

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høsten 2015

Entreprenørens dilemmaer

- Gode idéer uten finansiering

Mats Vormeland Langgård og Fredrik Døhl Mostad

Veileder: Professor Ingeborg Astrid Kleppe

Masterutredning i strategi og finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen er gjennomført som en avsluttende del av Siviløkonomutdannelsen ved Norges Handelshøyskole i Bergen. Oppgaven utgjør 30 studiepoeng og er skrevet innenfor hovedprofilene finansiell økonomi, og strategi og ledelse.

Studien er skrevet som en del av forskningsprogrammet FOCUS ved NHH. I forbindelse med utredningen har vi mottatt stipend, veiledning og tilgang til kontor gjennom forskningsprogrammet. Dette har blitt høyt verdsatt.

Utredningen bygger på det dagsaktuelle fenomenet equity crowdfunding. Forfatterne har begge en nær tilknytning til innovasjon og entreprenørskap gjennom arbeidsliv, studier og personlige interesser. Denne utredningen er et resultat av dette engasjementet. Arbeidet har vært arbeidsomt og krevende, men samtidig svært lærerikt og spennende. Vi har gjennom hele prosessen tilegnet oss ny kunnskap.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder professor Ingeborg Astrid Kleppe som har bidratt med svært nyttige innspill og tilbakemeldinger underveis i arbeidet. Vi har satt pris på samarbeidet med veileder og de andre studentene i crowdfunding-gruppen. Vi vil også takke førsteamanuensis Rotem Shneor ved Universitetet i Agder for faglige innspill han har gitt oss gjennom korrespondanser og foredrag.

En stor takk går også til familie og venner som har bidratt med motivasjon, konstruktive diskusjoner, tilbakemeldinger og korrekturlesing av oppgaven.

En siste takk går til alle informantene som tok seg tid til å stille til intervju i en ellers hektisk gründerhverdag.

Bergen, 18. desember 2015

Mats Vormeland Langgård

Fredrik Døhl Mostad

Sammendrag

Equity crowdfunding har raskt etablert seg som en stadig viktigere del av det internasjonale markedet for finansiering av oppstartsselskaper. I Norge er imidlertid fenomenet i svært liten grad utbredt. Det foreligger begrenset med forskning om etterspørselssiden av equity crowdfunding – hvilket innebærer entreprenørers vurderinger og holdninger til denne finansieringsstrategien. Dette gjør det vanskelig å si hva årsaken er til at enkelte entreprenører velger å benytte seg av equity crowdfunding, mens andre ikke gjør det. Studien tar utgangspunkt i kvalitative intervjuer med 10 norske entreprenører av oppstartsselskaper. Fra intervjudataene ønsker vi å undersøke entreprenørenes vurdering av equity crowdfunding, ved å ta utgangspunkt i to fremtredende dilemmaer: avveining mellom tilgang til kapital og kontroll over eget selskap, samt avveining mellom sterke relasjoner og svake relasjoner.

Både nyere forskning og intervjuene våre viser at det er stor etterspørsel etter finansiering i oppstartsselskapers vekstfase. Mangelen på risikokapital skaper en utfordring vi omtaler som the equity gap. Det er relativt enkelt å få tak i tidligfasekapital gjennom eksempelvis Innovasjon Norge, mens det er svært utfordrende å få tak i senfasekapital gjennom eksempelvis business angels. Dette antyder et behov for alternativ finansiering.

Gjennom intervjuene avdekker vi at entreprenører har ulike preferanser og oppfattelser av equity crowdfunding. Majoriteten er opptatt av å bevare en høy grad av kontroll, og de har ulike meninger om eksterne investorers sosiale merverdi. Funnene indikerer at entreprenørenes vurderinger påvirkes av deres kontaktnettverk. Entreprenører med et begrenset kontaktnettverk har dårlige forutsetninger for å gjøre en god vurdering av equity crowdfunding. I likhet med at det finnes et equity gap foreligger det også et kunnskapsgap om alternativer finansieringsstrategier.

De fleste entreprenørene verdsetter markedsføringsgevinster fra svake relasjoner, og tilgang på kunnskap og rådgivning fra sterke relasjoner. Entreprenørene søker etter en optimal sammensetning av relasjoner i kontaktnettverket sitt ut i fra egne preferanser. Denne studien impliserer at det er viktig å forstå entreprenørens dilemmaer. Majoriteten har investert enormt med tid og ressurser i selskapet og følgelig har de en sterk preferanse for å bestemme selskapets drift. Entreprenørene er innovatører, men tilbakeholdene når det gjelder valg av finansieringsstrategi. Funnene viser at de hovedsakelig ønsker å benytte equity crowdfunding som en komplementær finansieringsstrategi til å passere the equity gap.

Innholdsfortegnelse

INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INTRODUKSJON	7
1.1 AKUALISERING – EQUITY CROWDFUNDING	9
1.2 MOTIVASJON OG VALG AV STUDIE	11
1.3 PROBLEMSTILLING	12
1.4 AVGRENSNINGER AV STUDIEN.....	12
2. OVERSIKT OVER FENOMENET CROWDFUNDING.....	14
2.1 FRA CROWDSOURCING TIL CROWDFUNDING	14
2.2 CROWDFUNDING	15
2.3 EQUITY FUNDING.....	16
2.3.1 <i>Equity crowdfunding</i>	17
2.3.2 <i>Markedet for equity crowdfunding</i>	18
2.3.3 <i>Regelverk knyttet til equity crowdfunding</i>	20
2.3.4 <i>Equity crowdfunding i Norge</i>	22
2.4 AKTØRER I CROWDFUNDING.....	23
2.4.1 <i>Crowd</i>	23
2.4.2 <i>Entreprenør</i>	24
2.5 THE EQUITY GAP	24
2.5.1 <i>Ulike kilder til tidligfasekapital</i>	25
3. TEORI OG FORSKNING	26
3.1 FORSKNING	26
3.1.1 <i>Det finansielle systemet</i>	27
3.1.2 <i>Det sosiale systemet</i>	30
3.2 OPPSUMMERING AV FORSKNINGSSPØRSMÅL	34
4. METODE	35
4.1 VALG AV FORSKNINGSDSIGN.....	35
4.1.1 <i>Kvalitativ intervjustudie</i>	35
4.1.2 <i>Utvalg og sampling</i>	36

4.1.3	<i>Semistrukturerte intervjuer</i>	38
4.1.4	<i>Validitet og reliabilitet</i>	38
4.2	GJENNOMFØRING AV INTERVJUENE.....	40
4.2.1	<i>Bearbeiding av data</i>	41
4.3	FORBEREDELSE TIL ANALYSE.....	41
4.3.1	<i>Tematisk analyse</i>	42
5.	ANALYSE AV FUNN	45
5.1	STRUKTURERING AV FUNN	45
5.2	DILEMMA 1: TILGANG TIL KAPITAL VERSUS KONTROLL OVER EGET SELSKAP.....	46
5.2.1	<i>Analyse av dilemma</i>	46
5.2.2	<i>Funn i lys av teori og forskning</i>	50
5.2.3	<i>Delkonklusjon</i>	51
5.3	DILEMMA 2: AVVEINING MELLOM STERKE RELASJONER OG SVAKE RELASJONER	53
5.3.1	<i>Avveining av relasjoner før valg av finansieringsstrategi</i>	53
5.3.2	<i>Avveining av potensielle investorer</i>	56
5.3.3	<i>Funn i lys av teori og forskning</i>	59
5.3.4	<i>Delkonklusjon</i>	61
6.	AVSLUTNING	63
6.1	KONKLUSJON	63
6.1.1	<i>Dilemma 1: Tilgang til kapital versus kontroll over eget selskap</i>	63
6.1.2	<i>Dilemma 2: Avveining mellom sterke relasjoner og svake relasjoner</i>	64
6.1.3	<i>Implikasjoner av funnene</i>	65
6.2	ANBEFALINGER.....	66
6.3	BEGRENSNINGER VED STUDIEN	68
6.4	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING.....	68
	LITTERATURLISTE	70
	VEDLEGG	82

Figurliste

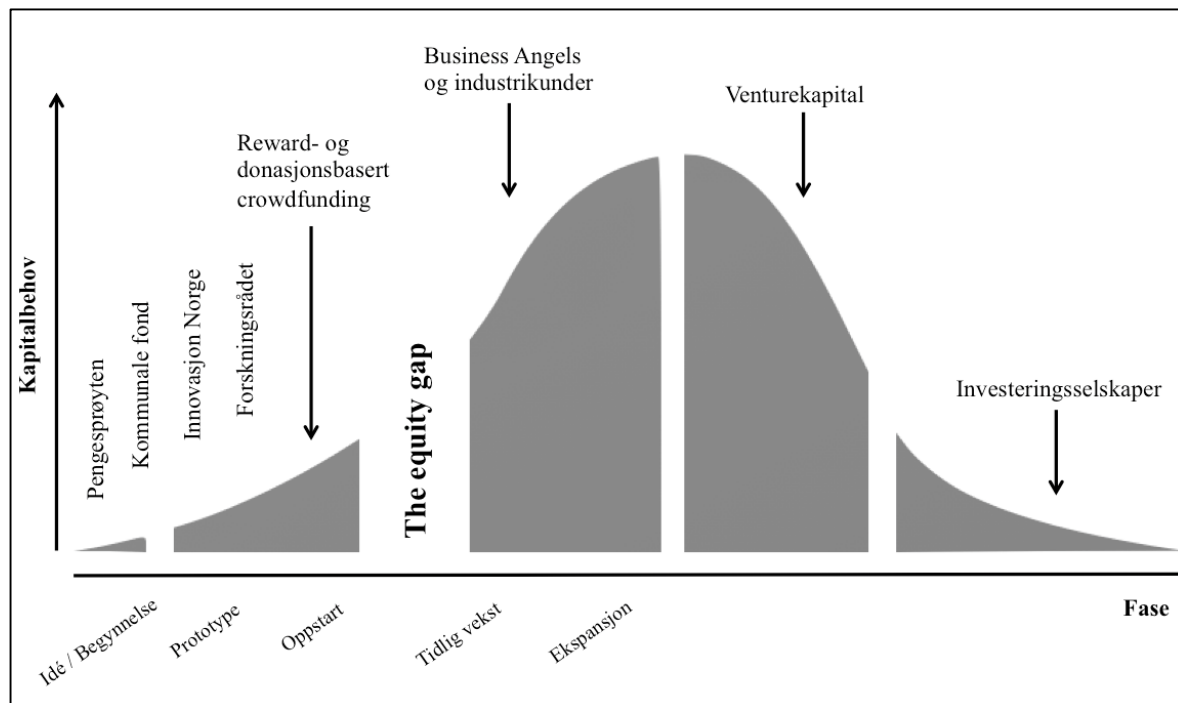
Figur 1 - The equity gap – kapitalbehov og finansieringsstrategier i ulike faser	7
Figur 2 - En entreprenør i vanskeligheter del 1 av 2	8
Figur 3 - Totalt volum investert i crowdfunding i europeiske land	19
Figur 4 - Predikert crowdfundingvolum i verden i 2015	20
Figur 5 - Entreprenørens avveininger i de to systemene i en makrokontekst	27
Figur 6 - Informantenes plassering i ulike faser	38
Figur 7 – Strukturering av data	44
Figur 8 - En entreprenør i vanskeligheter del 2 av 2	67

Tabelliste

Tabell 1 - Inndeling av informanter	37
Tabell 2 - Tid benyttet i de ulike intervjuene	41

1. Introduksjon

For å få en dypere forståelse av crowdfunding som finansieringsstrategi har vi studert relevant litteratur og forskning. Basert på litteraturgjennomgangen har vi erfart at det eksisterer mer forskning om tilbudssiden av crowdfunding - blant annet studier om bidragsyteres motivasjon for å delta i crowdfundingkampanjer. Imidlertid foreligger det begrenset med forskning som tar for seg etterspørselssiden, deriblant entreprenørers vurderinger av equity crowdfunding. Entreprenører kan i utgangspunktet klassifiseres som innovatører ettersom de investerer vesentlig med tid og ressurser i sitt oppstartsselskap. Dette innebærer ofte risiko og mye av arbeidet foregår uten ekstern hjelp. Entreprenørene er samtidig avhengig av å finansiere virksomheten sin. Dette er spesielt kritisk når selskapet skal vokse. Det er imidlertid mangel på investeringsvillig kapital i denne vekstfasen, og vi omtaler dette som "the equity gap". Figur 1 illustrerer ulike kilder til finansiering gjennom oppstartsselskapets ulike faser. Spesielt vises the equity gap som en tydelig utfordring, ettersom det ikke finnes noen konkrete finansieringskilder mellom fasene oppstart og tidlig vekst.



Figur 1 - The equity gap – kapitalbehov og finansieringsstrategier i ulike faser (Tilpasset fra: Rotem Schneor, foredrag 04. november 2015; Best et al., 2013)

I figur 2 presenterer vi et fiktivt case for å illustrere hvilken utfordrende og tilspisset situasjon mange entreprenører befinner seg i. Del 2 av caset vil presenteres avslutningsvis i studien. Informasjonen i caset er basert på opplysninger fra flere ulike entreprenører.

En entreprenør i vanskeligheter – del 1 av 2

Frank er en 28 år gammel mann som har utdanning fra Entreprenørskolen ved NTNU i Trondheim. Han uteksaminerte for tre år siden, og har siden den gang arbeidet intenst med oppstartsselskapet sitt, Hawk AS. Produktet han jobber med å utvikle er en flyvende drone med kamera som er tiltenkt friluftentusiaster som ønsker å filme seg selv når de kjører ned bratte fjellsider på ski eller sykkel. Dronen skal forfølge brukeren ved hjelp av en GPS som er festet rundt personens arm. Utviklingen av produktet og konseptet har imidlertid tatt lenger tid enn forventet og Frank er usikker på hvor lenge selskapet kan overleve på midlene de har fått i støtte fra Pengesprøyten og Innovasjon Norge.

Selskapet består av et team på fire personer, der Frank er administrerende direktør. Samtlige ansatte har levd på en sparsomt husholdningsbudsjett og ikke tatt ut lønn fra selskapet. Heldigvis har de klart å ferdigstille en prototype av produktet, men de er usikre på hvordan de skal klare å finansiere en kommersialisering og markedsføring av produktet. De har i årevis forsøkt å inngå avtaler med business angles, men det har vist seg å være svært utfordrende. Enten ønsker ikke investorene å ta risikoen som påløper ved å satse på selskapet, eller så forlanger de for mye makt. Frank er frustrert og desperat over denne vanskelige situasjonen. Han føler han har investert svært mye tid og mye oppsparte midler, og har alt å tape dersom selskapet ikke oppnår suksess.

En sen fredagskveld da Frank sitter på kontoret og jobber med dronen, tikker det inn en melding på mobilen fra en tidligere studiekamerat. Det viser seg at han har blitt invitert til et equity crowdfundingarrangement dagen etterpå. Frank bestemmer seg for å dra.

