskarakteristikker, (4) økonomi og (5) andre egenskaper.

Smits utvalg bestod av fire nederlandske VC-er som opererte i tidligfase. Smit fant ut at VC type er avgjørende for investeringsbeslutning. Hans undersøkelse var basert på fire typer VC-er: VC1 er mest interessert i høy avkastning og tech-selskaper, VC2er løsningsorientert innen spesifikke områder, VC3 er opptatt av regionale, innovative løsninger og VC4 er opptatt av «Making the world a better place».

VC 1 bruker aktiv eierkapital fra velstående enkeltpersoner, mens VC 2 og VC 3 er begge finansiert av universiteter, myndigheter og spesifikke næringer. VC 4 er finansiert av flere aktører. Måten VC-fondene innhenter kapital på, har betydning for hvilke prosjekter som kvalifiseres til å motta finansiering.

Smit fant også ut at stor del av forespørslene blir eliminert i første trinn av investeringsprosess. Inntil 95 prosent av forespørslene elimineres i første trinn. Årsaken til den store elimineringen kan være at ideen til gründeren ikke er av interesse for VC-en, ikke er disruptiv nok eller at gründer operer i en annen region. I neste trinn blir oppstart vurdert ut fra de fem kriteriene som er blitt listet opp tidligere. Rangeringen av disse kriteriene varierer fra en VC til en annen. Hver av dem bruker sine egne kriterier som tar utgangspunkt i VCs innretning. Eksempelvis er ideer som løser problemer de viktigste kriteriene for VC 2, mens VC 3 og VC4 prioriterer lederteamet mest.

Smit konkluderer med at beslutninger som er tatt i screeningfasen av investeringsprosessen, er basert på faktainformasjon og logikk fra VC-er. Ulike VC-er vil i evalueringsfasen vektlegge de forskjellige kriteriene på ulike måter. Dette har blant annet sammenheng med hvilke partnere som er representert i de ulike VC-er, og hvilken innflytelse disse har. Samtidig vil fondets målsetting være avgjørende for fondets struktur.

Smit forklarer at årsaken til at partnere og fagpersoner er av vesentlig betydning i beslutningsprosessen, er fordi ingen investorer har kunnskap om alle markeder og bransjer på grunn av begrenset rasjonalitet. Avhengighet av andres, partnere og fagpersoner, meninger og kunnskap på bakgrunn av tidlig investering, resulterer i en mer konkret, realistisk og praktisk måte å innhente og vurdere informasjon. Siden disse oppstartene er i

en tidlig fase, er det vanskelig å ta logiske avgjørelser, fordi det er liten eller ingen sikkerhet.

2.6.9. Oppsummering

I dette kapitlet har jeg referert til flere studier fra ulike land som fokuserer på hvilke investerings- og evalueringskriterier som blir brukt av VC-er ved valg av investeringsmål. Generelt sett er de fleste forskerne ganske enige om de samme kategorier, med litt variasjon i sub-kategorier. For å få et bedre bilde av de forskjellige studiene, vil jeg i dette avsnittet sammenstille en del av resultatene.

De fleste studiene legger mest vekt på gründeres ferdigheter, personlighet og egenskaper foran andre aspekter. Andre studier har understreket viktigheten av selskapets produkt, hvor produktkriterier skåret høyest i to studier. Økonomiske/finansielle kriterier ble sett som et viktig kriterium i noen studier, men grunnet lite data i tidlig fase investeringer har finansielle faktorer ikke blitt tillagt stor vekt blant risikokapitalister. Selv om lederteamet, produktet og til og med markedsmessige faktorer ser ut til å langt mer betydningsfulle enn økonomiske kriterier, er det fortsatt visse økonomiske aspekter som VC-er tar hensyn til.

Tabell 2. Tre viktigste investeringskriterier fra de utvalgte studier

Studier	Utvalg VC-er	Geografi	Investeringskriterier
<i>Kaplan & Strömberg (2000) (2004)</i>	42	US	Ledelse Produkt Marked
<i>Franke et al. (2008)</i>	51	Tyskland & Østerrike	Bransjeerfaring Utdanningsfelt og Utdanningsnivå Ledelseserfaring
<i>Kaplan et al. (2009)</i>	50	US	Produkt/teknologi Forretningsplan Ledergruppe
<i>Nyvik & Roald (2009)</i>	13	Norge	Produktet/tjenesten Ledelsen Målmarkedet
<i>Petty & Gruber (2011)</i>	2	Europeiske land	VC-fond relaterte grunner Produkt Marked
<i>Nunes et al. (2014)</i>	14	Portugal	Ærlighet og integritet, langsiktig visjon. Fokus og kjennskap med markedsmålene Forventet avkastning
<i>Gompers et al. (2016)</i>	681	Internasjonalt	Lederteamet Forretningsrelaterte faktorer Produkt. Marked
<i>Julius Smit (2018)</i>	4	Nederland	Lederteamet Produkt Return On investment

Noen undersøkelser, Kaplan et al. (2009), Nyvik & Roald (2009) og Petty & Gruber (2011) legger mest vekt på produktet, markedet og forretningsmodell. Kaplan, et al., (2009) begrunner dette med at selskaper som går IPO, sjelden endrer seg eller gjør et stort sprang fra sin opprinnelige forretningside eller bransje. Det er imidlertid vanlig å erstatte gründere og de første lederne, og fortsatt kan gå i IPO. Dette tyder på at VC-er regelmessig kan finne ledelseserstatninger eller forbedringer for gode bedrifter. Petty & Gruber (2011) mener at VC-er tjener ved utbetaling av porteføljeselskaper i det finansielle og kommersielle markedet, hvor verdivurderinger vanligvis er basert på den demonstrerte kvaliteten på et produkt. Faktorer som er relatert til ledelse, spiller ikke inn før de andre kriterier som er relatert til produktet, markedet og økonomi, er innfridd.

Smit (2018) skriver at ulike VC-er i evalueringsfasen vil vektlegge de forskjellige kriteriene på ulike måter. Dette har blant annet sammenheng med hvilke partnere som er representert i de ulike VC-er, og hvilken innflytelse disse har. Samtidig vil fondets målsetting være avgjørende for fondets struktur.

Kaplan & Strömberg (2000) viser at faktorer knyttet til muligheten (marked, produkt/tjeneste/teknologi, strategi og konkurranse), er viktige for en eventuell investering, samt at VC-er var veldig optimistiske med hensyn til markedsstørrelse og vekstegenskaper. Nunes et al. (2014) mener at enkel tilgang til distribusjonskanaler, evne til å skape et nytt marked for produktet eller tjenesten og potensielt utenlandsk marked er viktige kriterier.

De øvrige fem studiene i tabell 2 har konkludert med at ledelse og ledelsesteamet er den viktigste faktoren i prosessen med å velge investeringsmålet. Gompers et al. (2016) ser på teamet som viktigere enn virksomheten når det gjelder å oppnå suksess eller mislykkes med investeringene. Kaplan & Strömberg (2000) mener at en sterk ledergruppe gir nesten tre ganger større sannsynlighet for at investering i oppstart fører til en børsnotering, sammenlignet med de øvrige kriteriene som produkt og markedet, som kommer etter ledelse i rangering. Franke et al. (2008) var interessert i å gi inngående kunnskap om evalueringer av lederteam. I deres studie kom de fram til at lederteamets bransjeerfaring, utdanningsfelt/utdanningsnivå og ledererfaring var de viktigste egenskaper som VC-er så på ved evaluering av investeringsmålet. Studiet viste også at VC-er verdsatte et heterogent lederteam.

Kompetansen og personligheten til gründeren og teamet er avgjørende kriterier for VC. VC-er pleier å verdsette selskaper som har lidenskapelige, pålitelighet og engasjerte gründere, som har en langsiktig visjon. Nunes et al. (2014) skriver at dette er et naturlig resultat, siden forholdet mellom VC og gründere er basert på gjensidig tillit. I tillegg vektlegges kriterier som entreprenørens fokus og kjennskap til markedsmålene og kunnskap om sektoren.

Gompers et al. (2016) finner at de fleste VC-ene mener at grundere og ledelsesgruppe er veldig viktig i tidligfase. Imidlertid vil, når start-up's utvikler seg, ledergruppens egenskaper ikke være avgjørende for å innhente kapital. Dette fordi VC-er fokuserer mer på produktet, markedsmuligheter, størrelse, vekstmuligheter og solid forretningsmodell.

Ingen av de økonomiske kriteriene har vært rangert øverst i de studiene som jeg har gått gjennom. Kaplan & Strömberg (2000) forklarer at finansielle prognoser ikke er sterkt vektlagt i vurderinger. Dette skyldes at det er vanskelig å forutsi noe om kontantstrømmen i tidligfase investeringer. Finansielle kriterier som Internal rate of return (IRR), Net present value (NPV) og tilbakebetalingstiden, er de viktigste investeringskriteriene når oppstarten er i senere finansieringsrunder, hvor oppstarten nærmer seg exit. I tidlig fase investeringer er imidlertid kriterier som forventet avkastning og exit muligheter viktige faktorer i vurderingen. VC-er er opptatt av hvor enkelt de kan trekke seg ut av en venture investering og realisere fortjenesten av investeringen gjennom M&A eller IPO, samt hvor mye kan de forvente å tjene på investeringen. Dette tyder på at VC-er er spesielt opptatt av lønnsomheten og likviditeten i investeringen, ifølge Nunes et al. (2014).

Tabell 3 viser de investeringskriterier som ble funnet i de åtte studiene. Kriteriene er delt i fem kategorier (1) Ledelsesegenskaper, (2) Produkt, (3) Marked, (4) økonomi/finans, (5) andre kriterier. Tabellen angir også antall VC-er som deltok i hvert av studiene, og i hvilke land studiene er blitt gjennomført

Som tabell 3 viser, er mangfoldet av investeringskriterier stort. Med noen få unntak er det vanskelig å trekke entydige konklusjoner på bakgrunn av de studiene jeg har referert til, ettersom de konkluderer ulikt på hva som er de viktigste investeringskriteriene.

De fleste studiene jeg har vist til synes imidlertid å være enige om at VCs viktigste investeringskriterium er gründere og ledelsesteam, etterfulgt av produktrelaterte aspekter, markedsrelaterte utfordringer og økonomiske egenskaper.

En av årsakene til at ulike studier har endt opp med til dels forskjellige investeringskriterier, skyldes trolig at studiene er utført i ulike land, gjennomført ved bruk av ulike metoder og over en periode på flere tiår. I tillegg har forskjellige VC-er ulike formål, de er lokalisert i ulike land, og er dermed underlagt ulike restriksjoner og regelverk. Det er derfor ikke å forvente at det skal finnes et enhetlig sett med kriterier som brukes av alle VC-er.

Tabell 3. investeringskriterier funnet i utvalgte studier

Tabellen viser relevante investeringskriterier brukt av VC funnet i aktuell forskningslitteratur. Tabellen presenterer de identifiserte kriteriene ("x" varsler om at kriterium ble funnet i den respektive studien), som er delt inn i fem kategorier. I tillegg vises antall VC-er som ble undersøkt i hvert av studiene, samt geografisk område.