Under et forrykende arrangement med over 400 deltagere, får han observere fire ulike selskaper presentere sine ideer. Det går knapt noen få timer, før samtlige av selskapene oppnår over en million kroner i finansiering. Samtidig får han vite at selskapene skal lansere markedskampanjer på en nettportal, der hvem som helst kan tilby seg å investere. Frank blir svært interessert i denne finansieringsstrategien og bestemmer seg for å undersøke nærmere hva equity crowdfunding innebærer.

Spørsmålet er om dette kan hjelpe han og de hardtarbeidende kollegene til å oppnå tilstrekkelig finansiering for kommersialisering og markedsføring av dronen, og dermed gi selskapet mulighet til å vokse?

Figur 2 - En entreprenør i vanskeligheter del 1 av 2

Innledningskapittelet inneholder en aktualisering av equity crowdfunding, og bakgrunnen for at vi har valgt å forske på dette fenomenet. Videre vil vi gi en overordnet problemstilling med tilhørende forskningsspørsmål, før vi presiserer avgrensinger med studien. Deretter ønsker vi å presentere nødvendig bakgrunnsinformasjon, og relevant forskning og teori. Vi vil gå

igjennom metoden for intervjuprosessen, før vi analyserer og diskuterer funn og observasjoner. Avslutningsvis vil vi oppsummere med en samlet konklusjon og forslag til videre forskning. Begreper som blir mye brukt i utredningen er definert i vedlegg 1.

1.1 Aktualisering – Equity crowdfunding

Næringslivet, og samfunnet generelt, har opplevd en økt grad av digitalisering i løpet av de siste 20-25 årene. World Wide Web ble lansert av engelskmannen Tim Berners-Lee i 1991, og siden den gang har det utviklet seg til å bli et globalt informasjonsrom på Internett. Vi betegner gjerne tiden vi lever i som et informasjonssamfunn ettersom omfanget av informasjon aldri har vært større og mer tilgjengelig for alle samfunnslag og aldersgrupper. I næringslivet regnes tilgang på informasjon som en konkurransefordel, og dette har incentivert selskaper til å finne innovative måter å samhandle med kunder og investorer på. For nyetablerte virksomheter er det særlig kritisk å få på plass nødvendig startkapital, da majoriteten ikke overlever på grunn av dårlig likviditet (Gage, 2012).

Oppstartselskaper kan henvende seg til ulike aktører for å søke om investeringskapital og tilskudd, deriblant venturekapitalister, business angles, banker, bedrifter og offentlige aktører. Slike kapitalkilder har vært en tradisjonell målgruppe for oppstartselskaper i lang tid, og utvilsomt bidratt til vekst i næringen. På tross av dette, er det mye som tyder på at disse aktørene ikke bidrar med tilstrekkelig finansiering for nyetableringer (Grünfeld, Iversen & Grimsby, 2011). Best, Swart og Lambkin (2013) påpeker i Verdensbankens innovasjonsrapport at i etterdønningene av finanskrisen ble det utvilsomt vanskeligere å få tilgang til banklån og venturekapital. Dette bidro til en utvidelse av et allerede eksisterende finansieringsgap mellom entreprenører og finansieringskilder – og vanskelighetene knyttet til etablering av nye selskaper forverret seg.

I mangel av tilgjengelig finansiering medførte perioden etter Finanskrisen en vekst av alternative finansieringsstrategier, deriblant ulike former for crowdfunding - på norsk kjent som folkefinansiering. (Ahlers, Cumming, Günther, Schweier, 2015). De utfordrende tidene skapte et incentiv for oppstartselskaper til å oppsøke nye løsninger for å fylle finansieringsgapet. Crowdfunding er en løsning med potensial for å oppfylle dette behovet (Ahlers, 2015).

Crowdfunding har gått fra å være en nokså ubetydelig del av den globale finansieringen av oppstartselskaper, til å nå et totalt finansieringsvolum på 16,2 milliarder dollar i 2014 – og i 2015 predikerer man et volum på 34.4 milliarder dollar (Massolution, 2015). Denne utviklingen representerer en potensiell disruptiv endring i måten nye virksomheter vil bli finansiert på i fremtiden (Mollick, 2014).

Det finnes flere former for crowdfunding, men i denne studien har vi valgt å fokusere på fenomenet equity crowdfunding. Strategien bygger på demokratisering av investorrollen, ved at privatpersoner kan investere i oppstartselskaper gjennom internettplattformer og slik motta eierandeler. Internasjonalt har equity crowdfunding blitt en viktig del av crowdfundinglandskapet (Massolution, 2015) og enkelte mener dette er i ferd med å substituere såkorn- og venturekapitalinvesteringer i oppstartselskaper (Hemer, 2011). Således mener vi denne finansieringsmetoden representerer en ny og stor kilde til risikovillig kapital. Equity crowdfunding kan bidra til å stimulere innovasjonsveksten i samfunnet (Massolution, 2015).

Sett i perspektiv er Storbritannia det raskest voksende markedet i Europa for denne type finansiering, hvilket kan forklares med at de var blant de første landene til å vedta regler som sikret legalisering av equity crowdfunding. Plattformen Seedr ble godkjent av Financial Conduct Authority allerede i 2012 (Bruton, Khavul, Siegel & Wright, 2015). I tillegg har myndighetene gitt skattefordeler til investeringer utført gjennom crowdfundingplattformer (British Business Bank, 2014).

Norske myndigheter er imidlertid svært restriktive og konservative overfor alternative finansieringsstrategier – og da spesielt equity crowdfunding (Sandnes, 2015). Dette kan henge sammen med at vi i Norge ikke har en sterk kultur for å satse på virksomheter i startfasen, samtidig som at finansiering av innovasjonsprosjekter ikke er institusjonalisert fra myndighetene sin side. I mange tilfeller vil veletablerte selskaper motta statlig finansiering fremfor oppstartselskaper som befinner seg i startfasen. Dette antyder at for å satse på innovasjon, finnes det en paradoksal tendens til at det offentlige prioriterer selskaper først etter at de har oppnådd suksess. For å komme til dette stadiet er selskaper avhengig av finansiering på et tidligere tidspunkt (Rotem Schneor, Foredrag 04. november, 2015).

I motsetning til Storbritannia har equity crowdfundingplattformer vært vanskelig å benytte for entreprenører og investorer i Norge. Dette er blant annet på grunn av verdipapirhandellovens

konsesjonsregler som tilsier at drift av slike plattformer krever tillatelse fra Finanstilsynet. Imidlertid har EU vedtatt reguleringer som gir alle equity crowdfundingplattformer muligheten til å skaffe nødvendig lisens fra myndighetene i sine respektive land. Dette innebærer en større mulighet for å benytte equity crowdfunding innenfor visse rammebetingelser, noe som kan åpne for flere crowdfundingplattformer i Norge (Alois, 2015).

Den siste tidens utvikling og bestemmelser indikerer at alternative finansieringsstrategier, slik som equity crowdfunding, vil kunne få en større plass blant norske oppstartselskaper. Derfor mener vi det vil være viktig i tiden fremover å forstå entreprenørers vurderinger av slike strategier. Vi håper vår studie kan bidra med innledende forskning på fenomenet.

1.2 Motivasjon og valg av studie

Fra å være et lite og relativt ukjent område har equity crowdfunding på kort tid vokst til å bli en milliardindustri (Best et al., 2013). Det finnes studier som har undersøkt motivasjonen til investorer som har benyttet equity crowdfunding i enkelte land (Cholakova & Clarysse, 2015; Skoglund & Stiernblad, 2013). Det er imidlertid få studier som fokuserer på etterspørselssiden.

The Global Innovation Index 2015 rangerer Norge som nummer 20 av totalt 141 nasjoner når ulike parametre tilknyttet innovasjon betraktes (Dutta, Lanvin & Wunsch-Vincent, 2015). Vi er imidlertid på bunn i Europa når det kommer til å benytte de ulike formene for crowdfunding som finansieringsstrategier (Wardrop, Zhang, Raau & Gray, 2015). Det er utvilsomt sammensatte årsaker som kan forklare motsetningene mellom disse rangeringene. Selv om lovverket i Norge er lite pragmatisk, mener vi det fremdeles er bemerkelsesverdig at equity crowdfunding er lite utbredt. Eksempelvis viser britiske studier (Brown, Mawson, Rowe & Mason, 2015) at entreprenører i Storbritannia i økende grad benytter equity crowdfunding – og det er rimelig å spørre seg hvorfor kontrasten er såpass stor til norske oppstartsselskaper.

Samtidig vet vi hvor ressurskrevende det er å skaffe kapital og dette mener vi alene burde være incentiv nok for entreprenører til å vurdere alternative finansieringsstrategier:

“The process of raising money is draining, miserable, and distracting from the process of actually building something. Not just your business, but you, are constantly on trial. It has the same effect on the psyche as a lawsuit” - Michael O. Church (u.å)

Gjennom dybdeintervju med norske entreprenører ønsker vi å undersøke deres holdning til equity crowdfunding som finansieringsstrategi og hvilke vurderinger de gjør ved valg av strategier. Vi vil studere etterspørselssiden da det lite kjent hva som driver entreprenører til å benytte equity crowdfunding (Ahlers et al., 2015). Etter forfatterens viten er det ikke foretatt en lignende studie i Norge, og vi motiveres av at temaet er svært dagsaktuelt.

1.3 Problemstilling

Oppstartsselskaps finansiering er kritisk ved forskning innenfor all entreprenørskap (Cassar, 2004). Vi vil gjennom denne studien forsøke å frembringe momenter ved equity crowdfunding som kan bidra til å øke forståelsen av dette fenomenet. Ved å intervju norske entreprenører om finansiering og equity crowdfunding, mener vi at vi vil få en innsikt i hva som bidrar til at oppstartsselskaper vil velge denne strategien – eller eventuelt hva som forklarer at de ikke vil gjøre det. På grunnlag av dette har vi formulert følgende overordnede problemstilling:

Hvordan vurderer entreprenører i oppstartsselskaper equity crowdfunding som finansieringsstrategi?

For å besvare problemstillingen har vi tatt utgangspunkt i to forskningsspørsmål som er utledet fra litteraturen og intervjuprosessen. Begge forskningsspørsmålene omfatter to ulike dilemmaer som entreprenører står overfor i finansieringsprosessen. Bakgrunnen for disse forskningsspørsmålene forklares nærmere i teorikapittelet.

- **Hvilke avveininger foretar entreprenører når de vurderer finansiering versus kontroll i oppstartsselskaper?**
- **Hvilke avveininger foretar entreprenører når de vurderer sterke relasjoner versus svake relasjoner?**

1.4 Avgrensninger av studien

Vi vil presisere at det finnes flere former for crowdfunding som er av betydning for oppstartsselskaper, og flere av metodene er allerede velutviklet og mye brukt. Studien vil imidlertid avgrenses til equity crowdfunding.

Vi har bevisst valgt å intervju norske entreprenører som representerer etterspørselssiden av equity crowdfunding. Studien vil ikke inkludere meningene til investorer som representerer tilbudssiden. Vi vil understreke at studien heller ikke kan generaliseres til å inkludere meningene til andre entreprenører i Norge eller andre land. I den sammenheng er det angivelig å tro at kulturelle faktorer spiller inn. Det er ikke ønskelig å vurdere dette i denne studien.

Vi vil også påpeke at lovverket for crowdfunding er i en kontinuerlig endring, og langt ifra ferdig utformet i Norge og andre land. Det finnes store nasjonale forskjeller, som presumptivt har sin innvirkning på benyttelsen av alle former for crowdfunding. I denne studien vil vi presentere gjeldene norske regler, ettersom vi mener det er relevant for å danne seg en oversikt over mulighetene til crowdfunding i Norge. Imidlertid vil ikke dette vektlegges ettersom entreprenørene i stor grad står fritt til å benytte utenlandske nettportaler for sine kampanjer. Vi er interessert i deres vurdering av equity crowdfunding uavhengig lovverket.

2. Oversikt over fenomenet crowdfunding

I dette kapittelet vil leseren bli presentert for utviklingen av crowdfunding, involverte aktører og andre vesentlige forhold tilknyttet fenomenet. Dette danner grunnlag for å forstå entreprenørens utfordring med finansiering av oppstartselskapet.

2.1 Fra crowdsourcing til crowdfunding

Begrepet crowdsourcing ble først benyttet av journalisten Jeff Howe i artikkelen "The Rise of Crowdsourcing" som han skrev for bladet Wired i 2006 (Howe, 2006). Han definerte crowdsourcing som en prosess der man via en åpen henvendelse tiltrekker seg aktører som kan bidra med å gjennomføre et prosjekt. Crowdsourcing er nært beslektet med det akademiske begrepet åpen innovasjon, hvor man utnytter interne og eksterne kompetanseressurser for å tilegne seg kunnskap fra omgivelsene som man benytter til intern forbedring (Laukli, 2014). Dette regnes som svært nyttig for oppstartselskaper og mindre foretak (Enkel, Gassmann & Chesbrough, 2009).

Fenomenet crowdsourcing er kjent fra mye tidligere enn Howe sin introduksjon av begrepet. Allerede på slutten av 1800-tallet ble «Oxford English Dictionary» utarbeidet ved at omtrent 800 frivillige sendte inn og kategoriserte engelske ord og uttrykk som tilsammen utgjorde oppslagsverket. Den eneste forskjellen på crowdsourcing fra den gang og til slik vi kjenner det i dag, er bruken av internett. På samme måte som Oxford English Dictionary ble satt sammen, følger dagens nettbaserte leksikon Wikipedia samme strategi: hundretusener av frivillige har bidratt med artikler, rettelser og endringer for å utvikle verdens største nettbaserte leksikon (Lanxon, 2011).

Kleemann og Voß (2008) mener bruken av Internett har vært en klar forutsetning for hvordan crowdsourcing har utviklet seg og blitt benyttet i større skala. Internett var i den første perioden på 1990-tallet, kun en enveis kommunikasjonskanal der formålet var at brukerne skulle lete seg frem til data. Det var med andre ord ikke lagt opp til at man skulle dele egne tanker og idéer. Publisering av innhold på nettsidene var forbeholdt web-administratorer og domeneiere. Denne perioden omtales som Web 1.0.

I 2004 beskrev Tim O'Reilly utviklingen fra Web 1.0 til Web 2.0 (O'Reilly, 2009). Internett ble en mer åpen plattform, der brukerne kunne være aktive bidragsytere på nettet. Publikum

begynte å kommentere og debattere, samt utvikle egne nettbaserte programmer og applikasjoner. Dette medførte en lavere terskel for kommunikasjon og det ble lettere med aktiv deltagelse. Det var også i denne perioden de første crowdfundingplattformene så dagens lys. Utviklingen av portable enheter som smarttelefoner og nettbrett har bidratt til et ytterligere potensial for økt kommunikasjon og tilgjengelighet, og vi kalles nåværende periode for Web 3.0. Dette har endret måten selskaper henvender seg til markedet og følgelig vært en medvirkende årsak for utvikling og veksten av det vi i dag betegner som crowdfunding (Kleeman & Voß, 2008).

2.2 Crowdfunding

Mollick (2014) definerer crowdfunding som *"den innsatsen individer eller grupper nedlegger for å finansiere deres selskap gjennom å innhente relativt små bidrag fra et relativt stort antall individer ved bruk av internett"* (s. 1).

Det innebærer at entreprenører registrerer seg på en nettplattform for å promotere et produkt, en idé eller tjeneste til nettplattformens brukere, i den hensikt å få dem til å støtte prosjektet med penger. En nettplattform fungerer som et bindeledd i det finansielle markedet mellom etterspørselssiden, representert ved entreprenørene, og tilbudssiden, representert ved investorene – også kjent som "the crowd" (Brown et al., 2015). Til forskjell fra andre former for finansiering, er det ofte tilknyttet en sosial merverdi til crowdfundingkampanjer - eksempelvis markedsvalidering av produkt, kontaktnettverk eller medieoppmerksomhet (Mollick, 2014). For investorene vil intensjonen deres avhenge av prosjektets kontekst og hvilket utbytte finansieringen kan gi (Belleflamme, Lambert & Schwiendbacher, 2014).

Det finnes primært fem ulike metoder for crowdfunding som deles inn i to hovedgrupper; ikke-finansiell crowdfunding og finansiell crowdfunding (Mollick, 2014). Fellesnevneren for alle metodene er at entreprenøren lanserer en kampanje gjennom en plattform for å nå ut til potensielle investorer. Det som skiller metodene er hva investoren får i motytelse for sitt finansielle bidrag.

I gruppen ikke-finansiell crowdfunding finner vi metodene donasjonsbasert og rewardbasert crowdfunding. Noen prosjekter er av humanitær art, hvilket innebærer at investoren blir å regne som en filantropist: personen som bidrar med kapital vil ikke forvente noen gjenytelser, eierandeler eller rettigheter i prosjektet. Slik donasjonsbasert crowdfunding benyttes gjerne i

sammenheng med veldedighetsprosjekter. Tilfeller med rewardbasert crowdfunding innebærer at investoren vil motta en belønning som ofte avhenger av størrelsen på bidraget. I mange tilfeller er det snakk om et eksemplar av det nye produktet som blir produsert. Således er dette en form for forhåndssalg. Rewardbasert crowdfunding benyttes gjerne av entreprenører som ønsker å lansere et nytt produkt rettet mot konsumentmarkedet (Massolution, 2015).

I den andre hovedgruppen, finansiell crowdfunding, inngår metodene lånebasert, royaltybasert og equitybasert crowdfunding. Lånebasert crowdfunding innebærer at investorer vil låne ut kapital til selskaper som etter en avtalt periode tilbakebetaler det investerte beløpet – i de fleste tilfeller med et fastsatt rentebeløp. Den lånebaserte formen for crowdfunding benyttes ofte av selskaper med stabil inntjening. En relativt ny og lite utbredt metode for finansiell crowdfunding er royaltybasert crowdfunding. Metoden innebærer at investoren kjøper seg inn i andeler av selskapets fremtidige inntjening og profitt. I equitybasert crowdfunding mottar investorene eierandeler som kompensasjon for kapitalen de bidrar med til selskapet. Som regel er eierandelene aksjer i oppstartselskapet. Prisen på aksjene settes av entreprenørene basert på deres egne verdivurderinger (Massolution, 2015).

Alle crowdfundingkampanjer henvender seg til investorene gjennom internettbaserte plattformer. Hvert selskap utformer en presentasjon av idéen sin. Formålet er å markedsføre seg på en attraktiv måte overfor publikum. Investorene vil som regel oppdage kampanjene gjennom direkte søk på de respektive plattformene, eller indirekte gjennom andre kanaler på internett. Sosiale medier slik som Facebook og Twitter spiller stadig en større rolle i promoteringen ut mot investorer (Lu, Xie, Kong & Yu, 2014).

2.3 Equity funding

Selskaper kan benytte både intern og ekstern finansiering for å drifte og utvikle sin virksomhet. Betegnelsen ekstern finansiering består av både lånefinansiering og equityfinansiering, der equityfinansiering innebærer strategier hvor selskapet selger eierandeler i bytte mot kapital. Eksempler på equityfinansiering er blant annet salg av selskapets aksjer til såkornfond, industrikunder, business angels og venturekapitalister.

Selskaper som selger eierandeler til eksterne investorer benytter seg oftest av to ulike aksjetyper (Berk & DeMarzo, 2014). Det er vanlig at eierandelene som kjøpes består av aksjer

i det underliggende selskapet. Utgangspunktet i aksjeloven og allmennaksjeloven er at alle selskapets aksjer gir like rettigheter i selskapet. Selskapets vedtekter kan allikevel gi den ene aksjeklassen, preferanseaksjer, enkelte muligheter eller begrensninger sammenlignet med den andre aksjeklassen, ordinære aksjer (Bråthen, 2000). For oppstartsselskaper kan det for eksempel være fordelaktig at ikke alle eksterne investorer kan ha stemmerett i selskapet, og at entreprenørene selv innehar en særskilt innflytelse i beslutninger som blir tatt.

Investorer som har bidratt med equityfinansiering i private selskaper har hovedsakelig to mulige exit-strategier for å realisere potensiell gevinst fra selskapets verdistigning. Oppstartsselskaper som har hatt god utvikling og vekst kan i mange tilfeller bli kjøpt opp av større etablerte selskaper. Ved slike oppkjøp er det vanlig at alle investorenes aksjer blir kjøpt. Den andre måten å få kapital for eierposten man sitter med, forekommer dersom selskapet går fra å være privateid til å bli børsnotert (Berk & DeMarzo, 2014).

2.3.1 Equity crowdfunding

Brown et al. (2015) definerer equity crowdfunding som "*investeringer gjennomført av både spesialister og uerfarne investorer via en internettplattform i bytte mot aksjekapital, som er utstedt direkte til investorene eller avholdt av en nominert tredjepart*" (s. 8).

Selskapenes kampanjer er i prinsippet tilgjengelige for allmennheten – slik at både privatpersoner og profesjonelle aktører kan velge å tilby kjøp av eierandeler. Selskaper som får en overtegning, det vil si at etterspørselen etter eierandeler er større enn det selskapet tilbyr, kan selv velge ut hvilke investorer de ønsker å ha med, og på den måten sette sammen en investorportefølje tilpasset selskapets preferanser. De investorene som godtas får som regel equity i oppstartsselskapet eller i et holdingselskap som kontrolleres av oppstartsselskapet. Dette er de to vanligste motytelsene til investeringer gjennom equity crowdfundingkampanjer (Invesdor, 2015).

Oppstartbedriften må gjennom flere steg for å få lansert en kampanje. Først blir kampanjen vurdert av plattformen entreprenøren ønsker å benytte. Det er en høy terskel for å få godkjent kampanjen, og mange interesserte entreprenører avvises på grunn av for lav kvalitet eller manglende kvalifikasjoner. Selskapet bør presenteres på en interessant og lettfattelig måte, og inkludere momenter som bakgrunnsinformasjon, beskrivelse av teammedlemmer, finansieringsplan, samt bilder og video av produktet (Invesdor 2015).

Enkelte crowdfundingplattformer aksepterer i gjennomsnitt 60 prosent av selskapene som ønsker å benytte seg av deres tjenester (CMF, 2015). For kampanjene som blir akseptert blir det ofte sendt ut informasjon til investorer som allerede er registrert i databasen til crowdfundingplattformen, i tillegg til entreprenørens egne nettverk. Dette blir gjennomført før kampanjen registreres som aktiv på nettsiden. Grunnen til dette er at man ønsker at de første andelene av finansieringsbeløpet kommer inn så tidlig som mulig for å øke sannsynligheten for å nå finansieringsmålet (Invesdor, 2015). Den britiske crowdfundingplattformen Seedrs har statistikk som viser at kampanjer som har klart å oppnå 30 prosent finansiering tidlig i kampanjens levetid har hatt 90 prosent sannsynlighet for å nå finansieringsmålet de har satt (Seedrs, 2015). Selskapene blir også tilbudt tjenester fra nettplattformen som utforming og design av kampanjen, rettslig rådgivning, selskapsutvikling, og generell veiledning for å lykkes med oppstart (Invesdor, 2015).

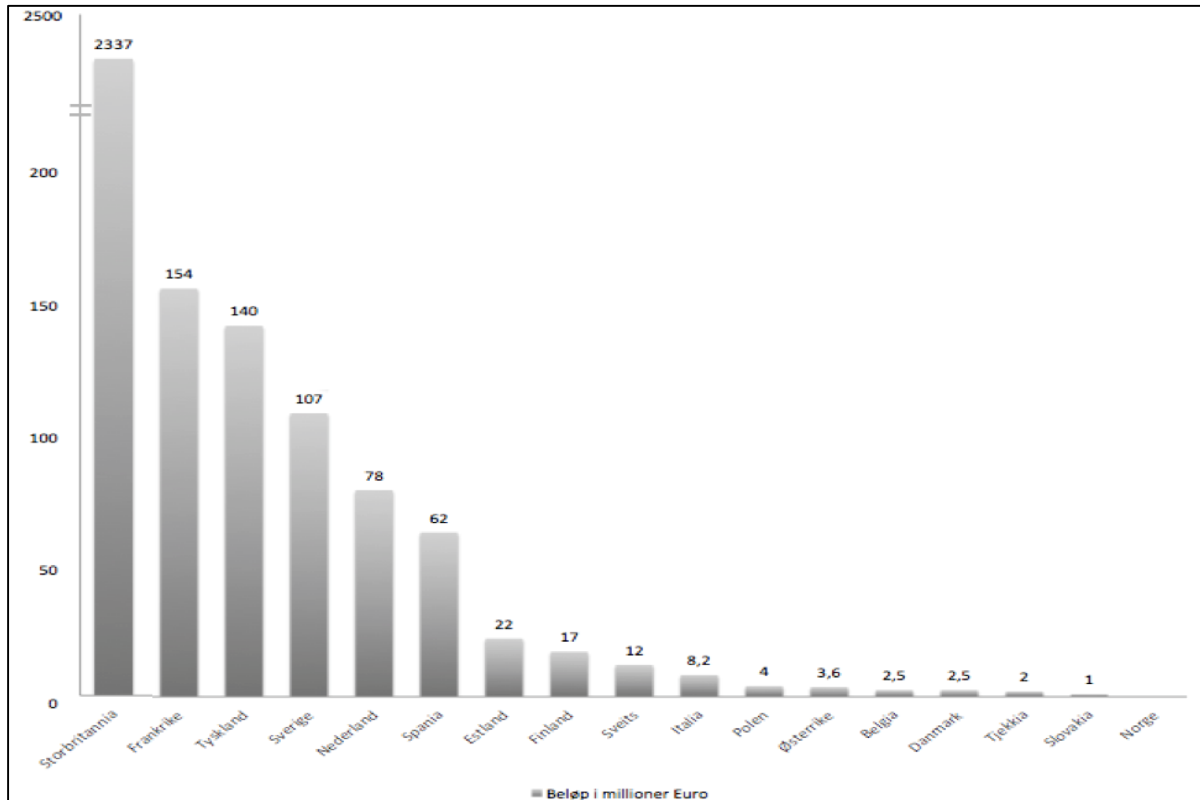
Kampanjen gjøres deretter tilgjengelig for allmennheten og holdes vanligvis åpen for investering i en tidsperiode på mellom 30 og 90 dager. Equity crowdfunding er bygget på tankegangen “all or nothing”, hvilket innebærer at kampanjen må klare å møte det finansieringsmålet som er satt innen den gitte tidsperioden utløper. Dersom man ikke oppfyller dette kriteriet vil ikke finansieringen realiseres – og investorene som allerede har investert vil få tilbakebetalt sine investeringer. Av de selskapene som har en aktiv equity crowdfundingkampanje klarer rundt en fjerdedel å nå det ønskede finansieringsmålet, som i snitt utgjør 175 000 dollar og 340 000 dollar i henholdsvis USA og Asia (Massolution, 2015).

2.3.2 Markedet for equity crowdfunding

Det globale markedet for equity crowdfunding har vokst mye de siste årene. På verdensbasis finnes det 1250 aktive crowdfundingplattformer, hvorav 236 av disse tilbyr equity crowdfunding. Kampanjene som ble lansert på disse crowdfundingplattformene mottok i 2014 investeringer på til sammen 16,2 milliarder dollar. Dette var en økning på 167 prosent fra året før. Lånebasert crowdfunding er den desidert største metoden med hele 11,08 milliarder dollar i omsetning. Denne metoden har en langt høyere omsetning enn de øvrige. Reward- og equity crowdfunding utgjør 1,33 og 1,11 milliarder dollar, henholdsvis 8,2 og 6,9 prosent av det totale markedet (Massolution, 2015).

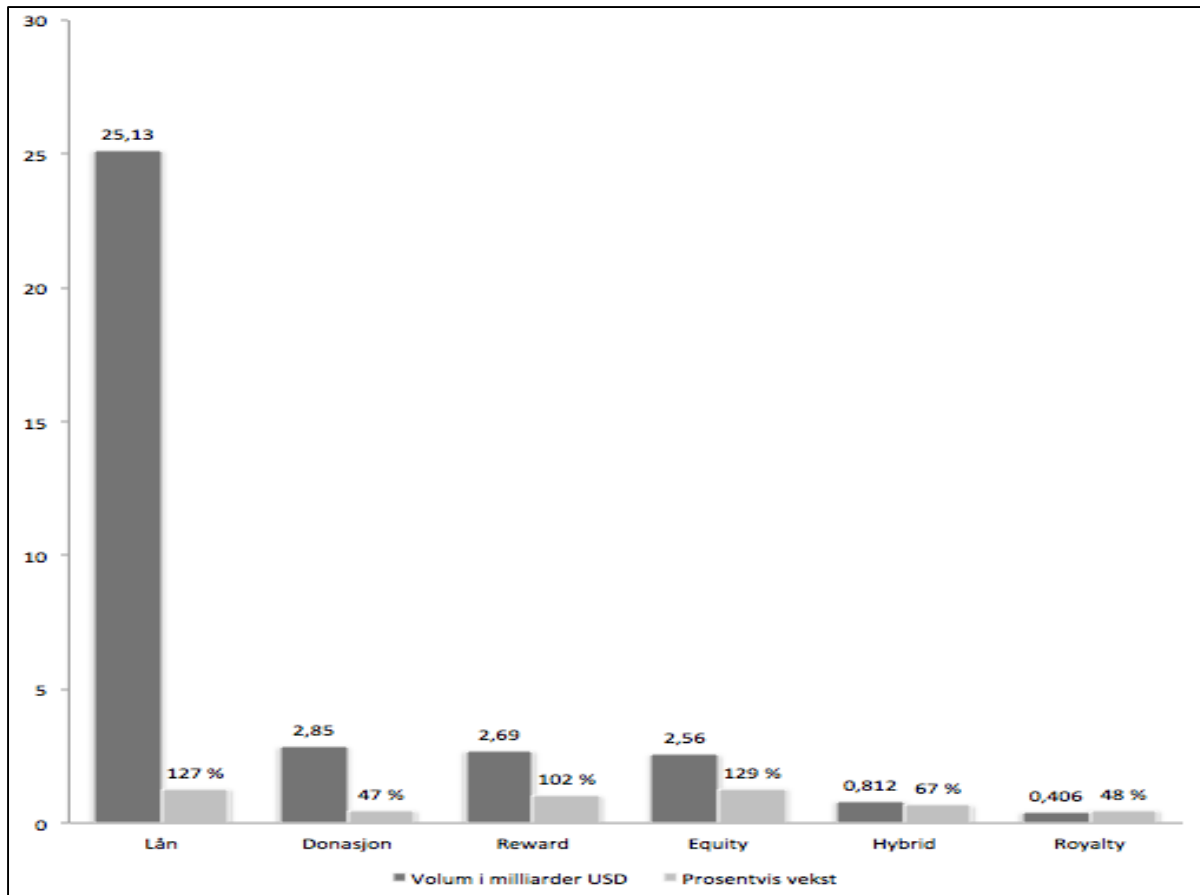
Det største markedet for equity crowdfunding i 2014 var i Nord-Amerika der 787,5 millioner dollar ble investert i oppstartsselskaper gjennom crowdfundingplattformer. Europa er med sine

177,5 millioner investerte dollar det nest største markedet. Norske selskaper innhentet kun 0,3 promille av det totale investerte beløpet i Europa (Wardrop et al., 2015). Figur 3 viser oversikt over totalt volum kapital investert i ulike europeiske land. Norge ligger lengst til høyre.