<i>Studiet</i>	<i>Kaplan & Strömberg (2000)</i>	<i>Franke et al. (2008)</i>	<i>Kaplan et al. (2009)</i>	<i>Nyvik & Roald (2009)</i>	<i>Petty & Gruber (2011)</i>	<i>Nunes et al. (2014)</i>	<i>Gompers et al. (2016)</i>	<i>Julius Smit (2018)</i>
<i>Utvalgsstørrelse</i>	42	51	50	13	2	20	689	4
<i>Geografi</i>	US	Tyskland & Østerrike	US	Norge	Europa	Portugal	US	Nederland
<i>Ledelse/team</i>								
<i>Bransjeerfaring</i>	x	x		x	x	x	x	x
<i>Utdanningsfelt</i>	x	x				x		
<i>Erfaring som leder</i>	x	x		x		x	x	
<i>Nettverk</i>	x	x				x		
<i>Utdanningsnivå</i>		x				x		
<i>Alder</i>	x	x						
<i>Tidligere jobb</i>		x					x	
<i>Track record</i>	x	x				x	x	x
<i>Diverse evner</i>		x		x	x	x	x	x
<i>Rykte</i>	x				x	x		
<i>Heterogen</i>		x						
<i>Skape verdi</i>	x			x				
<i>Ærlighet og integritet</i>				x		x		
<i>Lidenskap</i>							x	
<i>Samarbeid</i>	x					x	x	
<i>Rekrutteringsevner</i>	x							
<i>Bekjente</i>		x						
<i>Produkt</i>			x					
<i>Unik/innovativ</i>	x			x	x	x		x
<i>Konkurransen</i>	x			x	x			
<i>Akseptert av marked/kunde</i>	x			x	x	x		

Studiet	Kaplan & Strömberg (2000)	Franke et al. (2008)	Kaplan et al. (2009)	Nyvik & Roald (2009)	Petty & Gruber (2011)	Nunes et al. (2014)	Gomper s et al. (2016)	Julius Smit (2018)
<i>Utviklingsfase</i>	x				x	x		x
<i>Mulighet for å vokse internasjonalt</i>				x		x		
<i>Kunde service</i>	x			x				
<i>Løse et problem skalerbar</i>	x			x				
<i>Verdiforslag</i>	x							
<i>Patenterbar/beskyttbar</i>	x				x			
Marked			x					
<i>Markedsvekst</i>	x			x	x	x		
<i>Markedsstørrelse</i>	x			x	x	x		
<i>Konkurrans</i>							x	x
<i>Enkelt markedsinngang</i>						x		x
<i>Inngangsbarrierer</i>				x		x		
<i>Markedsmål</i>				x		x		
<i>Timing distribusjon</i>	x			x	x	x		
Økonomi/finans			x					
<i>IRR</i>	x			x	x	x	x	
<i>NPV</i>					x			
<i>M&A, IPO</i>	x			x		x	x	
<i>Breakeven</i>	x					x		
<i>Payback</i>								
<i>Investeringsstørrelse</i>	x					x		
<i>Positiv kontantstrøm</i>	x			x	x		x	
<i>Exit</i>			x		x	x	x	
Andre Kriterier				x				
<i>Fond-begrensninger</i>					x		x	
<i>Passer med fondsporteføljen</i>					x	x	x	
<i>Påvirkning fra VC</i>	x						x	x
<i>Avtale strukturen</i>	x			x				
<i>Forretningsplan</i>				x		x	x	
<i>Investeringsfase</i>	x				x		x	
<i>Geografi</i>					x			x
<i>Forretningsmodell</i>	x						x	
<i>VC rolle</i>				x				
<i>Intensjon</i>						x		

3. Metode

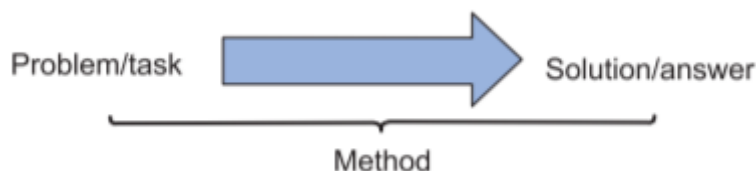
Denne delen av oppgaven forklares forskningsmetoden i sin teoretiske form.

3.1. Metodetilnærming

Forskningsmetoder er regler og prosedyrer som brukes som veiledning til å fremskaffe eller etterprøve kunnskap. Metoden skal begrunnes med at den gir gode data, samt at den belyser forskningsspørsmålet på en interessant og faglig måte. Valg av metode krever en forståelse av det faktiske forskningsproblemet. (Ghauri, Grønhaug, Strange, 2020. s. 42-43)

Forskningsmetoden skal inneholde klare målsettinger for forskningsspørsmålet, ha en klar oversikt over kildene som skal brukes, og hvordan data skal samles inn og analyseres. Metoden kan ses på som den generelle planen for hvordan forskeren skal gå frem for å svare på forskningsspørsmålet «*Veien mot målet*». (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2019, s. 173-174)

Figur 12 under illustrerer metodens rolle for å komme fram til løsninger.



Figur 12. bruk av metoder (Ghauri, et al. 2020. 42-43)

Det kan brukes ulike metoder for å svare på forskningsspørsmålet: kvantitative, kvalitative og blandede metoder.

Blandede metoder integrerer bruken av kvantitative og kvalitative datainnsamlingsteknikker og analytiske prosedyrer i samme forskningsprosjekt.

En måte å skille kvantitativ forskning fra kvalitativ forskning, er å skille mellom numeriske data (tall) og ikke-numeriske data (ord, bilder, lydopptak, videoklipp og annet lignende materiale). (Saunders et al. 2019, s. 175).

3.2. Kvantitativ metode

Kvantitativ metode brukes ofte synonymt med enhver datainnsamlingsteknikk (for eksempel et spørreskjema) eller dataanalyseprosedyre (som grafer eller statistikk) som genererer eller bruker numeriske data. Kvantitativ forskning er vanligvis forbundet med en deduktiv tilnærming, hvor data blir samlet inn og analysert for å teste teori. Imidlertid kan metoden også inkludere en induktiv tilnærming, hvor data brukes til å utvikle teori.

Kvantitativ forskning undersøker sammenhenger mellom variabler, som måles numerisk og analyseres ved hjelp av en rekke statistiske og grafiske teknikker (Saunders et al. 2019, s. 176-178).

3.3. Kvalitativ metode

I motsetning til kvantitativ metode blir kvalitativ metode ofte brukt synonymt med enhver datainnsamlingsteknikk (for eksempel et intervju) eller dataanalyseprosedyre (for eksempel å kategorisere data) som genererer eller bruker ikke-numeriske data. Kvalitativ forskning er ofte assosiert med en tolkningsfilosofi. Innhentede data er fortolket, fordi forskere trenger å gi mening til den subjektive og sosialt konstruerte betydningen uttrykt om fenomenet som studeres.

Forskningsmetoden i denne oppgaven er kvalitativ, fordi grunnlaget for kvalitativ forskning er å studere fenomener i det virkelige liv. Kvantitativ forskning prøver å forklare forskjellige fenomener gjennom testing av hypoteser ved hjelp av statistiske metoder, mens kvalitativ forskning prøver å bygge en helhetlig forståelse av de studerte fenomenene (Saunders et al. 2019, s. 179-180).

3.4. Bruk av intervju

Et intervju er en målrettet samtale mellom to eller flere personer, hvor blir det stilt entydige spørsmål som har til hensikt å hjelpe som intervjuer med å utforske interessepunkter, og å avklare og bekrefte betydninger. forskningsintervjuer hjelper forskeren til å samle gyldige og pålitelige data som er relevante for forskningsspørsmålene. (Saunders et al. 2019, s. 434-435)

Forskningsintervjuer kan klassifiseres som strukturerte intervjuer, semistrukturerte intervjuer eller ustrukturerte intervjuer.

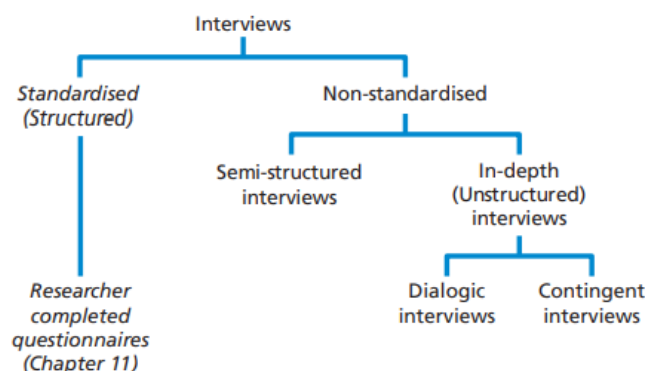
Strukturerte intervjuer gjennomføres ved hjelp av et forhåndsbestemt og standardisert spørreskjema. I strukturerte intervjuer blir spørsmålene lest opp fra spørreskjemaet nøyaktig slik de er skrevet og i samme stemmeleie. Respondentenes svar blir registrert på et standardisert skjema. Strukturerte intervjuer brukes til å samle inn kvantifiserbare data og blir også referert til som 'kvantitative forskningsintervjuer.

I semistrukturerte intervjuer benytter forskeren en forhåndsbestemt liste med aktuelle tema, og muligens noen viktige spørsmål knyttet til disse temaene. Disse spørsmålene kan variere fra intervju til intervju avhengig av intervjuers forutsetninger. Dette gir den som intervjuer mulighet til å forskyve eller improvisere spørsmålene ut fra samtalestrømmen.

Dybdeintervjuer er uformelle. De brukes til å utforske et generelt område som forskeren er interessert i. Dette betyr at det ikke brukes forhåndsbestemte og nedskrevne temaer eller spørsmål for å strukturere eller veilede forløpet av intervjuet. I stedet er denne formen for intervjuer utforskende og fremvoksende. Dybdeintervjuer blir referert til som «ustrukturerte intervjuer».

Dybdeintervjuer krever at forskeren har minst en ide om emnet, hendelsen, opplevelsen eller aspektet han/hun vil utforske under intervjuet. Det som kjennetegner dybdeintervjuer, er at det er intervjuobjektet som styrer intervjuet. Han/hun får muligheten til å snakke fritt om temaet eller hendelsen som utforskes, eller om deres erfaringer, atferd og meninger. Når det er nødvendig, må den som intervjuer stille spørsmål og kommentere i løpet av intervjuet. Dette for å avklare, undersøke og utforske betydninger, ikke ut fra intervjuers egne forutfattede ideer.

(Saunders et al. 2019, s. 437-439)



Figur 13. intervjustruktur (Saunders et al. 2019, s. 437)

I denne oppgaven benyttes en induktiv tilnærming. Induktiv tilnærming brukes ofte i kvalitative studier. Induktiv tilnærming innebærer å bruke innsamlete data til å utforske et fenomen, identifisere temaer og skape et konseptuelt rammeverk. Ved en induktiv tilnærming, fokuserer forskningen på de gitte dataene. Sammenlignet med deduktiv tilnærming, hvor en eksisterende teori eller modell driver forskningen, er induktiv tilnærming ikke avhengig av noen teori eller testhypotese. Jeg har derfor valgt en induktiv tilnærming, fordi denne oppgaven ikke er avhengig av en bestemt hypotese og heller ikke prøver å teste en teori. (Saunders et al. 2019, s. 51, 152)

3.5. Valg av forskningsintervju

I denne oppgaven har jeg benyttet semistrukturerte intervjuer som grunnlag for å samle empiriske data fra syv forskjellige risikokapitalselskaper. Som nevnt ovenfor, kjennetegnes semistrukturerte intervjuer ved at forskeren har et sett med spørsmål og temaer som han/hun ønsker å få svar på under intervjuet.

De spørsmålene som jeg har brukt, er de samme, eller nesten de samme, for alle intervjuobjektene, og spørsmålene ble hovedsakelig stilt i samme rekkefølge.

I semistrukturerte intervjuer kan forskeren ekskludere noen spørsmål eller inkludere ytterligere spørsmål avhengig av samtalestrømmen. I denne oppgaven foretrekkes semistrukturerte intervjuer fremfor spørreundersøkelse, fordi intervjuformen lar forskeren få mer inngående informasjon om emnet. (Saunders et al. 2019, s. 437-439)

3.6. Validitet og reliabilitet

Metoden som brukes i forskning, skal gi troverdig kunnskap. Med andre ord skal kravene om validitet og reliabilitet oppfylles. Reliabilitet refererer til replikering (gjentakelse) og konsistens. Den handler om at forskning skal utføres riktig, samt at eventuelle feilmarginer skal formidles. Hvis en forsker er i stand til å replikere et tidligere forskningsdesign og oppnå de samme funnene, vil forskningen bli sett på som pålitelig.

Validitet refererer til hensiktsmessigheten av tiltakene, nøyaktigheten av analysen, resultatene og generaliserbarheten av funnene. Det som måles må være gyldig og ha relevans for forskningsspørsmålet som undersøkes. (Saunders et al. 2019, s. 213-214)

4. Data

I dette kapitlet presenteres de syv VC-er og intervjuobjektene som inngår i undersøkelsen. Videre redegjør jeg for framgangsmåten i intervjuprosessen. Først presenteres en beskrivelse av data. Deretter følger en beskrivelse av informantenes utdannings-/erfaringsbakgrunn, og til slutt en profil av hver av de syv VC-firmaene.

4.1. Beskrivelse av data

De empiriske dataene i denne oppgaven består av syv intervjuer med norske VC-er. Totalt ble det sendt ut 12 intervjuforespørslers til utvalgte medlemsbedrifter hos Nordic Edge og Norsk Venturekapitalforening (NVCA). Kontaktinformasjonen til VC-ene ble hentet fra NVCAs nettside og kontaktperson i Nordic Edge. Av de 12 utsendte forespørslene fikk jeg ni tilbakemeldinger. En av disse svarte at de ikke drev med VC-investeringer. De resterende viste interesse og vilje til å bidra med sine erfaringer og kompetanse.