Figur 3 - Totalt volum investert i crowdfunding i europeiske land (Kilde: Wardrop et al., 2015, s. 16)

I 2015 er det spådd at det totale crowdfundingmarkedet vil vokse til 34,4 milliarder dollar, og at equity crowdfunding vil vokse med 129 prosent til 2,56 milliarder dollar. Figur 4 viser predikert crowdfundingvolum i verden i 2015 og prosentvis vekst sammenlignet med fjoråret (Massolution, 2015).



Figur 4 - Predikert crowdfundingvolum i verden i 2015 (Kilde: Massolution 2015 s. 23)

2.3.3 Regelverk knyttet til equity crowdfunding

Equity crowdfunding innebærer investeringer fra et åpent marked i kommersielle virksomheter - slik skapes det en arena for kjøp og salg av unoterte aksjer. Utstedelse av verdipapirer fra private aktører vil i de fleste tilfeller innebære finansielle reguleringer. Kapitalinnsamling fra allmennheten er som regel ulovlig, med mindre reguleringsmyndigheten i det respektive landet kan godkjenne verdipapirtransaksjonen. Blant reguleringsmyndighetene eksisterer det en ulik definering over hva som regnes som et verdipapir, hvilket medfører ulik praksis fra land til land (Vestheim, 2015).

Flere equity crowdfundingplattformer mener de kun legger forholdene til rette for at investorer og selskaper kan møtes, og at det ikke kan regnes som at de aktivt tilrettelegger for emisjon av aksjer. De ulike fortolkningene har medført uklarheter, og enkelte plattformer har sågar måttet legge ned virksomheten etter vanskeligheter med myndighetene (Rao, 2012).

Problematikken har medført at myndighetene i flere land har gjennomført, og er i gang med å gjennomføre utforming av detaljerte regelverk for å legge til rette for bruk av equity crowdfunding som finansieringsstrategi (Hermansen, 2014). Foregangslandene har vært Storbritannia og USA der nettsidene Seedr og EquityNet var blant de første operasjonelle equity crowdfundingplattformene.

Obama-regjeringen og kongressen i USA vedtok i 2012 lover som skulle forenkle selskapers tilgang på kapital samtidig som at investorers behov skulle ivaretas. Disse reguleringene omhandlet equity crowdfunding og trådte i kraft i september 2013. Reguleringene muliggjorde det for entreprenører å markedsføre sine kampanjer gjennom equity crowdfundingplattformer. Imidlertid var det kun akkrediterte investorer som fikk tilby kapital, hvilket ekskluderte majoriteten av befolkningen (SEC, 2015a).

30. oktober 2015 ble det omsider vedtatt at også ikke-akkrediterte investorer lovlig kan gjennomføre investeringer via equity crowdfunding-plattformer, hvilket i teorien åpner for at hvem som helst med internettilgang kan investere i oppstartselskaper (SEC, 2015b).

I Norge er det ennå ikke vedtatt egne regelverk rettet mot crowdfunding. Det finnes imidlertid lover som gjør seg gjeldende ved bruk av en slik finansieringsstrategi, hovedsakelig gjennom konsesjon- og prospektregler (Hermansen, 2014). I følge Verdipapirhandelloven er det ikke uten videre tillatt å utstede aksjer og tilby dem gjennom internett. Det er å regne som en investeringstjeneste og krever at tilretteleggeren har konsesjon som et verdipapirforetak. De fleste crowdfundingplattformer som opererer i dag ligger i skjæringspunktet mellom å være en slik tilrettelegger og å bedrive markedsføring (Vestheim, 2015)

Kravene som stilles til et verdipapirforetak er svært kapital- og kompetansekrevende, og derfor ikke særlig gunstig for plattformene, entreprenørene eller investorene. Den eneste måten entreprenører kan unngå disse kravene er ved å henvende seg til markedet på egenhånd utenom crowdfundingplattformene. Ved bruk av en slik strategi vil samtidig hensikten med equity crowdfunding forsvinne da markedsføringselementet og hjelp til gjennomføring av aksjetildeling bortfaller (Vestheim, 2015).

Det finnes også prospektpliktregler som må betraktes for å vurdere equity crowdfunding i Norge. Dersom det tilbys tegning av verdipapirer til 150 personer eller flere i det norske markedet, og beløpet er på minst 1 million Euro i løpet av en 12 måneders periode, påløper det en prospektplikt for utstederne (entreprenørene), jf. Verdipapirhandelloven §7-2.

Prospektplikten vil også kunne være en ressurs- og tidkrevende prosess for et oppstartsselskap (Vestheim, 2015).

En annen problemstilling i det norske markedet er hvilken selskapsform som bør benyttes ved utstedelse av equity. I organiserte aksjeselskap vil det kun være aksjeeierne og bestemte navngitte personer som kan tegne nye aksjer, jf. Aksjeloven §10-1 første ledd tredje punktum. For et allmennaksjeselskap vil det være uproblematisk å henvende seg til allmennheten, men her kreves det aksjekapital på 1 million kroner for å stifte selskapet, samt registrering av aksjer i verdipapirregisteret. Denne selskapsformen er derfor uegnet for de fleste oppstartsselskaper. Samvirkeforetak er en tredje selskapsform der man slipper konsesjon, og det er ingen prospektplikt. Baksiden er imidlertid at investorene ikke vil få utbetalt utbytte i selskapet basert på innskutt kapital, noe som gjør det til en lite egnet strategi for oppstartsselskaper (Vestheim, 2015).

I Europa er det gjennomført flere tiltak for å undersøke mulighetene og risikoene forbundet med equity crowdfunding. Det har blant annet blitt utformet et europeisk direktiv for finansielle markeder, MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), med det formål å tilrettelegge for crowdfunding i Europa. Direktivet muliggjør at lover tilpasses slik at finansiell crowdfunding kan benyttes. Eksempelvis har norske myndigheter mulighet til å gi unntak fra konsesjonsplikten gitt at endringene følger det europeiske direktivet. Det er slik utvikling som vil kunne tilrettelegge for bruk av crowdfundingplattformer (Hermansen, 2014). Enkelte land har også tilrettelagt for bruk av crowdfunding gjennom å gi investorer skatteletter knyttet til investeringer i oppstartsselskaper. For eksempel så har Financial Conduct Authority (FCA) i Storbritannia utformet skatteincentiver (Seed Enterprise Investment Scheme [SEIS] & Enterprise Investment Scheme [EIS]). Disse var opprinnelig ment for å stimulere investeringsviljen til businessangels, men er nå tilpasset til også å gjelde investeringer gjennomført gjennom equity crowdfunding plattformer (Wiltbak, 2009; British Business Bank, 2014).

2.3.4 Equity crowdfunding i Norge

Fundedbyme og Newjelly er hovedsakelig de equity crowdfundingplattformene som har tiltrukket seg norske entreprenørers oppmerksomhet. Disse aktørene har unngått lovgivningen om konsesjonsplikt ved at det ikke gis bindende tilbud eller aksept gjennom nettsidene. Plattformene benyttes for å skaffe kontaktinformasjon til interesserte investorer. Dersom

kampanjen når sitt innsamlingsmål kan entreprenørene oppgi interessentenes navn i tegningsinnbydelsen slik at emisjonen anses som lovlig (Hermansen, 2014). Den finske crowdfundingplattformen Investdor fikk nylig lisens til å operere som equity crowdfundingplattform, og er per i dag den eneste plattformen i Norden som driftes lovlig (Rotem Shneur, Foredrag, 4. november 2015). Prospektplikten unngås ved at man henvender seg til færre enn 150 individer, og ved at man selger eierandeler i selskapet for mindre enn en million Euro innenfor en tolv måneders periode. Det har foreløpig ikke blitt observert norske prosjekter som har hatt en utfordring tilknyttet dette (Vestheim, 2015).

2.4 Aktører i crowdfunding

Tilbudssiden til equity crowdfunding består av ulike investorer. De utgjør tilsammen en crowd. Etterspørselssiden til equity crowdfunding består av ulike entreprenører. Hver gruppe har ulike kjennetegn som er viktige å forstå.

2.4.1 Crowd

Estellés-Arolar og González-Ladrón-de-Guevara (2012) poengterer i sin studie at en crowd kan forklares ved hjelp av to kjennetegn: antall personer og crowdens typologi. Antall personer beskrives som en stor gruppe individer som ikke nødvendigvis har en tilknytning til hverandre. Crowdens typologi avhenger av både kunnskap og heterogenitet som er nødvendig for å ta del i hvert enkelt prosjekt. Ulike prosjekter krever forskjellig kompetanse blant de deltagende individene, og dermed ulik grad av heterogenitet (Estellés-Arolar og González-Ladrón-de-Guevara, 2012).

Gjennom crowdsourcing vil crowden inkludere de individene som bidrar med ulike former for innsats for å løse et prosjekt. Crowdenn kommuniserer ikke nødvendigvis direkte med hverandre, men innsatsen de legger ned avhenger, og påvirkes i stor grad, av hva andre individer i crowdenn utfører. Et typisk kjennetegn ved en crowd er dens generelt lavere grad av kollektiv innovasjon som skyldes at nyskapingen er spredt blant alle bidragsyterne i prosjektet. Crowdenn er gjerne organisert, fokusert og målrettet mot et bestemt mål, for deretter å bli oppløst når målet er nådd (Kozinets, Hemetsberger & Schau, 2008).

I denne studien velger vi å benytte definisjonen til Kozinets et al. der en crowd beskrives som store organiserte grupper av mennesker som samlet planlegger, administrerer eller utfører spesielle handlinger for et spesifikt prosjekt (Kozinets et al., 2008).

2.4.2 Entreprenør

Kunnskap om entreprenørskap tilegnes ifølge Venkataraman (1997) ved å stille spørsmål om hvordan, av hvem og på hvilken måte potensielle muligheter til å skape fremtidige varer og tjenester blir oppdaget, evaluert og utnyttet. Peverelli og Song (2012) påpeker at det foreligger utallige definisjoner av begrepene entreprenørskap og entreprenør, avhengig om man benytter en økonomisk eller sosial tilnærming - eller om man baserer det på individets egenskaper. Basert på ulike definisjoner kan vi beskrive typiske kjennetegn ved entreprenører. Schumpeter (2010) la vekt på egenskapene til individet da han beskrev en entreprenør som individer som utnytter markedsmuligheter gjennom teknisk og/eller organisatorisk innovasjon. Andre vektlegger at entreprenører er individer som påtar seg stor grad av risiko (Drucker, 1970; Hirsch, 1990). Kerr, Nanda og Rhodes-Kropf (2014) underbygger dette når de karakteriserer entreprenørskap som en form for eksperimentering, på grunn av usikkerhet og lav sannsynlighet for suksess. I tillegg trekker Hirsch (1990) frem entreprenørenes evne til å ta initiativ og vise kreativitet som typiske kjennetegn.

I vår studie definerer vi entreprenører som personer som driver frem innovasjoner eller oppstartselskaper (Ørstavik, 2004).

2.5 The equity gap

Finansiering vil i de fleste tilfeller være den mest kritiske prosessen for oppstartselskaper (Gompers & Lerner, 2004). Innledningsvis er det for mange entreprenører aktuelt å gå inn med egne oppsparte midler i virksomheten. Det er også vanlig å motta finansiering fra familie og venner. I Norge er det i tillegg mange som søker om støtte fra offentlige aktører, slik som Innovasjon Norge og andre mindre tilskuddsordninger.

Størrelsen på midlene som kan fås gjennom softfunding er imidlertid begrenset. Eksempelvis vil man fra Innovasjon Norge i startfasen få maksimalt 100 000 kroner, mens man gjerne ikke vil få mer enn omlag 25 000 kroner fra de mindre tilskuddsordningene. For at entreprenørene skal kunne drive virksomheten sin videre er mange avhengig av ytterligere finansiering. Det

er vekstfasen mellom softfunding og professional funding vi omtaler som the equity gap. Utfordringen for oppstartselskaper er at de befinner seg i en kritisk vekstfase og er avhengig av relativt store investeringsbeløp. Dette innebærer samtidig en risiko for en eventuell investor. Vi betegner investeringene som risikokapital, og statistikk viser at det er spesielt krevende å motta tilgang slik finansiering i Norge (The Boston Consulting Group, 2014). Selv om vi i Norge har et utviklet venturekapitalmarked er det mangel på risikokapital (Grünfeld et al., 2011).

Det finnes flere muligheter som entreprenører kan benytte for å fylle finansieringsbehovet etter perioden med softfunding. En mulighet er å få potensielle kunder til å støtte utviklingen av produktet eller tjenesten, fordi de har en egeninteresse av dette. En annen løsning er å henvende seg til såkornfond, businessangels og venturekapitalister. Disse aktørene stiller imidlertid ofte strenge krav til vekstambisjoner, som ikke alltid samsvarer med entreprenørens egen visjon. I tillegg kommer ofte disse aktørene inn på et senere tidspunkt når det er lettere å overbevise dem om vekstpotensialet til virksomheten. Venturekapitalister er ofte risikoaverse, og fører dermed til økt avstand ned til softfunding (Best et al., 2013). Ergo foreligger det et behov for en allokering av den risikovillige finansieringen. Den raske veksten av crowdfunding indikerer at det eksisterer en slik villighet blant investorer - både blant private og profesjonelle aktører (Massolution, 2015). Rasmussen, Sørheim og Widding (2007) påpeker at knapphet på kapital er det viktigste hinderet for vekst og utvikling av oppstartselskaper med vekstambisjoner.

2.5.1 Ulike kilder til tidligfasekapital

Finansiering av oppstartselskaper står sentralt i denne studien, og derfor er det hensiktsmessig med en presentasjon av de vanligste kildene for tidligfasekapital. Da vil vi lettere kunne vurdere equity crowdfunding mot disse alternativene. I vedlegg 2 er det presentert et utvalg potensielle finansieringskilder som oppstartselskaper kan benytte. Kildene til finansiering er sortert etter hvilken rekkefølge vi mener de typisk blir benyttet, fra først til sist.

3. Teori og forskning

I dette kapittelet vil vi presentere forskning om equity crowdfunding, og teori som kan bidra til å diskutere entreprenørens vurderinger og holdninger til finansieringsstrategien. Det er spesielt teori og forskning tilknyttet rangering av finansieringsmetoder, sosial kapital og adopsjon av innovasjoner som vi har valgt å vektlegge i denne studien.

3.1 Forskning

En kontinuerlig endring i det finansielle landskapet har gjort det utfordrende å forske på finansiering av oppstartselskaper. Det skyldes blant annet en sterk vekst av alternative finansieringsstrategier (Bruton, 2015). Inntil nylig har forskning innenfor slike finansieringsmetoder, deriblant crowdfunding, vært hemmet på grunn av mangel på tilgjengelig data (Mollick, 2015). Selv om litteraturen er svært begrenset har forskere begynt å presentere data for hvordan crowdfunding fungerer. For å strukturere studien på en hensiktsmessig måte, vil vi skille mellom to systemer: et finansielt system og et sosialt system.

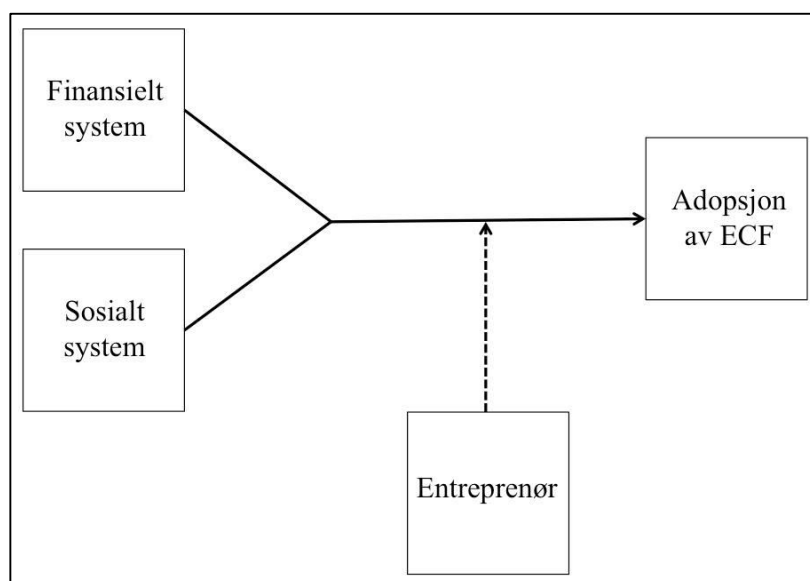
Vi tenker på et system som en makrokontekst med ulike institusjoner, aktører, lover, regler og kultur, samt interaksjonen mellom disse enhetene. Dette må entreprenører ta stilling til i sine vurderinger av equity crowdfunding.

Innenfor det finansielle systemet må entreprenøren ta stilling til ulike finansieringsinstitusjoner og aktører – eksempelvis Innovasjon Norge, banker, business angles og crowdfundingplattformer. Entreprenøren må også være klar over lovverket, samt normer og regler når han skal søke etter finansiering. Innenfor det finansielle systemet må den enkelte entreprenør foreta en avveining mellom å få tilgang til kapital versus å avgi kontroll over eget selskap.

Innenfor det sosiale systemet må entreprenøren ta stilling til sosial kapital og sosial merverdi. Sosial kapital innebærer entreprenørens kontaktnettverk og relasjoner, mens sosial merverdi innebærer de ikke-finansielle gevinstene entreprenøren kan oppnå fra relasjonene – slik som markedsføring, kunnskap og rådgivning. Relasjoner kan være sterke eller svake. Sterke relasjoner inkluderer venner, familie, kolleger og andre personer som har en sterk tilknytning til entreprenøren og selskapet. Svake relasjoner inkluderer det utvidede kontaktnettverket med rådgivere og investorer som ikke er nært tilknyttet selskapet og dets utviklingsprosess.

Innenfor det sosiale systemet må den enkelte entreprenør foreta en avveining mellom å få tilgang på sterke relasjoner versus å få tilgang på svake relasjoner.

Figur 5 viser hvordan vi har valgt å utforske de enkelte entreprenørens avveininger i de to systemene. Dette har vi gjort for å kunne diskutere entreprenørens adopsjon av equity crowdfunding. Vi vil imidlertid påpeke at vi ikke har grunnlag for å trekke kausale sammenhenger mellom de ulike variablene. Vi har et kvalitativt datasett og undersøker ikke sosiale og finansielle systemer i seg selv. Formålet med modellen er å gi et bilde på makrokonteksten som den enkelte entreprenør opererer og navigerer i.



Figur 5 - Entreprenørens avveininger i de to systemene i en makrokontekst

3.1.1 Det finansielle systemet

En stor del av litteraturen understreker at de største problemene oppstartsselskaper møter er relatert til finansiering. Mangel på eiendeler, positive kontantstrømmer og kredittvurderinger, kombinert med strenge krav fra bankene, medfører at oppstartsselskapene ikke får tilgang til lånefinansiering (Berger & Udell, 1998; Carpenter & Petersen, 2002). Dette presser entreprenører til å søke etter venturekapital. Venturekapitalister ønsker imidlertid ikke å foreta mange småinvesteringer på grunn av høye, faste kostnader. I tillegg investerer de sjeldent i nye, tidligfaseselskaper - spesielt ikke dersom de er uten inntekter og uprøvd teknologi (Wright, Lockett, Clarysse & Binks, 2006)

Business angles er mer tilbøyelige til å investere i oppstartselskaper som ikke er attraktive for venturekapitalister (Mason and Harrison, 1997). Imidlertid investerer de som regel kun i en til to prosent av de mulighetene de vurderer (Carpentier & Suret, 2015). Selv om forskning viser at slike investeringer har holdt seg på et jevnt nivå siden finanskrisen, har man samtidig observert at business angles i større grad har valgt å vektlegge investeringene innenfor sine eksisterende porteføljer (Mason, Botelho & Harrison, 2013). På grunn av den manglende investeringsviljen fra disse aktørene, kan det synes å ha satt i gang en etterspørsel for alternative og utradisjonelle finansieringskilder.

Selv om årsaken til at crowdfunding begrunnes med at det mangler andre gode finansieringskilder, er ikke entreprenørens motivasjon for valg av denne strategien like godt forstått (Frydrych, Bock, Kinder & Koeck, 2014). Noen forskere foreslår at årsaken til at entreprenører søker etter ulike former for finansiering varierer (Bruton et al., 2015). Det er derfor ikke helt klart om manglende evne til finansiering medfører en økt etterspørsel etter crowdfunding.

Bruton et al. (2015) hevder videre at etterspørselen etter alternativ finansiering kan være tilknyttet enkelte kognitive faktorer som avgjør entreprenørens beslutningsprosess - deriblant usikkerhet (Freel, Carter, Tagg & Mason, 2012). Usikkerhet oppstår for eksempel når lånetakerne avskrekkes fra å søke om lånefinansiering fra banker fordi de føler de vil bli avvist (Kon & Storey, 2003). Annen forskning viser at equity crowdfunding appellerer til entreprenører som føler det er usannsynlig at de vil få innvilget banklån (Collins & Pierrakis, 2012).

Blaseg og Koetter (2015) har kommet frem til at dårlige kredittvurderinger øker selskapets sannsynlighet for å prøve crowdfunding. Imidlertid foreligger det ikke omfattende empiriske bevis på at dette forholdet eksisterer. Det kan likevel hevdes at det eksisterer en dårlig match mellom de tradisjonelle finansieringsmulighetene og selskaper i oppstartfasen.

Når entreprenøren velger finansieringsstrategi, mener vi det er viktig å avgjøre hvilken type finansiering vedkommende foretrekker. Vi ønsker å undersøke om selskapene foretrekker egenfinansiering, lånefinansiering, equityfinansiering eller en kombinasjon av metodene.

Myers og Majluf (1984) har utformet en rangeringsteori som antar at selskaper favoriserer finansieringsmetodene i rekkefølgen: intern finansiering, banklån og equity finansiering. Dette

innebærer at det er først etter at intern finansiering er brukt opp, at selskaper vurderer eksterne finansieringskilder.

Ledelsen i et selskap vet mer om risiko og verdi i sin virksomhet enn eksterne investorer. Dette medfører en skjevhet i informasjon som påvirker valget mellom intern og ekstern finansiering, samt forholdet mellom lån og equity. Eksterne aktører er klar over denne asymmetriske informasjonen og vil kreve kompensasjon for risikoen de utsetter seg for - i tillegg til at de ønsker en fortjeneste. Ekstern finansiering medfører også kostnader i form av juridisk og økonomisk rådgivning, samt honorarer og avgifter (Smith, 1977). Derfor vil intern finansiering være rimeligst for entreprenøren. I tillegg vil denne finansieringen gi selskapets ledelse økt grad av fleksibilitet og kontroll gjennom muligheten til å ta raske beslutninger og implementere nye planer, samtidig som de har muligheten til å innhente ekstern kapital i fremtiden (Park & Pincus, 2001). Gertner, Scharfstein og Stein (1994) argumenterer for at finansieringsalternativer der investoren får kontroll i selskapet fører til reduserte incentiver for ledelsen. Lavere grad av kontroll medfører at entreprenørens innsats reduseres. Således vil lån være å foretrekke.

Sanyal og Mann (2010) hevder at oppstartselskaper har lite historikk å gå ut ifra. Det er denne mangelen på informasjon som Myers og Majlufs mener fører til at potensielle investorer gjerne etterspør en relativt høy eierpost i selskapet sammenlignet med beløpet de er villige til å bidra med. I følge rangeringsteorien vil det derfor, også for oppstartselskaper, være fordelaktig å først benytte intern finansiering, deretter lån, og til slutt equity (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007).

Imidlertid mener Sanyal og Mann (2010) at oppstartselskaper bør reversere rangeringsteorien ved å benytte equityfinansiering før lån. Frank og Goyal (2003) underbygger dette i forskningen sin der de har funnet ut at rangeringsteorien ikke gjør seg gjeldende for små selskaper der asymmetrisk informasjon er et stort problem. Også i en studie gjennomført av Fourati og Affes (2013) argumenteres det for at den reverserte rangeringsteorien benyttes av oppstartselskaper på grunn av at entreprenørene ikke kan, eller ønsker, å stille med egne eierandeler som lånegaranti. Det andre argumentet deres innebærer at entreprenører verdsetter kunnskap- og erfaringsutveksling som ofte følger med equityinvesteringer. Således vil equity være å foretrekke.

Gjennom equity crowdfundingportaler observerer man at majoriteten av investorene ikke er profesjonelle aktører, og pleier som regel å kreve mindre informasjon på forhånd, samt bruker mindre tid for å forhandle avtalekontrakter (Macht & Weatherston, 2014). I tillegg har ikke småaksjonærer stor nok beholdning av aksjer til å utøve makt og innflytelse over ledelse av selskapet - og de tilbys ofte preferanseaksjer som ikke gir samme stemmerettigheter. Dette er i skarp kontrast med prosessen som medfølger business angles og venturekapitalister. De krever mer informasjon når de vurderer sin investering, og forhandler ofte på verdsettelsen av virksomheten (Alexy, Block, Sandner & Ter Wal, 2012). Bruton et al. (2015) poengterer allikevel at flere av investorene som benytter equity crowdfunding er business angels.

Forskning viser at mengden equity som blir utstedt gjennom en crowdfundingkampanje er vesentlig lavere enn det som gitt fra angel investors (Collewaert and Manigart, 2015). Entreprenørene tar risiko når de starter opp et eget selskap, og derfor føler de at det er ekstra risikabelt å avgi kontroll i selskapet sitt ved å la eksterne aktører slippe til. Imidlertid er det behov for ekstern finansiering og kompetanse utenfra (Bruton et al., 2015).

Dette dilemmaet leder over til det første forskningsspørsmålet: **Hvilke avveininger foretar entreprenører når de vurderer finansiering versus kontroll i oppstartselskaper?**

3.1.2 Det sosiale systemet

Et annet interessant tema knyttet til crowdfunding, innebærer å forklare hva som avgjør suksessen til crowdfundingkampanjer. Kampanjenes suksess bestemmes i stor grad av nivået av sosial kapital som et selskap utvikler gjennom de tidlige fasene i en finansieringsprosess (Ahlers et al., 2015). Begrepet sosial kapital ble først benyttet i forbindelse med entreprenørskap av Ronald Burt (1997). Dette innebærer et samspill av entreprenørens kontaktnettverk, samt tilbakemeldinger og innspill man mottar fra sine relasjoner (Colombo et al., 2015).

Entreprenørskap er et av feltene man begynte å studere effekten av tilgang til ressurser i omgivelsene gjennom sosiale relasjoner (Greve, 1995; Johannisson, 1988; Larson & Starr, 1993). Studiene vektlegger hvordan entreprenører i etableringsfasen benytter sine sosiale relasjoner til rådgivning og for å komme i kontakt med personer som kan bidra til selskapets vekst. Videre konkluderer de med at entreprenørene er avhengige av sosiale relasjoner for å skaffe tilgang til kritiske ressurser (Zhao & Aram, 1995).

Greve (2000) påpeker at begrepet sosial kapital gjør seg gjeldene i forbindelse med studier av sosiale nettverk og innovasjoner. Han argumenterer for at teknologiske nyvinninger er komplekse og det er derfor nødvendig at ulike eksperter gir sine bidrag for å få teknologien til å fungere. Kunnskapen er fordelt i et nettverk av eksperter som kan omfatte personer fra forskjellige bedrifter og institusjoner. Eksperter fra ulike områder kan bidra med komplementær kunnskap. For å få tak i denne kunnskapen må entreprenører utnytte sin sosiale kapital, enten den finnes internt blant de nærmeste relasjonene, eller eksternt blant de svakere relasjonene (Greve 2000).

Det finnes også annen forskning som vektlegger hvordan nettverk og relasjonelle faktorer generelt er kritisk for tidligfaseselskaper (Sullivan & Ford, 2014). Brüderl og Preisendörfer (1998) kaller dette hypotesen for "network success". Dersom det er relasjonelle bånd mellom entreprenøren og investoren, i tillegg til at man er enige om en felles målsetning, virker det sannsynlig at sjansen for en suksessfull crowdfundingkampanje vil øke (Ahlers et al., 2015). På den andre siden påpeker Ahlers et al. (2015) at nettverk med mange kontakter kan medføre at entreprenøren har liten tid å ofre på hver enkelt person - i slike tilfeller kan nettverket være svært begrenset.

Crowdfunding innebærer kontakt med mange ulike aktører man ofte ikke har en relasjon til. Krackhardt (1992) påpeker at selv om svake bånd er lette å opprette og kan gi informasjon, vil de ikke være like effektive som sterke bånd der tillit og legitimitet er nødvendig. Dette gjelder spesielt ved overføring av ressurser (Meyerson, 1994) og ved løsning av komplekse problemer (Harkola & Greve, 1995). Aldrich, Reese og Dubini (1990) poengterer at det tar tid å etablere nye relasjoner, og entreprenører er derfor avhengige av å ha et godt utbygd nettverk utviklet i god tid før de starter opp et selskap. Entreprenørers nettverk kan ofte innebærer mange ulike relasjoner, noe som kan føre til mye overflødig informasjon, og videre påvirke hvor mye tid entreprenører må bruke på kommunikasjon (Burt, 1992; Greve, 2000). For entreprenører kan tilgang til nettverk og ressurser være viktig å vurdere i sin oppstartfase da sterke bånd presumptivt vil være mer effektive i forbindelse med ressursoverføring og kombinasjoner av de ressurser man finner i nettverket (Ahlers et al., 2015). Vi vil imidlertid påpeke at det ikke er alle empiriske bevis som bekrefter betydningen av sosial kapital (Ahlers et al., 2015).