Alle åtte intervjuer ble gjennomført på norsk via telefon, teamsmøte og på Zoom i perioden mellom 5.3-24.3.2021. I løpet av intervjurunden vurderte jeg et av selskapene som irrelevant for denne oppgaven, fordi firmaet var under etablering og hadde ikke noen tydelig investeringsplan. Varigheten på hvert intervju var i gjennomsnitt 40 minutter. Det ble gjort lydopptak av intervjuene for videre analyse. Den første delen av intervjuet tok for seg intervjuobjektens bakgrunn og selskapenes profil, mens siste del av intervjuet hadde fokus på investeringsprosess og de viktigste investeringskriteriene. Hensikten med spørsmål om investeringsprosessen var å finne ut i hvilke stadier investeringskriterier blir brukt.

Ettersom tidligere studier har antydnet at lederteam, produkt, marked og økonomiske egenskaper er hovedkriteriene, forventet jeg at disse fire kriteriene ville skåre høyere enn andre kriterier i intervjuene. Dette viste seg å være tilfelle. I neste fase i intervjuene rettet jeg derfor oppmerksomheten mot underkriterier for hvert av de fire hovedkriteriene. Hvilke egenskaper anser VC-er som viktige i ledergruppen og hos entreprenør, produkt, marked og økonomi?

Listen over spørsmål som ble benyttet under intervjuene, følger som vedlegg til oppgaven (Vedlegg 1). På grunn av intervjuenes semistrukturerte natur er spørsmålslisten ikke fullstendig, fordi utfyllende spørsmål ble stilt underveis i alle intervjuene. Disse tilleggsspørsmålene varierte fra intervju til intervju og var avhengig av samtalestrømmen.

4.2. Informantenes bakgrunn

Tabell 4 under viser intervjuobjektens utdanningsbakgrunn, yrkestilling, erfaring fra VC-bransjen og intervju dato. VC-firmaenes navn og intervjuobjektene er anonymisert.

Årsaken til dette er at kun tre av selskapene har godtatt at firmanavn og intervjuobjektens identitet kan stå i oppgaven. To firmaer var usikre, mens de to siste selskapene ville være anonyme. Jeg har derfor valgt å anonymisere alle selskapene. Alle de jeg intervjuet, har godtatt at informasjonen de har delt i intervjuet, kan brukes i oppgaven.

Tabell 4. Intervjuobjektens utdanningsbakgrunn, stilling og praksis

Selskap	Intervjuobjektet	Utdanning	Yrkestilling	Erfaring år	Intervju dato
VC 1	A	MSc Entreprenørskap & innovasjon BSc økonomi & administrasjon	Investment Associates	3	05.03.2021
VC 2	B	MSc. Industriell økonomi BSc mekatronikk	Investeringsanalytiker	0,5	12.03.2021
CVC 3	C	MSc International Corporate BSc økonomi & administrasjon	Investeringssjef	3	12.03.2021
VC 4	D	Ph. D i mikrobiologi	Partner	15	12.03.2021
VC 5	E	Cand.mag i økonomi & administrasjon	Administrerende direktør	18	18.03.2021
CVC 6	F	MBA, Finans MSc, elektrisk ingeniør	Investeringssjef	2	23.03.2021
VC 7	G	Siviløkonomi, MBA	Investeringssjef	3	24.03.2021

Tabell 4 viser at utvalget inneholder to CVC-selskaper (corporate venture capital) som er 100 prosent eiet av banker. VC 7 er et Family Office, mens de resterende fire firmaene er VC-selskaper. Fem av intervjuobjektene har utdanning på mastergradsnivå, en har en cand.mag.grad, som i dag tilsvarer bachelorgrad, mens en har ph.d.grad. Alle informantene har utdanningsbakgrunn innen økonomi, unntatt intervjuobjekt (D). Informantenes yrkestittel varierer fra investeringsanalytiker til partner. Intervjuobjektene har varierende erfaring innen VC-bransjen. To av dem har over 15 års erfaring, mens de resterende har tre års erfaring eller mindre. Alle, med unntak av informanten i VC 2 som hadde lite erfaring, var i relevante yrkesstillinger når det gjelder implementering av investeringskriterier. Det

er verdt å merke at selv om at de fleste ser ut til å ha kort erfaring innen VC bransjen, har hver av dem over ti års yrkeserfaring innen økonomi og investering. Dette har gitt dem solid kunnskap om det de driver med. Unntakene er VC 1 og VC 2 som begge har mindre enn 3 års erfaring.

4.3. Selskapenes profil

Tabellen under gir en kort oversikt over selskapenes profiler. Tabellen lister opp VC-enes total kapital, investeringsstørrelse, bransjefokus, investeringsfase, investeringslevetid og avkastningskrav.

Forkortelser brukt i tabellen:

SaaS: Software as a service

IOT: Internet of thing

Dyp teknologi: banebrytende/distruktiv teknologi

Tabell 5. Selskapenes profiler

<i>Selskap</i>	<i>Total kapital, million kr</i>	<i>Investeringsstørrelse, million kr</i>	<i>Bransje</i>	<i>Investeringsfase</i>	<i>Geografi</i>	<i>Investeringslevetid</i>	<i>Avkastningskrav</i>
VC 1	100	1	Digital teknologi	Sent-Seed-Series A	Norge	Fondet levetid	10x
VC 2	1000	1 to 30	Dyp teknologi & SaaS	sent-Seed-Series A	Norge- mulig for utlandet	4 to 6	-
CVC 3	250	7 to 8	Finansielle teknologi	Seed-tidligfase, follow up	Nordic	4-6	Risiko-belønning
VC 4	950	3 to 7	Life science, IOT og fornybar teknologi	sent-Seed-follow up	Norge-Nordic	Fondet levetid	10x
VC 5	100	0,45 to 3,5	Diverse	Ide og Seed	Norge (Rogaland)	7	3x
CVC 6	250	5 til 10	Finansielle teknologi	Sent seed og Pre-series A	Norge	3 til 5	-
VC 7	1000	10 til 70	Diverse - ikke olje og gass eller noe med negative påvirkning på samfunnet eller miljøet	Seed - venture - buy-out	Global	-	25%

VC 1 opererer i digital teknologibransje og har omtrent 100 millioner kroner under ledelsesk kontroll. VC 1 investerer i selskaper som er i sen seed-fase og runde A investeringer i Norge. Målet er å finne banebrytende teknologi som vil fange opp et globalt marked. Gjennomsnittlig levetid for investeringer er rundt 8 år med en gjennomsnittlig investeringsstørrelse på 1 million kroner.

VC 2 er mest opptatt av dyp teknologi og Saas, og opererer hovedsakelig i Norge. Firmaet har samlet total kapital på en milliard kroner, som er delt på fonder. VC 2 investerer i selskaper i seed-fase og frem til runde A med en investeringsstørrelse fra 1 til 30 millioner kroner og investeringslevetid mellom 4-6 år. Målet er å hjelpe selskaper som har positiv innflytelse på samfunnet.

CVC 3 er 100 prosent eiet av en bank med samlet total kapital på 250 millioner kroner under ledelsesk kontroll. Firmaet investerer i tidlig seed-fase selskaper som har fokus på finansielle teknologier for å levere avkastning og innovasjon til eieren. Selskapet investerer hovedsakelig i nordiske land med en gjennomsnittlig investering på mellom 7-8 millioner kroner.

VC 4 er et halvstatlig eiet fond med en samlet kapital på omtrent 950 millioner kroner fordelt på to fond under ledelsesk kontroll. Investeringsstørrelse ligger på mellom 3-7 millioner kroner og har minimum avkastningskrav på 10x. VC 4 operer i nordiske land, men hovedsakelig i Norge. Firmaet retter sine investeringer mot selskaper som har fokus på Life science og fornybar teknologi, samt tilstøtende teknologier. VC-en ønsker å kunne bidra med kunnskap og kompetanse, ikke bare kapital.

VC 5 er et innovasjonsselskap med samlet total kapital på 100 millioner kroner under ledelsesk kontroll. VC 5 investerer i veldig tidlig stadium, helt ned i bunnen (ide), både innovative og ikke-innovative ideer. VC 5 gjør investeringer på tvers av alle bransjer. Gjennomsnittlig investering i ideer ligger på rundt 450 000 kroner, mens tilsvarende investering i start-up's ligger på rundt 3,5 millioner kroner med avkastningskrav på 3x. Levetid for valide investeringer varierer mellom 3-7 år. Investeringene foretas hovedsakelig i virksomheter Rogaland.

CVC 6 er et selskap som er 100 prosent eiet av en bank med fokus på finansiell teknologi. CVC-en investerer hovedsakelig i det norske markedet, og har omtrent 250 millioner kroner samlet totalt kapital under ledelsesk kontroll. CVC 6 retter sitt fokus mot selskaper i sent-seed og pre-runde A. Gjennomsnittlig investeringsstørrelse varierer fra 5 til 10

millioner kroner per investering, med en levetid som er avhengig av oppstartens utvikling. CVC har ikke et bestemt avkastningskrav på sine investeringer. Firmaet mener at avkastningen er avhengig av risikoen de tar. CVC-en investerer i selskaper som kan tilfredsstille deres strategiske mål, som hovedsakelig går ut på å drive innovasjon og forbedre bankens tjenester.

VC 7 er et Family Offices som også driver med venture investeringer i det globale markedet. VC 7 investerer i ulike områder, men ikke innen olje og gass. Firmaet har en samlet kapital under ledelseskontroll på en milliard kroner. VC-en investerer i alle faser uten begrenset levetid for sine investeringer. Investeringsstørrelse varierer fra 10 til 70 millioner kroner. I tillegg til finansiell avkastning må investeringene bidra til positiv innflytelse på samfunnet og miljø. VC-en ønsker å kunne bidra med kunnskap og kompetanse, ikke bare kapital.

Oppsummering

De syv VC-ene som jeg har intervjuet, har en samlet kapital under forvaltning som varierer fra 100 millioner til en milliard kroner. Dette sier noe om disse VC-enes kapasitet til å investere i flere start-up's. Investeringsstørrelsen for VC-ene varierer fra 1 til 70 millioner kroner. Et unntak er VC 5, hvor investeringsstørrelsen er fra 450 000 kroner til 3,5 millioner. Grunnen er at firmaet også investerer i ideer.

I hovedsak retter alle VC-er sine investeringer mot teknologibaserte selskaper i ulike sektorer/bransjer. VC 1 og VC 2 investerer kun i start-up's som driver innen dyp teknologi på tvers av sektorer. CVC 3 og CVC 6 investerer kun i selskaper som driver med innovasjon og utvikling av finansiell teknologi. De øvrige VC-er investerer i nesten alle sektorer.

Alle VC-er investerer i start-up's som er i tidlig fase. Unntaket er VC 7, som er involvert i alle investeringsrunder og Buy-out. VC 7 investerer i et globalt marked, mens VC 3 og VC 4 opererer i de nordiske landene. Resterende VC-er investerer i det norske markedet. Investeringslevetid er uforutsigbar. Ifølge intervjuobjektene avhenger levetiden av selskapets utvikling, fondets levetid eller et potensielt oppkjøp.

Avkastningskravet til investeringer viser stor variasjon mellom de syv VC-ene. VC 1 og VC 4 krever 10x på sine investeringer. De tar utgangspunkt i at en av ti investeringer vil

lykkes, noe som er generelt i VC bransjen. CVC 3 og CVC 6 har ikke noe fast krav til avkastningen så lenge er det rom for utveksling av kunnskap mellom start-up's og eieren (banken), samt at start-up's leverer tjenester til banken. Interessant nok var avkastningskravet til VC 5 og VC 7 er ganske lite i forhold til de andre VC-ene. VC 5s avkastningskrav er 3x og VC 7s avkastningskrav er 25 prosent.

5. Resultater

5.1. De viktigste investeringskriterier

De investeringskriteriene som informantene har ansett som viktigst, er presentert nedenfor i tabell 6. Det som er verdt å merke, er at språket og måten informantene presenterte kriteriene på, var forskjellig. Informantene hadde ulike forklaringer på samme kriterier. Hver av dem beskrev samme kriterium ut fra sitt perspektiv og ut fra sin oppfatning.

Resultatene fra intervjuene har blitt tolket og behandlet av meg for å gi en best mulig beskrivelse av de viktigste investeringskriteriene. En rekke kriterier ble trukket fram av intervjuobjektene. Noen kriterier ble kun nevnt av et av intervjuobjektene, mens andre kriterier ble nevnt av flere. Årsaken til at noen intervjuobjekter unnlot å nevne enkelte kriterier, kan være at de har betraktet disse som selvsynlige. For eksempel kan viktigheten av kriterier som vekstpotensialet i start-up's og investering fit, ha vært så selvfølgelig, at disse ikke har blitt nevnt.