Det finnes betydelig med forskning om verdien profesjonelle investorer bidrar med gjennom sine investeringer (Hellmann & Puri, 2002; Politis, 2008). Imidlertid er det lite bevis for om

det også foreligger andre verdiøkende fordeler, utenom tilgang på kapital, gjennom bruk av equity crowdfunding (Macht & Weatherston, 2014).

Noen forskere mener crowdfunding kan gi fordeler gjennom “wisdom of the crowd” (Surowiecki, 2004). Selv om relasjonene ikke er like sterke som personer man har samarbeidet lenge med, er tanken at individer utenfra med ulik bakgrunn og kompetanse, medbringer seg forskjellig kunnskap som tilsammen kan utgjøre en fordel for entreprenøren (Collins & Pierrakis, 2012). En rekke studier har identifisert ulike fordeler som kan knyttes til crowdfunding (Belleflamme et al., 2014; Lehner, Grabmann & Ennsgraber, 2015), eksempelvis eksponering i markedet og validering fra kunder. Xu (2015) poengterer i sin studie at entreprenører vektlegger tilbakemeldinger og informasjon fra crowden når en beslutning skal tas.

I sammenheng med dette kan crowdfunding benyttes som et promoteringsverktøy, der brukerbasert innovasjon og markedstilpasning bidrar til oppstartselskapers suksess (Belleflamme et al., 2014). Imidlertid hevder noen forskere at “crowds are frequently stupid” (Isenberg, 2012, s. 4), og det derfor er begrenset hvor mye verdi de kan tilføre utenom de finansielle investeringene.

Innenfor det sosiale systemet er det nødvendig å forstå entreprenørens individuelle opplevelse av equity crowdfunding, ettersom dette kan påvirke om personen vil adoptere finansieringsstrategien – eller ikke. Vi ønsker å benytte teorien til Rogers (2010) om “diffusion of innovation”, og forskning tilknyttet dette emnet, for å forklare hvordan en innovasjon kan spres til en spesifikk målgruppe med ulike egenskaper - slik som entreprenørene i studien vår. Rogers (2010) hevder den viktigste forutsetningen for at en person adopterer noe nytt er at vedkommende opplever det som innovativt.

Equity crowdfunding er å betrakte som en innovasjon. Forskning viser at mange entreprenører anser denne finansieringsstrategien som essensiell for oppstartselskaper (Baeck et al., 2014; Collins and Pierrakis, 2012), og noen mener sågar den har potensiale til å erstatte tradisjonell tidligfasekapital (Hemer, 2011).

Rogers (2010) påpeker at adopsjon av innovasjoner ikke vil skje simultant i en målgruppe, men at det snarere er en prosess der noen grupper er mer tilbøyelige til å ta til seg en innovasjon tidligere enn andre. Han nevner fem etablerte tilpasningskategorier som han presenterer i livssyklusmodellen for adopsjon av innovasjoner: innovators, early adopters, early majority,

late majority og laggards. Hver av gruppene har sine karakteristika som kan avgjøre hvordan de adopterer innovasjonen. I praksis har det vist seg at det er vanskelig å skille mellom kategoriene som defineres i teorien til Rogers, og flere studier har behandlet innovators og early adopters som en enhet (Lam & Shankar, 2014). I denne studien vil vi behandle de to gruppene som en enhet som vi betegner som innovatører. De øvrige gruppene vil ikke presenteres nærmere da de ikke er representert i denne studien.

Innovatører er villige til å ta risiko og verdsetter mulighetene for endring. De vil gjerne være først ute med å prøve nye produkter og tjenester - og er således komfortable med adoptere innovasjoner på et tidlig tidspunkt. De har gjerne mye kontakt med andre innovatører. Risikotoleransen tillater dem å adoptere innovasjoner som muligens vil mislykkes. Det er veldig lite som skal til for å overbevise denne gruppen (Rogers, 2010).

Innovatører karakteriseres også ved at de er unge, har høy inntekt og utdannelse, samt at de er utadvendte og tilbøyelige til å påta seg stor risiko enn late adopters (Gatignon og Robertson, 1985). Lam og Shanker (2014) bekrefter at innovatører har bedre kunnskap om nye og relevante teknologier, samt at menn er mer tilbøyelige til å prøve ut ny teknologi sammenlignet med kvinner.

Informantene i vår studie har tatt på seg risiko ved å starte egne virksomheter. De er unge menn med høy utdannelse og har mye kunnskap om markedet de opererer innenfor. Dette er et tegn på at de kan karakteriseres som innovatører innenfor sitt domene.

Vishwanath (2009) viser i sin forskning at innovatørene blir spesielt påvirket av hvordan informasjon om teknologiske innovasjoner blir presentert. Dersom innovasjonen blir fremlagt på en positiv eller negativ måte, virker det som om innovatøren ilegger et tilsvarende syn på egenskapene til selve innovasjonen. Videre hevder forskeren at førsteinntrykket innovatøren får av en teknologi vil følge dem videre og påvirke evaluering, vurdering og bruk av det nye produktet (Vishwanath, 2009). Xu (2015) hevder dessuten at individer påvirkes i størst grad av informasjon som baseres på tillært kunnskap fra relasjoner. Dette innebærer at individer som benytter et produkt eller en tjeneste for første gang er preget av høy grad av usikkerhet, men at kunnskapstilførsel fra kontaktnettverket kan redusere denne usikkerheten.

Vi har karakterisert entreprenørene som innovatører innenfor sitt domene. Imidlertid impliserer forskningen at erfaring og eksponering for en ny teknologi kan påvirke deres

holdning. Slik erfaring og eksponering vil vi argumentere for at entreprenørene oppnår gjennom ulike relasjoner og kontaktnettverk.

De andre forskningsspørsmålet vårt vil være: **Hvilke avveininger foretar entreprenører når de de vurderer sterke relasjoner versus svake relasjoner?**

3.2 Oppsummering av forskningsspørsmål

Gjennom studie og analyse av intervjuer med informanter hos norske oppstartselskaper ønsker vi å finne svar på de nevnte forskningsspørsmålene. Disse forskningsspørsmålene vil bidra til å svare på den overordnede problemstillingen om hvordan entreprenører i oppstartselskaper vurderer equity crowdfunding som finansieringsstrategi. Dette vil bidra til økt kunnskap om et ellers lite utforsket tema.

- **Hvilke avveininger foretar entreprenører når de vurderer finansiering versus kontroll i oppstartselskaper?**
- **Hvilke avveininger foretar entreprenører når de de vurderer sterke relasjoner versus svake relasjoner?**

4. Metode

Dette kapittelet gjør rede for den metodiske tilnærmingen som er benyttet for å besvare problemstillingen i oppgaven. Et hovedmål i vitenskapen er å forklare observerte begivenheter og saksforhold (Føllesdal, Walløe & Elster, 1996). Metoden er den planmessige fremgangsmåten for å nå frem til slik kunnskap (Tranøy, 1986). Kapittelet beskriver anvendelsen av forskningsdesign og hvordan informasjonen er innhentet. Korrekt bruk av vitenskapelige metoder medfører at slutningene man trekker er etterprøvbare (Saunders et al., 2006).

4.1 Valg av forskningsdesign

Forskningsdesign innebærer å legge en overordnet plan for hvordan man ønsker analyseprosessen skal foregå. Slik vil man få et best mulig utgangspunkt til å besvare problemstillingen. Innenfor vitenskapen skiller man mellom tre typer forsknings- og undersøkelsesdesign; eksplorativt, deskriptivt og kausalt design (Saunders et al., 2006).

Valget av forskningsdesign avhenger av problemstilling. I vår oppgave er formålet å undersøke et komplekst og nytt fenomen hvor det foreligger relativt lite forskningsbasert kunnskap. Vi ønsker å fremskaffe ny kunnskap og en dypere forståelse innenfor fenomenet. Således er det aktuelt å benytte et eksplorativt design (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2004).

4.1.1 Kvalitativ intervjustudie

Det som kjennetegner kvalitative intervjustudier er at man forsøker å få så mye data så mulig fra et begrenset antall personer (Johannesen et al., 2011). Gjennom dybdeintervju med et utvalg entreprenører ønsker vi at de skal redegjøre for valg av finansieringsstrategi og holdninger til equity crowdfunding. Vi betegner entreprenørene fra de ulike oppstartselskapene som informanter. Optimal utvalgsstørrelse avhenger av problemstilling og måten data samles inn på. Noen forskere hevder det bør utføres intervjuer helt til man ikke får noen ny informasjon (Seidman, 2013). Johannesen et al. (2011) fastholder at ved begrenset tid og økonomi, hvilket er tilfelle i vår masterutredning, kan 10-12 intervjuer være tilstrekkelig. Vi benytter et strategisk utvalg med 10 informanter for å belyse fenomenet.

Banister et al. (2011) mener tolkningen av en intervjustudie kan bli sett på som en bro mellom representasjonen av fenomenet, hva vi hevder skjer, og den virkelige verden. Informantenes individuelle holdninger overfor equity crowdfunding vurderes, og vi setter responsen i en fornuftig kontekst. Dette innebærer at vi tolker meningsinnholdet i svarene deres. Selv om vi etterstreber en objektiv prosess, vil resultatene til en viss grad være styrt av vårt perspektiv. Schutz, Natanson og van Breda (1982) forklarer problematikken tilknyttet faktavurdering:

"All facts are from the outset facts selected from a universal context by the activities of our mind. They are, therefore, always interpreted facts, either facts looked at as detached from their context by an artificial abstraction or facts considered in their particular setting. In either case, they carry their interpretational and outer horizons" (Schutz et al., 1982).

Vi mener vi har en hermeneutisk-fenomenologisk tilnæringsmåte som innebærer at vi søker en forståelse basert på transkripsjonene fra intervjuprosessen og hvordan denne informasjonen kan tolkes i sammenheng med fenomenet. En alternativ tilnæringsmåte vil være en uavhengig subjektiv fortolkning som heller vektlegger statistisk data for å årsaksforklare fenomenet. Dette lar seg imidlertid vanskelig gjøres i vår studie, og vi holder fast ved at vår tolkning av informantenes meninger vil best kunne besvare forskningsspørsmålene (Banister et al., 2011).

4.1.2 Utvalg og sampling

Informantene er norske entreprenører med kjennskap til equity crowdfunding. Det vil være urealistisk og foreta en undersøkelse med alle slike entreprenører i Norge. I følge Saunders et al. (2006) er det ikke nødvendigvis slik at man vil oppnå mer utfyllende resultater fra en hel populasjon, sammenlignet med sampling fra et utvalg som representerer denne populasjonen. Målet er ikke å få med så mange så mulig i undersøkelsen, men heller konsentrere seg om hvordan utvalget skal velges. Flere forskere, deriblant Henry (1990), argumenterer at sampling muliggjør en høyere sannsynlighet for presisjon, fordi man har muligheten til å benytte mer tid til hvert enkelt objekt. Imidlertid er en liten samplingstørrelse avhengig av en heterogen populasjon, hvis ikke vil funnenes generaliserbarhet bli redusert (Ritchie, Lewis, Nicholls & Ormston, 2013).

I denne studien var det naturlig å benytte vårt kontaktnettverk for å nå ut til tilgjengelige informanter. Dette gjorde at vi raskt fikk samlet inn utfyllende data til oppgaven vår. Denne metoden betegnes som "convenience sampling". Fordelen er at dette er effektivt, enkelt, og

kostnadseffektivt, noe som gjør det til et ettertraktet valg for mange forskere (Saunders et al., 2006). Ulempen med metoden er at den er utsatt for "bias" utenfor forskerens kontroll, fordi informantene ikke er selektert på annet enn deres tilgjengelighet.

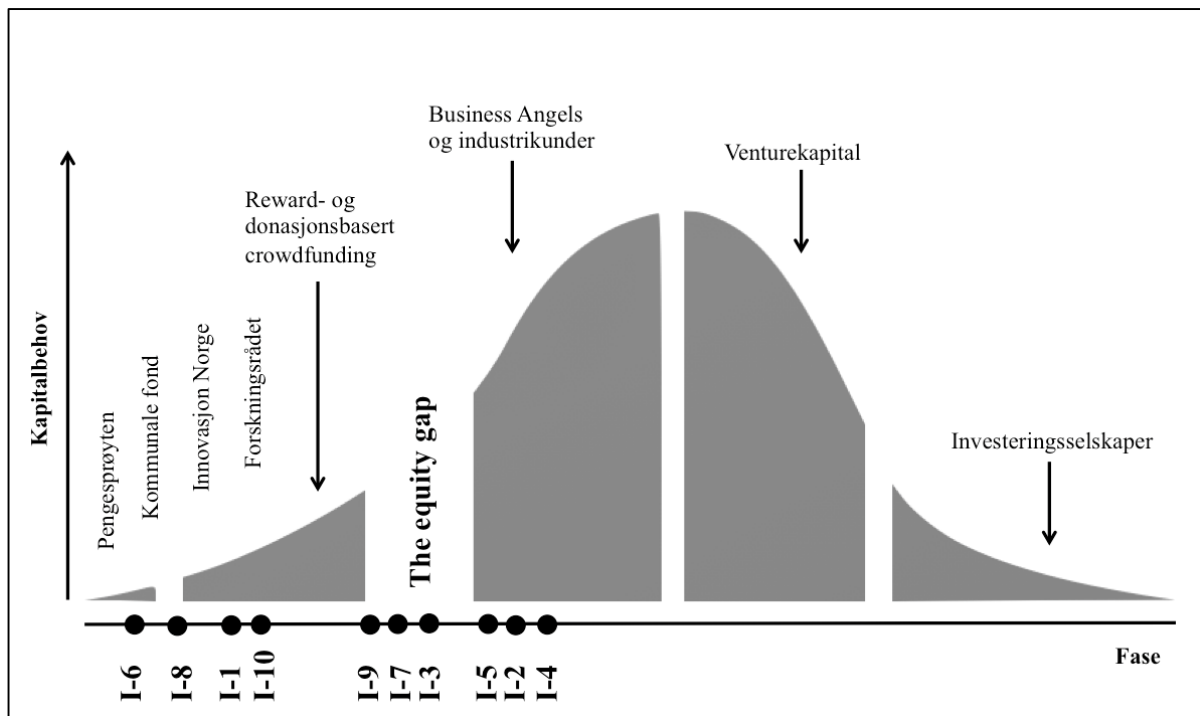
Disse informantene hadde også forslag til andre relevante kandidater. Dette betegner vi som "snowball sampling" (Atkinson & Flint, 2004). Fordelen er at slike henvisninger tillater forskeren å komme i kontakt med informanter som er vanskelig å nå med andre metoder. Ulempen er at respondentene tenderer mot å foreslå kandidater med likhetstrekk som dem selv. Således kan vi få et lite diversifisert utvalg (Saunders et al., 2006). Derfor benyttet vi en variasjonsutvelgelse blant de tilgjengelige entreprenørene. På denne måten sikret vi et diversifisert utvalg - og vi kan fange opp ulike erfaringer, meninger og perspektiver fra temaene vi ønsker å ta opp (Jacobsen, 2005).