Tabell 6. Mest viktigste investeringskriterier

<i>Kriterier</i>	<i>VC 1</i>	<i>VC 2</i>	<i>CVC 3</i>	<i>VC 4</i>	<i>VC 5</i>	<i>CVC6</i>	<i>VC 7</i>
<i>Team</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Produkt</i>	x	x		x	x	x	x
<i>Marked</i>	x		x	x	x	x	
<i>Andre investorer</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Forretningsmodell</i>	x		x	x	x		
<i>Økonomi/finans</i>		x	x			x	
<i>Positiv innflytelse og miljø</i>		x			x		x
<i>Strategiske investeringer</i>			x	x	x	x	

Noen av kriteriene som ble nevnt av intervjuobjektene, har jeg kategorisert inn under større hovedkriterier. En tabell som inneholder samtlige kriterier, følger som vedlegg til oppgaven. (vedlegg 2)

Tabell 6 presenterer de viktigste investeringskriterier. Gjennom intervjuene er det åtte kriterier som har skilt seg ut framfor andre kriterier, og som har blitt ansett som viktigst. Tre av disse åtte kriteriene har blitt nevnt av nesten alle informantene. Disse er: team, produkt og andre investorer. Markedet og forretningsmodellen ble ansett som viktig av fire informantene, mens finans og positiv innflytelse og miljø ble framhevet av tre av informantene.

Alle intervjuobjektene har nevnt team som et av de viktigste kriteriene. Begrepet team henviser både til ledelsesteam og til gründere. Derfor vil jeg benytte begrepet team som betegnelse både for ledelsesteam og gründer.

Tre av de syv intervjuobjektene fremhevet teamet framfor andre kriterier, mens to av dem fremhevet produktet som det viktigste kriteriet. Markedet kommer etter team og produktet. To av informantene betraktet ikke markedet som det viktigste kriterium framfor andre kriterier. Dette betyr ikke at de ikke ser på markedet som et viktig kriterium, men at de prioriterer andre kriterier framfor markedet.

Interessant nok ble to nye kriterier fremhevet framfor andre kriterier; eierens interesse og fondets verdier. Eierens interesse ble fremhevet av CVC 3 og CVC 6. Dette skyldes at begge CVC-ene eksisterer for at eieren skal bli bedre. Investeringene bør tilføre banken verdi. Det kan være i form av produkt, teknologi eller tjeneste. Fondets verdier ble fremhevet av VC 7 og reflekterer fondets interesse for å delta i utviklingen av samfunnet. Fondets investeringer bør også ta hensyn til miljø- og klimautfordringer.

Resultatene fra intervjuene ser ut til å være i samsvar med litteraturen som jeg tidligere har referert til. Ledergruppen ser ut til å være det viktigste kriteriet for de intervjuede VC-ene, fordi hvert intervjuobjekt vektlegger teamet i investeringsbeslutninger. Deretter følger produktet og markedet. Basert på hvor ofte de resterende kriteriene ble omtalt av intervjuobjektene, betrakter jeg disse som viktige. Jeg har derfor sett på dem som viktige kriterier, men lavere rangert enn team, produkt og marked.

Gjennom intervjurunden kom det fram at intervjuobjektene i mindre grad vektlegger økonomiske kriterier i investeringsbeslutningen. Dette skyldes at i tidlig fase investeringer

er det lite informasjon om den finansielle siden av selskaper, mangel på opparbeidet data. Derfor er det lite å matche det opp med. Eksempelvis uttaler VC 1 «*Det er så tidlig i et selskaps liv at man kan ikke lene seg på tallene alene. Det vil ikke være forsvarlig så tidlig når det er så lite data. Når man begynner å komme nærmere runde C og gjennomfører runde C investeringer, har man nok data til å kunne se om det er noe fornuftig ut av dette*». Denne uttalelsen er i tråd med Kaplan & Strömberg (2000), hvor det framgår at i tidlige investeringsfaser blir økonomiske kriterier mindre vektlagt.

VC 6 har et litt mer nyansert syn på økonomiske egenskaper «*Alle disse selskapene er i oppstartfase, så de har typisk råttall, lite inntekt, kapitalbehov. Så det er veldig vanskelig å ha noen strenge kriterier på det finansielle. Men, det klart vi ser på hvordan de betaler til seg selv (lønn). Har de lite lønn eller prøver de å ta seg mest mulig? Hvordan tenker de på kostnader*»?

Et interessant funn som dukket opp under intervjuene, var *andre investorer*. Dette kriteriet ble nevnt av seks VC-er. I mitt litteraturutvalg har *Andre investorer* kun blitt nevnt av Petty & Gruber (2011). Intervjuobjektene har, direkte eller indirekte, gitt uttrykk for at det er ønskelig å ha andre investorer «med på reisen», samt vite hvem som har investert i tidligere faser. Å ha andre investorer med på laget vil styrke kunnskapen gjennom utveksling av erfaring og kompetanse. Det er ønskelig å få med investorer som har den nødvendige kjernekompetanse som trengs for å utvikle teknologien som start-up`s jobber med. Å ha andre investorer kan være en effektiv måte å utvide markedet og tilføre start-up`s et nettverk, slik at det kan vokse fortere og skaleres. VC 5 samarbeider med andre risikokapitalister og offentlige etater i noen av sine investeringer. VC 4 utfordrer andre investorer til å konkurrere om en investering, eller bli med på reisen. Dette en måte å utnytte hverandres erfaring og kompetanse på, og samtidig spre risikoen på flere aktører.

5.1.1. Ledelsesteam

I intervjuene kom det tydelig fram at alle informantene ser på teamet er det viktigste kriteriet. Derfor var det av betydning for meg å utforske de viktigste egenskapene til ledergruppen. Særlig siden at forskningslitteraturen også fremhever teamet som viktigste kriterium sammenlignet med andre kriterier. Fordi alle intervjuobjektene nevnte ledergruppen som et av de viktigste vurderingskriteriene, ble flere viktige trekk ved et kompetent team tatt opp som tema i intervjuene.

Et av de mest nevnte ledergruppekriteriene blant intervjuobjektene var tillit til teamet. Dette funnet er i tråd med litteraturen jeg har vist til i teoridelen, spesielt i de studiene som er gjennomført i europeiske land. Nunes et al. (2014) skriver at faktorer som er relatert til gründers og ledelsesteamets personlighet, har avgjørende betydning for beslutning. Alle VC-er uttalte, direkte eller indirekte, at det er ekstremt viktig at de kan stole på teamet. Dette funnet kan ikke undervurderes. Selv om et investeringsobjekt blir ansett som utmerket fra andre aspekter, vil ikke VC-ene fortsette avtalen med mindre det er et gjensidig tillitsforhold mellom deltakerne i avtalen.

Videre var Et aspekt som ble tatt opp av noen intervjuobjekter, som en viktig del av å bygge gjensidig tillit mellom VC og teamet, var den personlige kjemien mellom deltakerne i avtalen. Hvis det mangler kjemi, hvis VC ikke får følelsen av at teammedlemmene er til å stole på, eller hvis ledergruppen ikke har tiltro til investorene, er det bedre å legge avtalen bort. Dette fordi et samarbeid vanligvis vil vare i mange år. VC 1 mener at *«Dette er en relasjonskrevd industri, hvor det viktigste vi investerer er gründere, som vi ønsker å ha langvarig forhold til og bli kjent med. På samme måte når man blir kjent med noen før man gifter seg»*. VC 3 argumentere med *«Vi kommer til å jobbe tett for det teamet, så det må være en god kjemi»*

VC-er må være trygge på lederteamet før en investering. Derfor må teamet overbevise VC-ene om at de er klare for oppgaven. VC 3 sier *«Det er veldig tøft og utfordrende å være gründer, så de må vise at de kan klare dette»*.

Teamet må ha evne og kapabiliteten til implementering. VC-er må føle at teamet har ambisjon og driv for å lykkes. Dette viser om teamet har evnen til å overvinne vanskelige hindringer i fremtiden. Lidenskapen som får dem til å jobbe både med hjertet og hodet.

VC 7 peker på at det er viktig å vite hva gründere ønsker å oppnå . Samtidig er det viktig at de forstår hva VC ønsker å oppnå, og at gründerne er i stand til å gjennomføre sine oppgaver. *«Et godt team kan gjør et dårlig produkt bra. Men dårlige team kan ikke gjør et dårlig produkt bra»* (VC 7). VC 7 mener at andre egenskaper ved teamet kan man fikse. Hvis teamet ikke har nok kompetanse innen finans, kan man ansette noen som er god innen økonomi. Tilsvarende, hvis man ikke har nok internasjonal erfaring, kan man ansette en med denne kompetansen. Men hvis kjerneteamet ikke har nødvendig drivkraft og implementeringskapasitet, så går det ikke. Dette er et langt og tungt løp, etter CVC 3 mening. Derfor vil VC-ene være sikre på at teamet har relevant fagkompetanse innen sitt

område, og rett bakgrunn til å kunne få dette til, samt at de har et genuint ønske om å gjennomføre det.

Andre kvaliteter som ikke var relatert til personlighetstrekk, ble også nevnt i intervjuene. Intervjuobjekter fortalte at track record og tidligere erfaring er viktige kjennetegn ved ledergruppen. Dette er i tråd med funn fra tidligere studier som jeg har referert til i kapittel (2.6). Med andre ord anså intervjuobjektene at det er av betydning at teammedlemmene har noe relevant bransjeerfaring. Noen VC-er vil helst ha bevis på at teamet har gjort lignende type operasjoner tidligere, men for noen intervjuobjekter var dette ikke en forutsetning. CVC 6 uttalte følgende «*Har de erfaring fra før eller ikke, er dette deres første oppstart, eller har de gjort dette før. Dette sier noe om at vedkommende har lært fra det de har gjort før, eller ikke*».

Det gir alltid trygghet for VC-er når gründere har tidligere erfaringer å vise til, samt at de har lært av eventuelle feil. Hvis et lederteam har gjort erfaringer gjennom feil og suksess, uansett bransje, kan dette noen ganger være tilstrekkelig for at VC-er skal betrakte dem som potensielle venture. Likevel, basert på intervjuene, er bunnlinjen at teamet skal ha troverdighet for å overbevise VC-er om at de kan takle utfordringer underveis. Ofte forutsetter dette kunnskap om markedet og bransjen. Videre påpekte de fleste intervjuobjekter viktigheten av at ledergruppen har noe tidligere samarbeidserfaring, noe som er i samsvar med Gompers et al. (2016).

Flere av intervjuobjektene har beskrevet en optimal sammensetning av en ledergruppe. Ifølge VC 7 bør lederteamene være heterogene framfor homogene. Medlemmene i teamet skal utfylle hverandre. Det vil si at de har forskjellig bakgrunn når det gjelder utdanning, kompetanse og erfaring, slik at teamet består av personer med ulike måter å tenke på. Dette er noe som Franke et al. (2008) har fremhevet i sin undersøkelse. På den andre side kom det indirekte fram i noen av intervjuene at den optimale sammensetningen av teamet vil variere fra et team til et annet team, og at det ikke er noen generisk struktur for et team som alltid vil garantere suksess.

Ulike ønskede trekk ved teamet ble også trukket fram. VC 6 argumenterer med at det er viktig at teamet er åpne for nye ideer og visjoner, at teamet har evne til å pivotere og omstille seg. Alle VC-ene jeg intervjuet, er enige om at dette er viktig. Dette var også hovedfunnet til Nunes et al. (2014). VC-er ønsker å bidra både med kunnskap, penger og ha mulighet til å påvirke arten av virksomheten, i motsetning til en vanlig investor, som

kun bidrar med penger. Dette er noe som ser ut til å være et særskilt kjennetegn ved det norske VC-bransjen. Tidligere studier som jeg har referert til, har lagt mest vekt på tidligere erfaring, utdanning og kunnskap om markedet, evne til å rekruttere og tekniske egenskaper. I tillegg til disse kriterier vurderer norske risikokapitalister om gründere er ambisiøse, dedikerte og kreative.

VC 1 understreket at de ønsker å se gründere som er pragmatiske og som viser evne til å sette ord om til handling. Med andre ord ønsker VC-ene å se at ledergruppen har en visjon om selskapets fremtid, og at de kan formulere sine planlagte handlinger som støtter deres visjon.

Hva med ledergruppens ferdigheter? Selv om ferdigheter som nettverks- og kommunikasjonsferdigheter, tekniske- eller økonomiske ferdigheter ble nevnt en eller flere ganger under intervjuene, framsto ingen enkelt-ferdighet som viktigere enn andre. Flere av intervjuobjektene mente at det ikke er nødvendig at teamet besitter alle ferdighetene og kompetansen når de foretar investeringen. Imidlertid bør teamet vise evnen til å skaffe seg den nødvendige kompetansen for å lykkes.

5.1.2. Produkt

I diskusjonen med intervjuobjektene om de viktigste investeringskriteriene, fikk produktkriterier nest mest omtale - etter egenskapene til teamet. Dermed ble det i intervjuene lagt stor vekt på hvilke kriterier knyttet til produktspørsmål som VC-er anser viktige når de vurderer investeringsmuligheter. For enkelhetsskyld vil jeg bruke begrepet produkt som felles betegnelse for teknologi, produkt og tjeneste.

Fire av de syv intervjuobjektene forutsatte at venture-forslagene burde ha et eksisterende produkt, eller i det minste et produkt under utvikling. Intervjuobjektene oppfatning var at uansett hvor stor ideen er, må det være bevis på at produktet fungerer, eller at det er en pilotkunde for produktet. Dette er noe som VC 1 og VC 2 legger stor vekt på. Selv om VC 1 vektlegger dette, er de åpne for at ideen og produktet kan endre seg underveis. Deres erfaring er at produktet endres mange ganger før det foreligger i endelig, fullkommen form.

Imidlertid er et eksisterende produkt ikke alltid et absolutt krav. VC 5 uttalte at «*Det trenger ikke å være et selskap, det kan være en setning i forskningsrapport for en ide, det kan være de som vurderer å etablere en bedrift*»

En av det meste omtalte karakteristika ved produktet blant intervjuobjekter var verdiforslaget/ løse et problem. Alle informantene viste stor interesse for disse to egenskapene. CVC 6 uttalte følgende: «*Produktet er ikke veldig interessant. Det som er mest interessant, er det som du prøver å løse eller gjøre bedre, hvilke verdier prøves og skapes for bruker som ikke finnes i dag*». VC-er trenger å bli overbevist om det finnes et problem som vil løses, samt hva slags problem start-up` s prøver å løse. Dette er i tråd med studiet til Smit (2018). Produktet bør skape en verdi som ikke eksisterer i dag, for aktuelle kunder. VC 2 mener at produktet skal ha riktig verdiforslag som bidrar til å dekke umettede behov hos kunder, samt at produktet skal være akseptert av kunder. VC-er tar seg tid til å snakke med kunder av den potensielle start-up` s for å verifisere verdiforslaget. De fleste selskapene har lagt vekt på at de må forstå teknologien rundt produktet, som VC 1 har sagt «*Is this making sense*»?

Unik og konkurransedyktig posisjonering av produktet eller tjenesten ble nevnt av flere av intervjuobjektene. Dette har blitt betraktet som viktig, blant annet av Nyvik & Roald (2009). Oppsummert vil VC-er se fordeler ved selskapets produkt som skiller dette fra konkurrentenes produkter. Hvis det ikke er noe spesielt ved produktet, eller hvis produktet bare er en kopi, finner VC-er det vanskelig å investere. I stedet bør produktet være vanskelig å kopiere, slik at konkurransefortrinnet kan opprettholdes. VC 5 uttrykte seg på følgende måte: «*Produktet/innovasjonen bør være helt unik, slik at ingen andre har gjort det før eller kan gjøre det igjen i de neste 20 år*». Egenskaper som patenter eller opphavsrett ble også tatt opp som et viktig kriterium av noen av informantene, men ikke av alle.

5.1.3. Marked

Selv om egenskapene til markedet ikke var like høyt prioritert som teamet og produktet, har noen interessante egenskaper ved markedet skilt seg ut under intervjuene.

«*Markedet må være stort og globalt for produktet. Forretningsmodellen må passe markedet. Så ofte søker vi skalerbar forretningsmodell*» (VC 4).

«Den må ha skalerings potensiale, den må ha nasjonalt og internasjonalt felt».
(VC 5)

Sitatene ovenfor viser til to viktige markedskarakteristikker som kom fram under intervjuene, vekst i markedet og markedets størrelse. Viktigheten av et voksende marked ble tatt opp av seks av intervjuobjektene, mens markedsstørrelse ble påpekt som et viktig kriterium, av fem av de syv VC-ene. Sammenlignet med tidligere studier skiller ikke norske VC-er seg fra sine internasjonale kollegaer. De samme to markedsrelaterte kriteriene var også mest sitert i den litteraturen som er vist til i kapittel 2.6, spesielt av Nyvik & Roald (2009) og Nunes et al. (2014).

Med utgangspunkt i intervjuene kan vi si at VC-ene ikke er interessert i å investere i selskaper som opererer i små markeder, eller som ikke har noen markedsmuligheter. Unntaket er VC 5 som har som utgangspunkt for sine investeringer å bidra til utvikling av regionen. Derfor gjør VC 5 strategiske, regionale investeringer.

VC-er anser at et voksende målmarked er avgjørende, fordi det er mye vanskeligere for et selskap å vokse i et fallende marked. Et blomstrende marked muliggjør vekst i selskapet og fører til vekst og inntjening. Derfor var det et klart kjennetegn under intervjuene, at et attraktivt marked er et nødvendig aspekt ved enhver positiv investeringsbeslutning.

«Hva er potensialet her, hvor ønsker man å konkurrere, hvordan ser barrierer ut for dette markedet, hvordan det vil utvikle seg om fem, ti år» (VC 1).

«Hvilke konkurrenter finnes der ute, hvordan de skal distribuere produktet og så videre».
(VC 6)

Et attraktivt marked er ikke bare et stort og et voksende marked. Som implisert i sitatene ovenfor, er dynamikken i markedet også et grunnleggende aspekt som VC-er vurderer i evalueringen av venture-forslaget. Selv om det ble nevnt sjeldnere, ble det påpekt av noen VC-er, at det er viktig å evaluere markedspotensialet ved å analysere de andre aktørene og deres konkurransedyktige posisjoner i markedet.

I tillegg til markedsvekst og -størrelse, samt konkurransens karakter, var tidspunktet for inngangen til målmarkedet nok et markeds-kriterium som ble nevnt av intervjuobjektene. Viktigheten av å komme inn på markedet til rett tid, ble nevnt av tre intervjuobjekter. Det ideelle tidspunktet for komme inn i markedet ser ut til å være punktet der et allerede eksisterende marked begynner å vokse. VC 1 uttalte: *«Vi kan gjerne ha et fantastisk team*

og et fantastiske produkt, men timing kan være helt totalt feil, og som gjøre at folk ikke bruker produktet, adopterer det eller kjøper det. Eller at det er en konkurranse som bare er alt for beinhard, og at det bare noe du ikke klarer å komme gjennom». Tidspunktet for å lansere produktet i markedet er viktig, fordi hvis en inngang gjøres for tidlig, er opprettelsen eller etableringen av et marked for dyrt for selskapet. Hvis en inngang gjøres for sent, kan forspranget gitt til konkurrentene være av en slik størrelse at det er vanskelig å få en passende markedsandel. Eller rett og slett som VC 1 sa, at folk ikke vil adoptere produktet.

5.1.4. Økonomi/finans

De mest nevnte økonomiske karakteristikkene i intervjuene var investeringsstørrelse og kapitalbehov. Basert på intervjuene er VC-er interessert i hvor mye penger som trengs, og hvor lenge investeringen deres varer før selskapet trenger ytterligere investeringer.

Hvorfor er investeringsstørrelse så viktig? Dette kan forklares ved *Moral hazard* formen. *Moral hazard* kan oppstå i sterkere form hvis et firma er overfinansiert. Dette er noe som VC 4 har tatt opp. «Så ofte er det noen som er mer interessert å fortsette som forskere og bruker kun 10 prosent av tiden på selskapet, og dette er dårlig for oss». I tilfelle underfinansiering kan firmaet kanskje ikke gjøre de tingene som kreves for å vokse betydelig. Basert på intervjuene er imidlertid bunnlinjen, at enhver beslutning om hvor mye penger som trengs for å investere, avhengig av spørsmålet om hva firmaet planlegger å gjøre med disse pengene. VC 1 uttalte: «Vi prøver å forstå hvordan selskapet tenker om vekst, hvordan det vil utvikle seg om fem eller ti år, hvor mye kapital de har hentet, hvor mye de skal hente og hvor mye de trenger som **under the line**»

Start-up`s bruk av kapital kan sees på som grunnlag for å forutsi fremtiden for venture. Ved å estimere virkningen av den investerte kapital på virksomhetenes operasjoner i forskjellige scenarier, kan VC-er estimere mulige vekstscenarier for venture, noe som bidrar til å finne ut av attraktiviteten i venture-forslaget.

I intervjuene ble exit muligheter poengtert som et viktig kriterium av noen VC-er. For andre VC-er var exit muligheter ikke et drivkriterium for deres investeringer, fordi de kan sitte på investeringene over en lengre periode enn en gjennomsnittlig VC. VC-er var enten nøytrale eller opptatt av å ha gode exit muligheter. Årsaken til dette kan være fondets levetid, som VC 1 har forklart: «Fondet vårt har en levetid på 12 år. Vi har en sluttdato, så

hvis den datoen nås, må vi være ute av alle selskapene». Sammenlignet med tidligere studier kunne man imidlertid ha forventet at exit muligheter ville blitt fremhevet enda mer.

I den forskningslitteraturen som jeg har vist til i kapittel 2.6, var det mest fremhevede økonomiske kriteriet, sammen med enkel exit, den forventede avkastningen på investeringen. I VC bransjen er avkastningen parallell med risiko. Dette forholdet ble tydelig nevnt av VC 3: «*Det går mer på risk reward*».

Generelt sett var transparens et tydelig kjennetegn hos de VC-er som jeg intervjuet i forholdet til deres avkastningskrav på sine investeringer. VC-er er opptatt av å tjene penger for investorene sine. De VC-ene jeg har intervjuet, har nevnt at det er viktig for dem vite hvordan de vil tjene penger på investeringene, men siden dette er mer enn åpenbart, er det irrasjonelt å trekke noen konklusjoner fra dette funnet.

5.2. Smartby & risikokapital

I dette kapittel vil jeg presentere norske VC-ers kapitalkilder, deres bransjefokus og de viktigste investeringskriterier for hvert av VC-ene. Funnene vil bli analysert for å finne ut om risikokapitalister spiller en rolle i transformering av byer til smarte byer eller ikke.

Spørsmålene i de intervjuene jeg foretok, er ikke direkte rettet mot smartby. Hensikten var å undersøke hvordan risikokapitalister tenker og tar investeringsbeslutninger uten å gjøre dem oppmerksomme på smartbykonseptet. På denne måten fikk jeg et mer nøyaktig bilde av deres visjon og interesse. Deretter analyserte jeg deres svar for å finne ut om de er opptatt av utvikling av samfunnet og realisering av smartbykonseptet eller ikke.

Tabell 7. VC-er kapital kilde bransje fokus og viktigste investeringskriterier

<i>Selskap</i>	<i>Kapital kilde</i>	<i>Bransje fokus</i>	<i>Viktigste kriterier</i>
VC 1	Family Offices, private formuer, Tech gründere, offentlige investeringsorganer, pensjonskasser og corporate kontorer	Digital teknologi	Teamet Markedsmuligheter Produkt Forretningsmodell
VC 2	Family Offices, offentlig, diverse investorer.	Dyp teknologi & Saas Ikke olje og gass	MRR (GO or NO GO), team, Verdi forslag, Positive innvirkning (The greater good)

<i>Selskap</i>	<i>Kapital kilde</i>	<i>Bransje fokus</i>	<i>Viktigste kriterier</i>
CVC 3	Eier (Bank)	Finansielle services, teknologi tilknyttede til bank og Finans	Strategisk, fit, team
VC 4	Staten, Equinor, Banker, KNP, BKP Family Office, Bergen forskning stiftelse	Life science, IOT og fornybar teknologi	Teknologi, team, marked og forretningsmodell.
VC 5	Egen kapital, Angelinvestorer og Lokale banker	Energi, helse og Smart teknologi	Innovasjon, marked og team
CVC 6	Bank	Finansielle services, teknologi tilknyttet til bank og finans	Team, marked og produkt
VC 7	Skagen fond og egenkapital	Diverse - ikke olje og gass eller noe med negativ påvirkning på samfunnet eller miljøet	Fondets verdier, produkt og team

VC 1 er opptatt av å møte selskaper veldig tidlig. VC1 kan bruke mange år på å følge et selskap som har en ide som kan bli et venture case. Fondet fokuserer på digital teknologi for å hjelpe start-up's til å vokse fortere, skalere og utvikle sine produkter. Fondet henter kapital fra forskjellige kilder: Family Offices, private formuer, Tech gründere, offentlige investeringsorganer, pensjonskasser og corporate kontorer.