I Norge er det utfordrende å oppdrive entreprenører som har erfaring med fenomenet. Således mener vi det er hensiktsmessig å benytte oss av entreprenører vi vet kjenner til equity crowdfunding, både gjennom convenience sampling og snowball sampling. Alle selskapene vi intervjuer er unge virksomheter som har holdt på i mellom et halvt år og tre år. Selskapene hører til ulike gründermiljøer i Bergen, Trondheim og Oslo. Informantene vi intervjuer er utelukkende menn. Tabell 1 beskriver karakteristika av de ulike informantene.

Tabell 1 - Inndeling av informanter

Informant	Marked	Benyttet ECF Ja/Nei	Fase	Alder på selskap (år)	Utdanning	Kjønn	Alder på entreprenør	Mottatt kapital (i 1000kr)	Tidl. erfaring med oppstart Ja/Nei
I-1	B2C	Nei	Prototype	1	3-5 år høyere utdanning	M	21	300	Nei
I-2	B2B	Nei	Tidlig vekst	3	3-5 år høyere utdanning	M	36	3000	Nei
I-3	B2B	Ja	Oppstart	2	3-5 år høyere utdanning	M	25	600	Ja
I-4	B2B	Ja	Tidlig vekst	3	3-5 år høyere utdanning	M	28	2000	Ja
I-5	B2C	Ja	Tidlig vekst	2	3-5 år høyere utdanning	M	28	2500	Nei
I-6	B2C	Nei	Idé/begynnelse	0,5	3-5 år høyere utdanning	M	24	25	Ja
I-7	B2C	Nei	Oppstart	3	3-5 år høyere utdanning	M	26	3000	Nei
I-8	B2B	Nei	Idé/begynnelse	0,5	3-5 år høyere utdanning	M	28	25	Ja
I-9	B2C	Nei	Oppstart	2	3-5 år høyere utdanning	M	25	500	Nei
I-10	B2B	Nei	Prototype	1	3-5 år høyere utdanning	M	45	250	Nei

Informantenes oppstartselskaper har i varierende grad oppnådd finansiering. Vi velger å plassere dem i figur 6 for å vise hvilken fase de ulike selskapene befinner seg i.



Figur 6 - Informantenes plassering i ulike faser

4.1.3 Semistrukturerte intervjuer

Semistrukturerte intervjuer defineres som kvalitative intervjuer, og innebærer at forskeren har en liste med spørsmål og temaer som bør dekkes. Spørsmålene er veiledende for forskeren, slik at de kan variere fra intervju til intervju avhengig av konteksten og svarene man får. Hensikten med denne fremgangsmåten er at forskeren kan tilpasse spørsmålene, for å innhente mest mulig data. Dette muliggjør også at informanten kan presentere sin individuelle holdning og opplevelse av fenomenet (King & Horrocks, 2010). Vi mener en slik intervju prosess vil oppleves mindre formell sammenlignet med en strukturert gjennomføring av intervjuet. Vi vil etterstrebe en personlig kontakt med informantene, hvilket anses som en fordel for å oppfylle målsetningen om å innhente best mulig informasjon (Saunders et al., 2006).

4.1.4 Validitet og reliabilitet

Uttrykket validitet omhandler i hvilken grad vi måler det vi har til hensikt å måle; om studien resulterer i relevant informasjon. Vi skiller mellom ytre og indre validitet. Ytre validitet betegner om funnene fra studien kan generaliseres. For å styrke den ytre validiteten har vi intervjuet selskaper fra tre ulike byer, da vi mener en geografisk spredning bidrar til en heterogen gruppe av informanter. Indre validitet omhandler i hvilken grad funnene fra studien

kan tilskrives forskningsspørsmålene, og ikke eventuelle feil i forskningsdesignet vårt. For å sikre høy intern validitet har vi motarbeidet potensielle bias i studien vår. Dette har vi gjort ved å forberede oss grundig til intervjuprosessen som er grunnlaget for det empiriske datasettet vårt. I en intervjuprosess vil det være flere fallgruver, slik som ledende spørsmål, kroppsspråk og misforståelser. Vi har så godt det lar seg gjøre forsøkt å redusere disse feilskjærene. Blant annet anså vi det som viktig å stille åpne spørsmål for å unngå bias ved å la informantene prate mest mulig (Easterby-Smith, Thorpe & Jackson, 2002).

Uttrykket reliabilitet omhandler i hvilken grad vi kan stole på funnene våre; om studien er nøyaktig, gir konsistente svar og kan etterprøves. Når det gjelder reliabilitet skiller vi også mellom et ytre og et indre perspektiv. Ytre reliabilitet innebærer om andre forskere vil oppdage like funn i den samme eller lignende situasjoner. Indre reliabilitet innebærer om gjentatte målinger med lik fremgangsmåte vil gi samme resultater (Saunders, 2006). For å sikre både høy intern og ekstern reliabilitet har vi foretatt 10 intervjuer med entreprenører som både har, og ikke har, benyttet equity crowdfunding som finansieringsmetode, og som henvender seg til ulike markeder. Slik sikrer vi et datasett der informantene har ulike synsvinkler (Lincoln & Denzin, 1998).

Det er viktig å merke seg at validitet og reliabilitet er utviklet innenfor kvantitativ forskning og at disse begrepene ikke nødvendigvis egner seg i like stor grad innenfor kvalitativ forskning. Dette kan forklares gjennom at man ikke har avgjort hva man ønsker å måle (validitet), og at forskeren ikke er utskiftbar (reliabilitet) ettersom våre egne valg og tolkninger diskuteres gjennom studien (Widerberg, 2007). I tillegg sier LeCompte og Goetz (1982): *"Because human behavior is never static, no study can be replicated exactly, regardless of the methods and designs employed"*. Dette indikerer at vi ikke kan få en eksakt gjengivelse av virkeligheten gjennom studien. I tillegg vil vi påpeke at i kvalitativ forskning er tendensen at reliabiliteten er lav, mens validiteten er høy (Pellissier, 2008).

I en intervjuprosess vil ikke alle informantene ha samme status; noen vil være mer sentrale enn andre (Johannesen et al., 2011). I denne studien har informantene ulikt utgangspunkt, noe vi mener er positivt fordi det gir oss et heterogent utvalg. Vi vil etterstrebe at informantene forteller mest mulig om sine tanker og holdninger tilknyttet hovedtemaene vi ønsker å belyse. Med grunnlag i presise og beskrivende svar vil studien kunne betegnes som valid og reliabel.

4.2 Gjennomføring av intervjuene

I utarbeidelsen av intervjuguide (se vedlegg 3) og forberedelser til intervjuene vektla vi flere punkter presentert av Yin (2013). For å sørge for at informantene ikke skulle føle at intervjuet kom i veien for annet arbeid lot vi de selv bestemme tidspunkt og sted for gjennomføringen. Det ble informert om at intervjuet burde bli gjennomført på et stille og lukket rom. Ved å gjøre dette legger vi til rette for at informantene føler seg komfortable og reduserer sannsynligheten for å bli forstyrret (Saunders et al., 2006). Samtidig vil det gjøre arbeidet med transkribering lettere. Intervjuguiden med bakgrunnsinformasjon om temaet, samt hovedspørsmålene, ble sendt ut til respondentene i forkant av intervjuene. På den måten kunne informantene lese seg opp på uklarheter, samt forberede meninger, rundt temaene vi planla å ta opp. Dette er et viktig tiltak for å minimere risiko og mulige årsaker til feilkilder ved innsamling av primærdata (Saunders et al., 2006).

Før hvert intervju tilegnet vi oss informasjon om både informantene og oppstartselskapene de jobbet med. Ved å bygge opp de innledende samtalene på denne informasjonen skapte vi gode relasjoner (McCracken, 1988). Videre forhørte vi oss om alle var kjent med intervjuguiden vi hadde sendt dem i forkant av intervjuet. Ni av ti informanter hadde sett igjennom den, og samtlige kommenterte at det var et dagsaktuelt og spennende tema vi tok opp. For å skape et godt tillitsforhold, og forhindre at de følte restriksjoner på hva de kunne si, informerte vi alle om hensikten med intervjuet, at alle opplysninger ville bli anonymisert, samt at konfidensielt innhold ikke ville bli brukt. Navnene til de aktuelle intervjukandidatene er derfor endret til I-1, I-2, (...) og I-10. Deres tilknytning til utsagnene er fjernet i teksten, slik at de ikke kan identifiseres. Vi spurte også om tillatelse til å spille inn det som ble sagt slik at vi senere kunne transkribere og analysere svarene.

For å få ærlig og innholdsrik informasjon var det viktig at vi stilte spørsmålene på en måte som gjorde at vi ikke påvirket informantenes svar (McCracken, 1988). Spørsmålene ble kommunisert tydelig og med et nøytralt toneleie for å unngå å påvirke svaret (Saunders et al., 2006). For å få utfyllende og beskrivende svar fra informantene om tema og situasjon stilte vi åpne spørsmål (Grummitt, 1980). Dette er spørsmål som ofte begynner med "hva" og "hvordan" (Saunders et al., 2006). I de tilfellene der vi fant relevante synspunkter som vi ville høre mer om, stilte vi oppfølgingsspørsmål. Vi lot informantene stå for mesteparten av pratingen og brukte spørsmål for å føre dem mot de temaene vi ønsket svar på. Intervjuene

varte i gjennomsnitt 39 minutter, og de fleste holdt seg innenfor vår planlagte tid på mellom 30 og 45 minutter. Tabell 2 gir en oversikt over intervjuene.

Tabell 2 - Tid benyttet i de ulike intervjuene

Intervjuobjekt	I-1	I-2	I-3	I-4	I-5	I-6	I-7	I-8	I-9	I-10
Tid (tt:mm:ss)	00:38:19	00:42:11	00:38:14	00:39:02	00:40:26	00:33:58	00:46:58	00:42:11	00:40:46	00:30:27

4.2.1 Bearbeiding av data

Samtalene med de ulike entreprenørene danner grunnlaget for analyse og studie av forskningsspørsmålene vi stiller. Det var derfor viktig å bearbeide datagrunnlaget slik at det ble så likt som mulig det vi ble fortalt i intervjuene. Hvert av intervjuene ble derfor tatt opp digitalt, i tillegg til at det ble tatt notater underveis i intervjuene og avslutningsvis, såkalte fieldnotes (se vedlegg 4), (Emerson, Fretz & Shaw, 2011). Vi passet på at det var satt av nok tid mellom hvert intervju slik at vi kunne utarbeide sammendrag om hva som hadde blitt fortalt. Vi noterte hvordan intervjuene hadde gått, hvordan stemningen var, og om det var forhold som kunne ha påvirket informantenes svar. Disse opplysningene, sammen med lokasjon, tid og dato, samt bakgrunnsinformasjon om informanten er viktig å ha tilgjengelig når man senere skal transkribere og analysere dataene (Saunders et al., 2006).

4.3 Forberedelse til analyse

Som vi har nevnt er equity crowdfunding et ungt konsept, og finansieringsstrategien er lite utviklet sammenlignet med de tidligste formene for crowdfunding. Det finnes flere teorier og mye forskning om generelle finansieringsstrategier, men det foreligger lite forskning om etterspørselen etter equity crowdfunding i verden, og spesielt lite i Norge. Ved å benytte oss av en induktiv tilnærming vil vi ta utgangspunkt i de innsamlede dataene og forsøke å bygge opp ny kunnskap ut ifra analyse av funnene vi gjør (Saunders et al., 2006). Det behøves ytterligere forskning for å få fylt alle "hull" slik at man kan oppnå en dypere forståelse av fenomenet (Lee, Mitchell & Sablinski, 1999).

Vi har analysert transkriberingene på en fortolkende måte. Dette innebærer at vi trekker slutninger om hva vi tror sitatene betyr og representerer (Johannessen et al., 2011). Det er ikke selve ordene som blir sagt som er viktige for analysen, men meningen som ligger bak det som

sies. Underveis i prosessen var det avgjørende at vi hadde forskningsspørsmålene i bakhodet, slik at vi vektla kun det som var relevant for studien (King & Horrocks, 2010).

4.3.1 Tematisk analyse

Transkripsjonen fra studien består av et omfattende dokument på 80 sider. For å systematisere dette har vi valgt å kategorisere og kode intervjuprosessen. Dette innebærer å organisere dataene etter temaer og mindre enheter. Strauss (1987) understreker hvor betydningsfullt dette er:

“Any researcher who wishes to become proficient at doing qualitative analysis must learn to code well and easily. The excellence of the research rests in large part on the excellence of the coding” (Strauss, 1987).

Den analytiske fremgangsmåten innebærer ulike faser som igjen kan deles inn i mindre steg. Vi diskuterer fire ulike faser: kategorisering, inndeling i enheter, gjenkjennelse av relasjoner og utvikling av kategorier, samt formulering og besvarelse av forskningsspørsmål (Saunders et al., 2006). Denne måten å analysere på er nesten identisk til det Johannessen et al. (2011) definerer som fenomenologisk analyse, der målsetningen er å se på meningsinnholdet i respondentenes tanker. Vi vil imidlertid understreke at prosessen ikke følger en bestemt rekkefølge, og vi har vært nødt til å gå frem og tilbake mellom fasene.