For at VC 2 skal investere i et start-up's, må oppstarten ha en MRR (monthly recurring revenue) Månedlige tilbakevendende inntekter på en halv million. VC 2 mener at MRR er en indikasjon på at start-up's har noe å vise til og ønsker å vokse mer. VC 2 investerer i selskaper som passer deres verdier og visjon; selskaper som bidrar med utvikling av regionen og samfunnet generelt. VC 2 innhenter sin kapital fra Family Offices, offentlig sektor og diverse investorer. VC-en er opptatt av hvilken innvirkning investeringene har, og hva de bidrar med. Det er viktig for dem at det er en sak de kan stå inne for og å være stolte av å investere i. VC-en vil for eksempel ikke gå inn i olje og gass og aldri investere i våpenbransjen. Investeringene skal bidra med demografisk skifte og ta hensyn til klimaendringer og ressursknapphet. Det er viktig for VC-en å være med å bidra til «the greater good».

CVC 3 eksisterer kun for at banken skal bli bedre og mer lønnsom. Ifølge intervjuobjektet investerer CVC 3 kun i selskaper som driver med finansiell teknologi som kan levere tjenester til banken, tilføre banken verdi og utvikle bankens evner til å levere bedre

tjenester til kundene. I tillegg til dette vil CVC 3 se på den kommersielle delen av teknologien, om dette er en riktig investering for dem, en god match som passer fondets kapitale kapasitet.

VC 4s kapitalkilde består hovedsakelig av statlige midler. Staten bidrar med 50 prosent av kapitalen. Resten av kapitalen hentes fra forskjellige aktører som Equinor, diverse banker, KLP (kommunal landspensjonskasse) og Bergen kommunal pensjonskasse. Tematisk investerer VC 4 utlukkende i teknologibaserte selskaper som er unike og patenterbare teknologier. Dette er teknologier som løser kjente eller ukjente problemer, og som har et globalt nettverk i forhold til salg. VC-en fokuserer mest på Life science, fornybar energi og IOT. Innen Life science er VC-en spesielt opptatt av kreftforskning. Innen fornybar teknologi/energi retter VC 4 sitt fokus mot alt fra vind og sol til Power Herb management. Dette inkluderer styring av kraftsystemer, transportsystemer for elektrisk kraft. VC 4 legger vekt på at de må forstå teknologien, ellers takker de nei til investering. De vil bidra med kunnskap før penger.

VC 5 er et innovasjonsselskap som bistår forskere og gründere med å videreutvikle sine ideer, støtte opp forretningsutvikling for de som har gode ideer. VC 5 investerer i veldig tidlig fase: *«Det trenger ikke å være et selskap en gang, det kan være en setning i en forskningsrapport for en ide, det kan være personer som vurderer å etablere en bedrift».*

VC 5 er åpen for alle mulige investeringer. Kapital hentes fra forskjellige kilder; egen kapital fra VC 5, angelinvestorer og lokale bedrifter, prosjektutviklingsprogrammer, samarbeid med andre VC-ene, Stavanger kommune og lokale banker. 95 prosent av VC 5s investeringer er i Rogaland, fordi selskapet har et samfunnsoppdrag for å bidra med næringsutvikling i Rogaland. Dette er årsaken til at VC 5 investerer i alle type teknologier, bedrifter og metoder, men spesielt innen energi, helse og smartteknologi. I tillegg gjør VC 5 strategiske investeringer som en del av samfunnsoppdraget innen de nevnte satsingsområder.

CVC 6 ser først og fremst etter aktuelle start-up` s som tilfredsstill bankens strategiske mål, overbeviser at det finnes et problem som de har en løsning for, og som skaper merverdi til kunder. Investeringene skal være verktøy for å drive innovasjon i konsernet, utveksle kunnskap og eventuelt samarbeidsmuligheter på sikt. CVC 6 tar utgangspunkt i at innsikt og læring er helt uavhengig av hvor vidt man inngår i kommersielt samarbeid eller ikke. Investeringer gjøres samtidig som man inngår et samarbeid med start-up.

VC 7 investerer i ulike bransjer, unntatt olje og gass. Den er opptatt av en bærekraftig samfunnsutvikling. Derfor investerer VC 7 i selskaper og løsninger som de mener er gode for både eierne og for resten av samfunnet. Investeringen må innebære noe mer enn utelukkende finansiell avkastning og være i samsvar med fondets verdier og visjon. Investeringene må bidra til positiv innflytelse for samfunnet og miljøet. I tillegg er det ønskelig at VC-en selv kan bidra med kunnskap og kompetanse, ikke bare kapital. Investeringer som vil ha negativ innvirkning på omgivelse og ødelegge samfunnet og miljøet, vil bli ikke bli vurdert som aktuelle investeringer. VC 7 prioriterer å investere i selskaper som lager produkter som kan selges, og som har en forretningsmodell som er basert på tilbakevendende inntekter.

5.2.1. oppsummering

Som tabellen viser, er utvalget av VC-er heterogent og dekker flere sektorer. To av de syv VC-ene investerer kun i finansielle teknologiselskaper. Resterende VC-er investerer i nesten alle typer bransjer, med unntak av VC 2 og VC 7 som har noen restriksjoner for sine investeringer. De investerer blant annet ikke i olje- og gass-selskaper. Dette begrunnes med at de er opptatt av en bærekraftig samfunnsutvikling og aktiviteter som har positiv miljøgevinst. VC 5 er villig til å investere i alle type bransjer, både teknologiske og ikke-teknologiske selskaper. Disse forskjellene mellom de VC-ene som jeg intervjuet, viste noen interessante funn når det gjelder likheter og forskjeller i investeringskriterier.

De VC-ene som jeg intervjuet, setter på ulike måter menneskers behov i sentrum, og prøver å utvikle nye teknologier som kan tas i bruk for å gjøre byene til bedre steder for innbyggerne. CVC 3 og CVC 6 prøver å forenkle kommunikasjonen mellom banker og bankenes kunder/brukere. VC 1 og VC 2 er mest opptatt av å komme med nye teknologiske løsninger, banebrytende teknologier som styrker bærekraftig økonomisk vekst og livskvalitet. VC 4, 5 og 7 forsøker å finne nye metoder for klok forvaltning av naturressurser og gode løsninger på klima- og miljøutfordringer.

Ut fra dette kan man konkludere med at VC-er og deres økonomiske aktiviteter kan betraktes som VC 1 har uttrykt det – «*Man fyller drivstoff på motoren, slik at det skal gå fortere*». VC-ers økonomiske aktiviteter bidrar til transformering til smartby på flere måter. På ulikt vis spiller VC en betydelig rolle i utvikling av øko-systemet, med eller uten

en klar bevissthet om deres rolle i utviklingen av smarte og bærekraftig byer og økonomi. Risikokapitalisters investeringer kan også være med på å bygge opp øko-systemet. Øko-systemet vil bidra til å hjelpe aktører som, direkte eller indirekte, bidrar til å realisere smartbykonseptet.

Dette er i tråd med forskningsresultater jeg har vist til i delkapittel 2.2.2 om smartby og økonomi, hvor det argumenteres med at implementering av smartbykonseptet, gjennom økonomiske aktiviteter, tenderer til å ta en smart industriform (Kummitha, 2019). Dette kan også betraktes som en forklaring på Aquadruple-helix modellen. Økonomiske aktiviteter bygger opp relasjoner mellom forskjellige industrier, som videre fører til å skape det såkalte øko-systemet. Øko-systemet kan betraktes som portvakt til en smartby og bærekraftig økonomi noe jeg har tatt opp i kapittel 2.2. Dette er tilfelle i den norske VC bransjen. Tilgangen til risikokapital er ofte tilstrekkelig til å få folk til å ta initiativ og til å involvere seg i start-up`s. Små og mellomstore bedrifter, og spesielt start-up`s, kan være de ideelle inkubatorer for miljønnovasjon som kan bringe nye, mindre miljøskadelige produkter til markedet.

6. Konklusjoner

Et sammendrag av oppgaven presenteres i dette kapittel. En oversikt over målene for denne studien er gitt sammen med en drøfting av forskningsspørsmålene og viktige funn. Til slutt presenteres forslag for fremtidig forskning.

6.1. Oppsummering og drøfting

Målet med denne oppgaven har vært å finne ut om norske risikokapitalister, gjennom sine investeringer, bidrar til utvikling av smartbykonseptet og en bærekraftig økonomi, eller ikke. For å finne svar på dette spørsmålet, har jeg tatt utgangspunkt i aktuell forskningslitteratur og foretatt en empirisk undersøkelse (intervju).

I den teoretiske delen av oppgaven har jeg studert risikokapital, risikokapitalens investeringsprosesser og investeringskriterier med utgangspunkt i aktuelle studier om temaet. Dette for få innsikt i risikokapitalister sine handlinger i hver av investeringsfasene,

og å identifisere hvordan VC velger sine investeringer, samt hvilke typer investeringer. Videre, identifisere relevante kriterier som risikokapitalister tar i bruk i sine investeringsprosesser.

Det første fokusområdet hadde følgende forskningsspørsmål:

- *Hvordan ser risikokapitalisters investeringsprosess ut, fase for fase?*
- *Hvilke kriterier bruker risikokapitalister når de vurderer en forespørsel om oppstartfinansiering?*

I kapittel 2.5 har jeg redegjort for selve beslutningsprosessen som VC legger til grunn for å bestemme seg for å avslå eller bidra med finansiering av en oppstart. Kriteriene som tas i bruk i beslutningsprosessen, befinner seg hovedsakelig i pre-deal fasen. Dette fordi teoriene om investeringsprosesser viser at det er i løpet av screening- og evalueringsfasen at VC avgjør om de vil investere eller ikke. Dette er tilfelle også for det norske markedet.

I kapittel 2.6 viser jeg til en rekke tidligere studier. Etter å ha gjennomgått disse, kan det konkluderes med at de viktigste investeringskriteriene til VC er lederteam, produkt, marked og økonomiske egenskaper. Selv om ulike studier rangerer de viktigste kriteriene forskjellig, blant annet fordi forskerne har benyttet ulike metoder, kan det hevdes at det viktigste investeringskriteriet er lederteam, etterfulgt av markedsrelaterte spørsmål og økonomiske egenskaper, og til slutt av produktkriterier. VC-er vurderer attraktiviteten til aktuelle investeringsforslag først ved å evaluere ledelsen/teamet eller gründerens kompetanse og personlige egenskaper. VC-er vurderer også markedets potensial i satsingen og følger nøye med på satsningens økonomiske egenskaper. Produkt- eller tjenestekaraktistikker spiller også en rolle i vurderingen av investeringsforslag.

I den empiriske delen av oppgaven har jeg gjennomført semistrukturerte intervjuer av syv norske VC-er. Sammen med den kunnskap jeg har fått ved å lese forskningslitteratur om temaet, har intervjuene gitt meg innsikt i kriteriene som blir brukt av VC-er i evaluering av investeringsforslag.

Målet var å identifisere de viktigste investeringskriteriene som norske risikokapitalister tar i bruk når de vurderer et eventuelt selskap. Dette vil gi nye empiriske bevis på de viktigste investeringskriteriene for VC, risikokapitalister sine handlinger og hvordan de tenker.

Det andre fokusområdet hadde følgende forskningsspørsmål:

- *Hva er de viktigste investeringskriteriene til norske risikokapitalister, og hva er forskjellene og likhetene mellom kriteriene fra tidligere forskningslitteratur og kriteriene brukt av norske risikokapitalister?*

Gjennom analyse av intervjuene har jeg kommet fram til at de viktigste investeringskriteriene for norske VC-er er lederteam, produkt, marked og økonomi/finans. Dette er nøyaktig de samme kriteriene som rangeres høyest i den forskningslitteraturen jeg vist til i kapittel 2.6.9. Rekkefølgen av kriteriene følger også det samme mønsteret. Det viktigste kriteriet for VC-er er lederteamet. Etter lederteamet følger produkt og marked, mens økonomi/finans er et kriterium som det legges mindre vekt på sammenlignet med de tre andre kriteriene. Til forskjell fra den litteraturen jeg har listet opp i teoridelen, har norske VC-er noe ulikt syn på egenskaper som de anser som viktige i hver av de fire hovedkriteriene.

Forskjellene og likhetene mellom kriteriene som ble funnet i utvalgte litteratur og kriteriene beskrevet av norske VC-er observerbare i tabell 8, hvor nøkkelfunnene i studien presenteres.

Norske VC-er verdsetter lidenskapelige, pålitelige og engasjerte gründere som har relevant erfaring og bransjefaring. Investeringskriterier norske VC-er bruker ligner kriteriene som brukes i VC bransjen internasjonalt. Franke et al. (2008) og Gompers et al (2016) skriver at teamet/ledelsen må være ambisiøs og ha kunnskap om bransjen de opererer i for å overbevise VC-er om deres kompetanse. Et viktig aspekt for norske VC-er er også viktigheten av tillit mellom VC og teamet og teamets dedikasjon. Hvis disse to aspektene ikke foreligger, er det mer sannsynlig at VC-en vil unngå en avtaleinngåelse enn internasjonale VC-er. I motsetning til tidligere studier, for eksempel Franke et al. (2008), tas leders alder ikke med i betraktning av norske VC-er. I markedsrelaterte spørsmål ser både norske og internasjonale VC først etter markeder der satsingen har potensial til å vokse betydelig. Det vil si at markedet må være stort nok, og viktigst av alt, voksende for at VC-er skal vise interesse for selskapet.

Tabell 8. Nøkkelfunn

Kategori	Viktigste kriterier i tidligere studier	Viktigste kriterier i norske VC-er
Ledelsesteam	Bransjeerfaring, erfaring som leder, track record, diverse evner.	Bransjeerfaring, erfaring som leder, track record, diverse evner, tillit, Dedikasjon, teamsamarbeid
Marked Økonomi	Markedsstørrelse, Markedsvekst Exit muligheter, IRR	Markedsstørrelse, Markedsvekst Investeringsstørrelse, exit muligheter, kontantstrøm, kapitalt behov
Produkt	Patenterbar / beskyttbart. Unik/innovativ.	Patenterbar / beskyttbart skalerbar, global vekst Unik/innovativ
andre	Passer med fondsporteføljen Forretningsmodell	Andre investorer, Positiv innflytelse og miljø Forretningsmodell

Mens tidligere studier hovedsakelig fremhever viktigheten av forventede avkastnings- og exit muligheter ved evaluering av økonomiske egenskaper, f.eks. Petty & Gruber (2011), Nunes et al. (2014) og Gompers et al. (2016), vurderer norske VC-er selskapets økonomi i en større skala. Norske VC-er er også interessert i exit muligheter, men tar i tillegg hensyn til størrelsen på og bruken av investeringen. Det vil si at norske VC-er er interessert i hvor mye penger som trengs og selskapets tanker om bruk av midlene. Dette fordi VC-ene ønsker å se hvordan teamet planlegger å disponere midlene for å utvide virksomheten. Ved å granske den mulige bruken av midler kan VC-er vurdere om ledergruppens vekstplaner er realistiske eller ikke. Norske VC vurderer også kontantstrømmer i evalueringsfasen for enten å estimere hvor lenge de investerte midlene vil vare, eller for å evaluere lønnsomheten i satsingen. Alle disse tilleggsøkonomiske kriteriene virker relevante, og det er derfor overraskende at flertallet av de studiene som jeg har referert til i teoridelen, har lagt mindre vekt på deres betydning.

Norske VC-er har gitt uttrykk for at det er ønskelig å ha andre investorer «med på reisen», noe som indikerer at norske VC-er ønsker å benytte andre investorers kunnskap og erfaring, samt fordele risikoen på flere. Disse momentene har jeg ikke funnet beskrevet i noen av de studiene jeg har lest om VC-bransjen

I tillegg til innovative/unike, beskyttbare og patenterbare produkter som varierer fra bransje til bransje, vil norske VC-er investere i skalerbare produkter som muliggjør en

forretningsmodell, hvor inntektene kan økes raskere enn kostnadsøkningen. Den forskningslitteraturen jeg har referert til, påpeker at VC-er søker skalerbare virksomheter. Dette er også tilfelle for norske VC-er. Men, på bakgrunn av mine funn, ser det ut til at norske VC-er er mer motvillige til å investere i kapitalintensive industrier enn de internasjonale VC-ene. Videre er produktets globale potensial en av de viktigste produktrelaterte aspektene for norske VC-er. Tidligere har Nunes et al. (2014) vært de eneste som fremhever viktigheten av et potensielt globalt marked for produktet. Etersom studien ble utført i Portugal, kan det påstå at VC i mindre økonomier anser globale produkter som mer attraktive investeringsmål enn rent innenlandske.

I all hovedsak er investeringskriterier brukt av norske risikokapitalister de samme som blir brukt av risikokapitalister i andre land. De følger samme mønstre/stil. Både norske og utenlandske VC-er har som hovedmål å maksimere avkastningen og tjene penger for sine investorer. Under intervjuet med CVC 6 sa informanten følgende «*Hvis du går til franske banker som driver med corporate venture kapital, så vil du få de samme svarene, men kanskje Norge har fått litt tidligere fokus på ESG og bærekraft og den type ting*».

Risikokapitalister har ikke en liste over de kriteriene de bruker for å velge sine investeringer. Disse varierer fra en VC til en annen og fra en case til en annen. Viktigheten av en av disse kriteriene eliminerer ikke resterende kriterier. Hvert av disse kriteriene bør fylle et minimum eller bestemt standard, og som jeg har sagt, varierer dette fra en VC til en annen.

Hovedproblemstillingen i denne baheloroppgaven er:

- *Fører risikokapitalisters investeringer til smartere og mer bærekraftige byer og samfunn?*

Ved å gjennomføre 7 kvalitative forskningsintervju har dette spørsmålet blitt besvart gjennom min tolkning og oppfatning av den informasjonen informantene har kommet med. Risikokapitalister er åpenbart mest opptatt av store avkastninger og å tjene penger for sine investorer. Derfor er de alltid på jakt etter banebrytende ideer som løser et reelt problem, og skalerbare virksomheter. Denne orienteringen mot nye løsninger er i tråd den norske definisjonen av smartby når det gjelder satsing på teknologi, «Begynn lokalt, men tenk globalt», bruk av åpne data og de andre satsningsområder som smartbykonseptet tar utgangspunkt i. Slike løsninger vil, ifølge Deloittes likning for smartbykonseptet, kunne føre til økonomisk vekst, høyere livskvalitet og klok forvaltning av naturressurser.

Under intervjuet med CVC 4 sa informanten «Ofte søker vi en skalerbar forretningsmodell, typisk software. Konsulenttjenester skalerer dårlig. Man må ha dobbelt så mange konsulenter for å selge mer tjenester».

Å være opptatt av å maksimere fortjenester er noe åpenbart for nesten alle investorer, til og med enkelte statlige foretak. Gjennom sine investeringer satser risikokapitalister på virksomheter som løser problemer for enkeltindivider eller utfordringer for samfunnet, og som samtidig er skalerbare. På ulike måter setter risikokapitalistene menneskers behov i sentrum, hvor tanken er å løse deres problemer. Risikokapitalistene gjør det mulig for gründere og start-up`'s å utvikle ny teknologi som kan tas i bruk for å dekke disse behovene. Nye og banebrytende teknologiske løsninger vil kunne fremme bærekraftig økonomisk vekst og høyne menneskers livskvalitet, jamfør den norske og EU-kommisjons definisjonen av smart by som vektlegger at innbyggerne settes i sentrum.

Risikokapitalister bidrar på ulike måter, bevisst eller ubevisst om deres rolle, til utvikling av smartere byer og bærekraftig økonomi. Risikokapitalistenes investeringer oppmuntrer og utvikler entreprenørskap og start-up`'s. Disse bidrar til å utvikle øko-systemet som i neste omgang hjelper aktører, som direkte eller indirekte, bidrar til utvikling av smarte byer. Bocken (2015) hevder at risikokapital kan ses på som en driver for utviklingen av bærekraftige virksomheter som bidrar positivt miljø- og samfunnsmessig, mens de generer overskudd.

6.2. Validering og videre forskning

Validiteten av den empiriske delen oppgaven er truet av risikoen for at de intervjuede VC-ene ikke husker godt nok hva som er de viktigste investeringskriteriene. Videre er reliabilitet først og fremst truet av forskerens handlinger. Det er en risiko for at jeg ikke har tolket svarene til intervjuobjektene nøyaktig. Eksempelvis kan viktigheten av noen svar ha blitt tonet ned, mens de burde ha blitt fremhevet/viet større oppmerksomhet.

En faktor som kan ha betydning for validiteten, er størrelsen på antall VC-er som har blitt intervjuet. Jeg har intervjuet kun syv VC-er. Det kan derfor diskuteres om funnene i et såpass lite utvalg kan sies å være representative for hele den norske VC-bransjen. VC-bransjen er forholdsvis heterogen. Ulike VC-er er opptatt av å investere i selskaper i forskjellige utviklingsfaser. Utvalget i denne oppgaven besto kun av en VC som investerer i både tidlig og sen-fase, mens de resterende seks VC-ene utelukkende investerer i tidlig

fase-selskaper. Det er derfor knyttet usikkerhet til generaliserbarheten av konklusjonene av forskjellene mellom disse to grupper av VC-er.

For videre forskning vil det være interessant å studere hvilke andre aktører som kan tenkes å bidra til å fremme smartere byer og samfunn, eksempelvis universitets- og høyskolemiljøer og kommuner. På hvilke måter bidrar disse aktørene til utvikling av smarte byer? Det vil også være av interesse å kartlegge eventuelle andre finansieringskilder for utvikling av smarte byer.

Samarbeidet og aktivitetene mellom VC-er og start-up's etter avtaleinngåelse er også et tema som bør ses nærmere på i videre forskning. Dette for å belyse den rollen disse to aktørene spiller for å fremme smartbykonseptet eller skape den inklusive smartbyen.

Etter min oppfatning varierer investeringskriteriene som brukes av risikokapitalister fra en VC til en annen. I fremtidig forskning kan det derfor være interessant å gruppere risikokapitalbransjen i flere underkategorier. Ved å studere et stort utvalg VC-er, hvor de ulike VC-ene investerer i ulike sektorer, som for eksempel teknologi, finans, helse eller energi, kan man få mer pålitelige resultater om hvilke investeringskriterier som blir brukt i hver av underkategoriene.

7. Referanser

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. Hentet (16.02.2021) fra <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390269700061X>

Arundale, K. (2007). *Raising Venture Capital Finance in Europe: A practical guide for business owners, entrepreneurs and investors*. Kogan Page Publishers.

Hentet fra <https://1lib.sk/book/854451/36b6a0>

Asociacion EuropeYou, “what is Information and Communication Technology?” Hentet 23,01.2021 fra <http://europeyou.eu/es/what-is-information-and-communication-technology/>

Baird, R. (2017). *The Innovation Blind Spot: Why We Back the Wrong Ideas—and What to Do About It*. Benbella Books. Hentet fra <https://www.pdfdrive.com/the-innovation-blind-spot-why-we-back-the-wrong-ideasand-what-to-do-about-it-e157080365.html>

Bibri, S. E. (2018). *Smart sustainable cities of the future*. Springer Nature. Hentet fra <https://www.pdfdrive.com/smart-sustainable-cities-of-the-future-the-untapped-potential-of-big-data-analytics-and-contextaware-computing-for-advancing-sustainability-e187655350.html>

Bocken, N. M. P. (2015). Sustainable venture capital - Catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647-658. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.05.079>

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. <https://doi.org/10.1177/0266242697161003>

British Venture Capital Association, Hentet 10.02.2021 fra <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital>

Chen, J., (2020). Venture Capital. Hentet (2021, februar 22) fra <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp>

Cooper, C., Davis, N., & Whittington, T. (2018). Smart City Startups: Market Landscape. Hentet 22.01.2021 fra <https://su.org/wp-content/uploads/2018/02/Singularity-University-SU-EB-NCT-Smart-City-Startups-Market-Landscape-EN.pdf>

Deloitte (2019). The rise of the socially responsible business, Deloitte Global's societal impact survey. Hentet 02.02.2021 <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/articles/societal-impact-survey-deloitte-global.html>

Design og arkitektur Norge, Roadmap for smart and sustainable cities and communities in Norway. Hentet 28.01.2021 fra https://doga.no/globalassets/pdf/smartby-veikart-19x23cm-eng-v1_delt.pdf

Estevez, E., Lopes, N., & Janowski, T. (2016). Smart sustainable cities: Reconnaissance study. Hentet fra: http://collections.unu.edu/eserv/UNU:5825/Smart_Sustainable_Cities_v2final.pdf

Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J. (2008). Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 459-483. Hentet fra <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2008.00236.x>

Fried, V. H. & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial management*, vol. 23, no. 3, pp. 28-37. Hentet fra https://www.jstor.org/stable/3665619?seq=1#metadata_info_tab_contents

Fundz, "Series A, B, C Funding: Averages, Investors, Valuations." Hentet 14.02.2021 fra <https://www.fundz.net/what-is-series-a-funding-series-b-funding-and-more#b>

Ghauri, P., Grønhaug, K., Strange, R. (2020). "Research Methods in Business Studies" (5th ed). Cambridge University Press. Hentet fra <https://1lib.sk/book/5934116/cf9424>

Gilligan, J., & Wright, M. (2020) Private Equity Demystified: An Explanatory Guide (4 ed). New York, Oxford University Press. Hentet fra https://books.google.no/books?hl=en&lr=&id=_kFEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&ots=LLpYdRhuMI&sig=dZl1LG6qonp2kjEFjvtEYTxMv5s&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

Gompers P. A., Gornall W., Kaplan S. N., Strebulaev I. A. (2016). How do venture capitalists make decisions? Journal of Financial Economics, Volume 135, Issue 1, Pages 169-190. Hentet (22.02.2021) fra <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X19301680>

Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). The Venture Capital Cycle. London, MIT press
Hentet fra <https://epdf.pub/the-venture-capital-cycle.html>

Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). "The Venture Capital Revolution." Journal of Economic Perspectives, 15 (2): 145-168. Hentet fra <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.15.2.145>

(Jonas, 4E, 2018, s. 102-161)

Jones, C. I. (2018). Macroeconomics 4th ed. New York: W. W. Norton Company.

Julius Smits (2018). How do venture capitalists use investment criteria in the decision-making process of funding a startup? University of Twente, Enschede, Netherlands. Hentet fra https://essay.utwente.nl/75382/1/Smit_BA_BMS.pdf

Kamal-Chaou, L. (2020). Smart Cities and Inclusive Growth. OECC. Hentet 23.01.2021 fra: https://www.oecd.org/cfe/cities/OECD_Policy_Paper_Smart_Cities_and_Inclusive_Growth.pdf

Kaplan S. N., SENSOY B. A., STRÖMBERG P., (2009). "Should Investors Bet on the Jockey or the Horse?" Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *Journal of Finance*, 2009, vol. 64, issue 1, 75-115. Hentet fra <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2008.01429.x>

Kaplan S. N., STRÖMBERG P., (2000). How do venture capitalists choose investments. Working Paper, University of Chicago, 121, 55-93. Hentet fra https://scholar.google.no/scholar?hl=en&as_sdt=0%2C5&as_vis=1&q=Kaplan+%26+Str%C3%B6mberg+%282000%29&btnG=

Kaplan S. N., STRÖMBERG P., (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.. Hentet fra <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x>

Kaplan, S. N., & Lerner, J. (2017). 10. Venture Capital Data. In *Measuring Entrepreneurial Businesses* (pp. 413-462). University of Chicago Press. Hentet fra <http://www.nber.org/chapters/c13495>

Kollmann, T. & Kuckertz, A. (2010). "Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*", vol. 63, no. 7, pp. 741-747. Hentet fra <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296309001672>

Kummitha, R. K. R., (2019). Smart cities and entrepreneurship: An agenda for future research, *Technological Forecasting and Social Change*, Volume 149. Hentet 02.02.2021 fra <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0040162518311624>

Lu, H., Tan, Y., & Huang, H. (2013). Why do venture capital firms exist: An institution-based rent-seeking perspective and Chinese evidence. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(3), 921-936. Hentet fra https://scholar.google.no/scholar?hl=en&as_sdt=0%2C5&as_vis=1&q=Why+do+venture+capital+firms+exist%3A+An+institution-based+rent-seeking+perspective+and+Chinese+evidence&btnG=

Masters, B., & Thiel, P. (2014). *Zero to one: notes on start ups, or how to build the future*. Random House. Hentet fra <https://www.pdfdrive.com/zero-to-one-notes-on-startups-or-how-to-build-the-future-e162071379.html>

Metrick, A., & Yasuda, A., (2011) VENTURE CAPITAL & THE FINANCE OF INNOVATION (2. Ed). Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons. Hentet fra <https://www.pdfdrive.com/venture-capital-and-the-finance-of-innovation-e20026781.html>

National Venture Capital Association, year book (2020) Hentet fra <https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf>

National Venture Capital Association, pitchbook-NVCA-Venture-Monitor (2020) Hentet (15.02.2021) fra https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/01/Q4_2020_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf

Norske venture kapital forening, Aktivitetsrapport, (2019). Oslo, Menon Economics. Hentet (18.02.2021) fra <https://www.nvca.no/aktivitetsanalyser/>

Nunes, J., Félix, E. & Pires, C. (2014). "Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments?" Journal of Small Business and Enterprise Development, vol. 21, no. 3, pp. 505-527. Hentet fra [https://scholar.google.no/scholar?q=Nunes,+J.,+F%C3%A9lix,+E.+%26+Pires,+C.+\(2014\)&hl=en&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar](https://scholar.google.no/scholar?q=Nunes,+J.,+F%C3%A9lix,+E.+%26+Pires,+C.+(2014)&hl=en&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar)

Nyvik H. P., & Roald, M. S., (2009). "Norske Venturekapitalisters Udvalgsriterier" Handelshøgskolen i Bodø.

Peris-Ortiz, M., Bennett, D. R., & Yábar, D. P. B. (2017). Sustainable Smart Cities. Innovation, Technology, and Knowledge Management. Cham: Springer International Publishing Switzerland. Hentet fra <http://ndl.ethernet.edu.et/bitstream/123456789/40276/1/24.pdf>

Petty, J. S., & Gruber, M. (2011). "In pursuit of the real deal": A longitudinal study of VC decision making. Journal of Business Venturing, 26(2), 172-188. Hentet fra https://scholar.google.no/scholar?q=Petty+%26+Gruber+2011&hl=en&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar

Saunders M., Lewis P. & Thornhill A. (2019). "Research Methods for Business Students". (8th ed). PEARSON EDUCATION. Hentet fra <https://1lib.sk/book/5631668/edc804>

Talking of money.com, «Serier A, B, C Finansiering: Hva det betyr og hvordan det fungerer - 2021 - Talkin go money.» (14.02.2021). Hentet fra <https://no.talkingofmoney.com/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works>

The little collection, «Serie A, B, C-finansiering: Hvordan det fungerer.» (14.02.2021) Hentet fra <https://no.thelittlecollection.com/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works-13060>

Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.

United Nation DESA. (2018, 16. mai). 68% of the world population projected to live in urban areas by 2050, says UN Hentet 25.02.2021 fra <https://www.un.org/development/desa/en/news/population/2018-revision-of-world-urbanization-prospects.html>

United Nation DESA. World Population Prospects 2019 – Highlights. Hentet 25.02.2021 fra https://population.un.org/wpp/Publications/Files/WPP2019_Highlights.pdf

Vedlegg 1: intervju spørsmål

Bakgrunnsinformasjon

1. Kan jeg referere til ditt navn i oppgaven?
2. Kan jeg referere til ditt firma i oppgaven?
3. Din utdanningsbakgrunn og yrkestittel?
4. Hvordan vil du definere venture Capital /risikokapital?
5. Hvor lenge har du arbeidet i denne bransjen?
6. Retter ditt firma sine investeringer mot en bestemt bransje, en spesiell gruppe i befolkningen eller mot et geografisk område?
7. Investerings levetid?
8. Avkastningskrav?
9. Kan du kort beskrive utviklingsfasene i de start-up's-firmaene som dere investerer i?
10. Hva er størrelsen på kapital under ledelseskontroll i ditt firma? (total kapital tilgjengelig)
11. Hva er selskapets gjennomsnittlige størrelse på de investeringene dere gjør?
12. Hvor henter ditt firma pengene fra?
13. Hva er ditt firmas kjernekompetanse og hva er deres visjon?

Hovedspørsmål

1. *1 - Hvordan vil du beskrive investeringsprosessen (fase for fase) i ditt firma – prosessen der finansieringsbeslutninger blir tatt.*
2. *2- Hvilke kriterier benytter ditt firma når dere vurderer en forespørsel om oppstarts finansiering?*

Kriterier

14. Hva er de viktigste investeringskriteriene ditt firma bruker?
15. Hvilke kvaliteter eller egenskaper bør entreprenørene og start-up`s lederteam ha?
16. Hvilke egenskaper bør kjennetegne produktet eller tjenesten?
17. Hvilke egenskaper bør kjennetegne det markedet som VC-satsingen retter seg mot?
18. Hvilke finansielle kriterier bruker ditt firma for å evaluere nye venture-forslag?
19. Kan du rangere kriteriene? (de viktigste først)
20. Hvilken rolle spiller intuisjon (magefølelse) i dine investeringsbeslutninger?
21. andre kriterier dere ta hensyn til ved deres vurderinger?
22. Har du noen kommentarer eller spørsmål?

General spørsmål

- Forretningsplan /forretningsmodell
- Har ideen betydning? (problemet som ideen forsøker å finne en løsning på)
- Hva forlanger ditt firma av start-up`s for at det skal få finansiering av dere?
- Hvilken rolle spiller risiko i deres evaluering av start-up?
- Alder
- Oppfølgende investeringer
- Exit plan.

Vedlegg 2: oversikt over samtlige investeringskriterier brukt av VC-ene i mitt empirisk studie

Tabell 9. Oversikt over samtlige investeringskriterier brukt av VC-ene i mitt empiriske studie

Kriterier	VC 1	VC 2	CVC 3	VC 4	VC 5	VC 6	VC 7
Team							
<i>Bransje erfaring</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Utdanningsfelt</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Erfaring som leder</i>		x	x				x
<i>Nettverk</i>		x	x	x			x
<i>Utdanningsnivå</i>				x	x	x	
<i>kommunikasjon</i>				x			
<i>Tidligere Job</i>	x				x	x	
<i>Track record</i>	x		x		x	x	
<i>Diverse evner</i>	x	x	x	x		x	x
<i>Teams samarbeid</i>	x	x		x		x	
<i>Kjemi</i>	x		x				
<i>Dedikasjon</i>	x		x	x	x		x
<i>lidenskap</i>					x		x
<i>Tillit</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Rekrutteringsevner</i>	x					x	x
<i>Komplementering</i>		x		x			x
Produkt							
<i>Unik/innovativ</i>	x	x		x	x		x
<i>Konkurransen</i>	x	x		x		x	
<i>Akseptert av-marked/kunder</i>	x	x		x			
<i>Utviklingsfase</i>	x					x	
<i>Mulighet for å vokse internasjonalt</i>	x		x	x	x	x	
<i>Kunde service</i>	x						
<i>Verdiforslag</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Beskytt bar enkelt overgang</i>	x			x	x	x	
<i>Løse et problem</i>	x	x	x	x	x	x	x
Marked							
<i>Markedsvekst</i>	x	x	x	x	x	x	
<i>Markedsstørrelse</i>	x		x	x		x	x
<i>Konkurransen</i>	x			x		x	
<i>Marked entry</i>							
<i>Marked barrier</i>	x						
<i>Marked fit</i>			x				
<i>Nytt eller eksisterende marked</i>	x						x
<i>Markeds potensiale</i>	x				x		
<i>Timing</i>	x		x				

Kriterier	VC 1	VC 2	CVC 3	VC 4	VC 5	VC 6	VC 7
Finans							
<i>IRR</i>	x						
<i>M&A, IPO</i>	x			x			
<i>Investeringsstørrelse</i>		x	x	x	x		
<i>MRR</i>		x					
<i>eierandel i bedriften</i>				x			
<i>tilbakevendende inntekter</i>							x
<i>Kapitalt behov</i>	x			x	x	x	x
<i>Exit mulighet</i>		x		x			
Andre kriterier							
<i>Fond-begrensninger</i>			x	x		x	
<i>Passer med fondsporteføljen</i>				x		x	
<i>Påvirkning fra VC Avtale strukturen</i>			x	x			
<i>Forretningsmodell</i>	x		x	x	x	x	
<i>Investeringsfase</i>						x	
<i>Geografi</i>	x		x	x	x	x	
<i>VC rollen</i>	x		x	x			x
<i>Positiv innflytelse og miljø</i>		x			x		x
<i>Strategiske kommersielle fit</i>			x	x	x	x	
<i>Andre investorer</i>	x	x	x	x	x	x	x
<i>Fondets verdier</i>							x