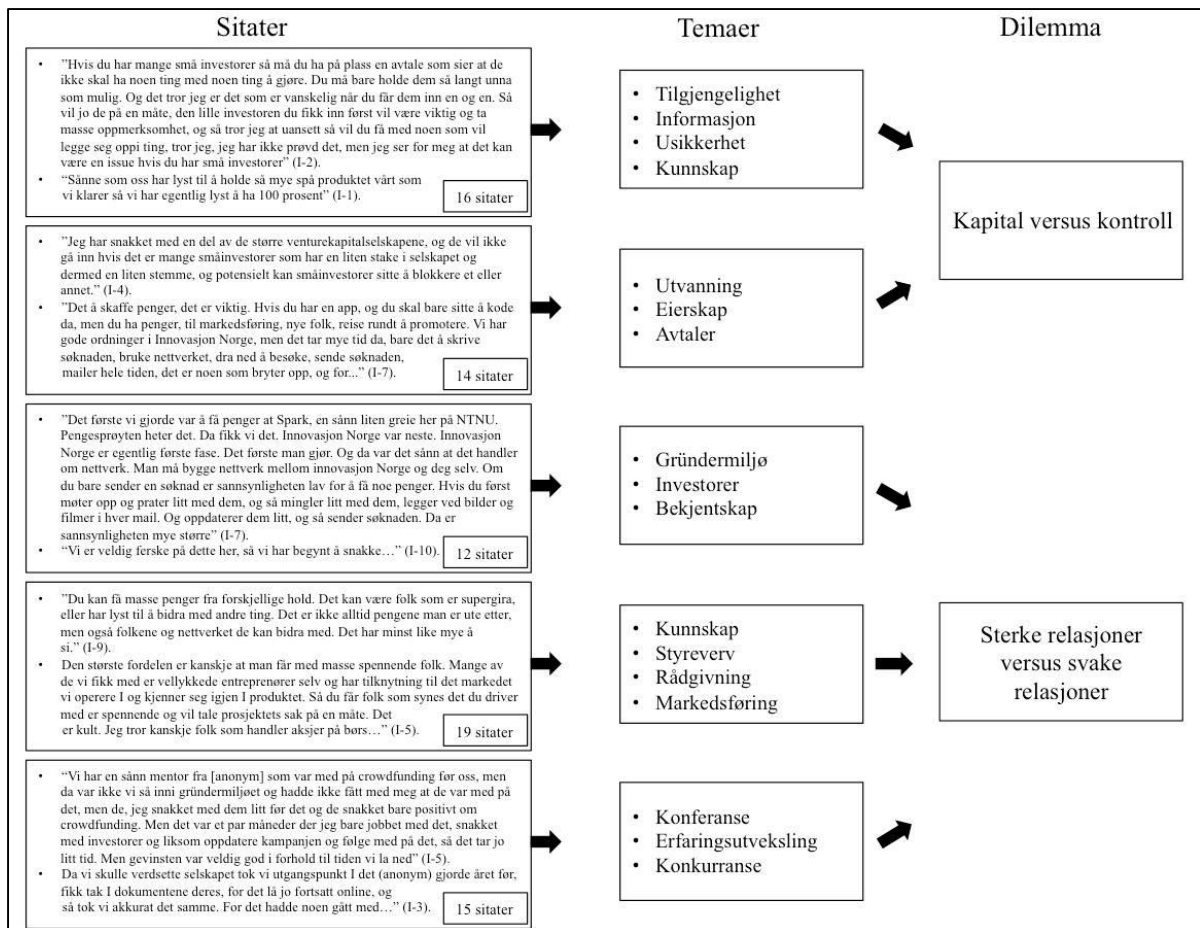
Den første fasen innebærer å dele de ulike delene av transkripsjonen inn i kategorier (Saunders et al., 2006). I følge Johannessen et al. (2011) er organisering og systematisering av data en forutsetning for forståelse. I denne studien har vi tatt utgangspunkt i hovedspørsmålene som ble presentert i intervjuguiden når vi foretok kategoriseringen. Johannessen et al. (2011) påpeker at kategorisering basert på intervjuguiden kan medføre forhåndsdefinerte kategorier og begrenset ny kunnskap. Imidlertid har vi observert at utsagnene innenfor hver kategori i liten grad er overlappende - og samsvarer godt med spørsmålene som ble stilt. Derfor mener vi spørsmålene danner naturlige kategorier for utsagnene. Kategoriene ble definert i tråd med Dey (2003) sitt syn om at hver kategori må ha to aspekter: det må være en meningsfull relasjon med dataene, og kategoriene må ha meningsfulle relasjoner mellom hverandre. Dette fører til en god struktur og oversikt over datagrunnlaget.

Den neste fasen innebærer å fordele de relevante utsagnene inn i enheter. Disse enhetene blir deretter plassert i de ulike kategoriene som er etablert (Saunders et al., 2006). I vårt tilfelle definerer vi enheter som utdrag fra informantenes utsagn fra transkriberingen. Det første steget

i denne fasen er å lese gjennom hele transkripsjonen for å gjøre seg kjent med helheten av intervjuene. Det neste steget innebærer å understreke alt i transkripsjonen som kan bidra til å forstå informantens synspunkt og oppfatning av studiens fenomen. Vi benytter oss også av field notes som vi har tatt underveis i intervjuene. I det siste steget blir utsagn vi mener tilhører samme kategori plassert sammen. Tilhørende hvert sitat ble det lagt til en unik kode som representerte hver enkelt informant.

Den tredje fasen innebærer gjenkjennelse av likheter og utvikling av kategorier. Da vi underveis i arbeidet søkte gjennom og studerte de kategoriserte sitatene, la vi merke til nye mønstre og sammenhenger mellom enhetene basert på vår fortolkning av hva som lå bak informantenes utsagn. Derfor blir komplekse kategorier delt inn i mindre underkategorier, og sitater blir fordelt etter observerte mønstre og sammenhenger. På samme måte blir også store kategorier med mye data, så godt det lar seg gjøre, delt inn i mindre underkategorier. Etter oppdelingen blir også enkelte kategorier slått sammen for å hindre redundans. Dette blir gjort for å etablere et mer oversiktlig og ryddig utgangspunkt for videre analyse (King & Horrocks, 2010). Figur 7 viser et overordnet eksempel på hvordan sitatene ender opp med å bli gruppert i temaer og dilemmaer basert på deres innhold.

I den siste fasen ønsker vi å formulere og besvare forskningsspørsmålene ved å se på sammenhengene mellom de ulike informantenes utsagn. Forskningsspørsmålene danner grunnlaget for analysen og relateres til hovedtemaene vi har identifisert. Ved å svare på de ulike forskningsspørsmålene vil vi kunne gi et svar på den overordnede problemstillingen (Saunders et al., 2006).



Figur 7 – Strukturering av data (Tilpasset fra: Corley, K. G., & Gioia, D. A. (2004), s. 4)

5. Analyse av funn

I dette kapittelet ønsker vi å presentere og analysere funnene fra intervjuene. Fremgangsmåten vil være å begynne nærmest mulig datagrunnlaget fra intervjuprosessen, for deretter å trekke det ut til et høyere abstraksjonsnivå. Dette gjør oss i stand til å kunne forklare motivasjonen bak informantenes svar. Da vil vi kunne koble dette sammen med det teoretiske rammeverket, og formulere implikasjoner av funnene. Vi mener en slik fremgangsmåte vil gi et solid grunnlag for en god fortolkningsprosess, og vi vil i størst mulig grad unngå en deskriptiv og overfladisk analyse.

5.1 Strukturering av funn

Intervjuene var lagt opp for å få en helhetlig oversikt over oppstartselskapers finansieringsbehov og -strategier, samt entreprenørenes tanker og meninger om equity crowdfunding. De gjennomgående temaene vi identifiserte gjennom kodingen relaterer seg til to dilemmaer. Det første går ut på hvordan entreprenører vurderer tilgang til kapital opp mot å bevare kontroll i selskapet. Det andre dilemmaet innebærer hvordan entreprenører gjør avveininger mellom sterke og svake relasjoner (se figur 7).

I det finansielle systemet handler det om tilgjengeligheten til de ulike finansieringsstrategiene og i hvilken rekkefølge de bør prioriteres. Gjennom equity finansiering står entreprenøren overfor dilemmaet mellom å redusere autonomi i selskapet og motta finansiering. I det sosiale systemet handler det om ressursene i kontaktnettverket til entreprenøren og hvilke avveininger entreprenører bør ta for å maksimere de sosiale merverdiene som de eksterne aktørene kan tilføre selskapet.

Vi vil påpeke at begge dilemmaene i enkelte tilfeller er representert i samme sitat. Da vil vi vektlegge det innholdet som er knyttet til det dilemmaet vi ønsker å analysere.

Funnene presenteres ved å følge en bestemt rekkefølge. Først beskrives den generelle oppfatningen blant informantene. Deretter gjengis sitater med "rik tekst". Pratt (2009) omtaler dette som power quotes. Videre analyseres hva som ligger bak sitatene, og hvilke meninger dette representerer. Funn i analysen knyttes opp til teorien og forskningen vi har presentert. Avslutningsvis besvares de ulike forskningsspørsmålene.

5.2 Dilemma 1: Tilgang til kapital versus kontroll over eget selskap

5.2.1 Analyse av dilemma

Innledningsvis ønsker vi å forstå hvordan informantene opplever de ulike finansieringsstrategiene. Derfor analyserer vi hvordan informantene betrakter tilgjengeligheten til finansiering og hvordan de ulike alternativene vurderes. Responsen vi mottok innebærer en klar preferanse for business angles, men at dette samtidig er en utfordrende strategi - blant annet på grunn av manglende informasjon. Det er ingen som er spesielt optimistiske til banklån. Videre peker flere på Innovasjon Norge som en god ordning, men at det i seg selv ikke gir tilstrekkelig finansiering. Informantene forteller at de benytter det som et springbrett til videre finansiering. Venturekapital og industrikunder blir også nevnt som gode kilder til finansiering, men utfordrende å få til, fordi selskapet har lite eiendeler og sikkerhet å vise til. Noen av entreprenørene forteller at de kunne tenkt seg å benytte crowdfunding for å nå ut til kundene sine på en bedre måte. Imidlertid bærer de fleste av informantene preg av usikkerhet tilknyttet hvilken strategi de mener er mulig å få gjennomført. Samtidig gir de uttrykk for at de er svært opptatt av å bevare autonomien i selskapet uavhengig hvilken equity finansieringsstrategi som benyttes.

Majoriteten av informantene er av den oppfattelse at business angles er enklere å forholde seg til enn investorer fra crowdfundingplattformer. Derfor er flere skeptiske til å utstede aksjer gjennom equity crowdfunding, fordi de mener det samtidig innebærer å miste kontroll til mange forskjellige aktører. De frykter dette blir uoversiktlig og ressurskrevende. På den andre siden nevner noen av informantene at fordelene med equity crowdfunding er at man i større grad avgjør verdien på selskapet, sammenlignet med forhandlinger med business angles. Slik hevder de entreprenøren selv kan redusere utvanning av selskapet gjennom en kampanje, og bevare høy grad av autonomi. Flere av informantene føler også at det arbeidet de har lagt ned i oppstartselskapet bør medføre at de i størst mulig grad får bevare kontrollen over virksomheten – også etter en vekstfase. Noen av informantene hevder imidlertid at de mer enn gjerne vil utstede equity hvis det bidrar til selskapets vekst. Meningene er derfor svært forskjellige når det kommer til avveiningen mellom kapital og kontroll.

En av informantene beskriver hvilke finansieringsmuligheter han mener er mulig å oppnå:

"Det vil jo være angel investors som er den foretrukne måten å innhente kapital på. Altså det er liksom der man har sjanse først. Hos banker har vil man ikke ha mulighet. Alternativet kan man jo gå til industrien, kundene dine da. Og enten dele en andel. Ellers blir det jo en type Kickstarter-modell hvor man rett og slett bare selger produktet på forhånd. Forhåpentligvis finner du en kunde som sier at jeg trenger dette produktet så mye, betaler nå, får det om et år og så har du penger til å utvikle det. Det er jo drømmen for Innovasjon Norge i hvert fall at man skal klare å finne finansiering på den måten for da har man jo allerede lokket inn en kunde. Det vil jo være i business to business –markedet. I business to consumers så er det jo vanskeligere å finne en tidligfasekunde fordi uten et ordentlig produkt og uten en stor brukergruppe så har du gjerne ikke en inntekt, og da er det angel investors" (I-2).

Informanten forteller innledningsvis på en overbevisst måte at angel investors er den foretrukne finansieringsstrategien. Samtidig uttrykker han *"der man har sjanse først"*, hvilket er en generisk betegnelse vi mener impliserer at vedkommende refererer til entreprenører som en gruppe. Han generaliserer sin overbevisning om at business angles er den beste muligheten, til også å gjelde for andre entreprenører enn han selv. Informanten forteller at banker ikke vil være en mulighet, som om det er en vedtatt selvfølge - og han tilbyr ingen videre forklaring. Dette signaliserer en forutinntatt holdning om at banklån umulig vil fungere som en finansieringskilde for entreprenører. I tillegg foreslår han crowdfunding som en strategi for å få kontakt med interesserte kunder i industrien. Informanten vektlegger at motivasjonen bygger på et håp om at man gjennom crowdfunding vil finne en eventuell kunde som ønsker å innlede et samarbeid.

Informantens håp om et samarbeid med en ekstern aktør betyr at han verdsetter kompetanse utenfra, og ikke kun kapital. Innovasjon Norge trekkes frem som en samarbeidspartner som også ønsker at entreprenøren skal etablere et samarbeid med en annen ekstern aktør. Ergo innebærer dette at softfunding er en nødvendig finansieringskilde for at oppstartselskapet skal kunne utvikle seg. Avslutningsvis påpeker han at finansieringsstrategien avhenger av hvilket marked man opererer i. Dette indikerer at informanten har antagelser om at enkelte finansieringsstrategier egner seg bedre til en bestemt type virksomhet. Selv om informanten har klare meninger om hvilke strategier han foretrekker, er han nokså nølende når det gjelder hva som er en realistisk strategi for sitt selskap. Vi mener dette indikerer en grad av usikkerhet, ettersom informanten kun presenterer de beste løsningene uten at det er sikkert at disse kildene vil være tilgjengelige for selskapet.

Også andre informanter uttrykker utfordringer knyttet til tilgang på kapital. Det påfølgende sitatet beskriver usikkerheten og frustrasjonen som oppstår når selskapet går tom for softfunding – og hvordan equity crowdfunding velges som en strategi:

“Det er en organisasjon her i Trondheim som heter Technoport, som arrangerer konferanser og events, som tok initiativet til å gjennomføre en live crowdfunding event – og da tok de også kontakt med Fundedbyme, som er en av plattformene. Og så inviterte de folk til å søke på denne live crowdfunding eventen, og da var vi i prosessen med å finne private investorer, fordi vi skjønnte at nå har vi tømt alt vi kan få fra Innovasjon Norge, NTNU og alle sånne kilder – forskningsrådet er for tregt. Vi var i mye møter med investorer – vi var i møte med et par investorer som sa det var interessant, men vi får se hva som skjer videre. Vi begynte egentlig å gå tom for penger og vi følte at skal vi virkelig få dette her til å gå, må vi få det til å gå mye fortere, og da søkte vi bare på disse crowdfunding-greiene. Vi hadde egentlig ikke tenkt til å søke, men så kjente jeg hun som ledet dette eventet, konkurranseeventet. Og hun brukte mye tid til å få meg til å bli med på å søke” (I-4).

Informanten uttrykker en frustrasjon ved at de alternative finansieringskildene tar for lang tid - og det er tydelig at mangelen på tilgjengelig ekstern kapital medfører en press til å se etter andre løsninger. Måten han uttrykker seg på viser at equity crowdfunding blir nokså tilfeldig valgt. Dette betyr at når selskapet er tom for softfunding og business angles uteblir, medfører det at informanten blir rådvill og usikker i sin videre strategi. Dette får vedkommende til å tenke på andre finansieringsmuligheter. Det er rimelig å fastslå at entreprenørens kontaktperson var en bidragende faktor til at selskapet valgte å gå for en crowdfundingkampanje. Derfor viser dette sitatet også kontaktnettverkets betydning for valg av equity crowdfunding. Imidlertid mener vi sitatet først og fremst understreker at begrenset tilgjengelig tradisjonell finansiering bidrar til at entreprenøren prøver ut equity crowdfunding. Samtidig er tiden en viktig faktor for informanten. Han ønsker en raskere prosess, og det mener han equity crowdfunding kan tilby.

En tredje informant uttrykker presist hvilket inntrykk vi sitter igjen med fra samtlige informanter: *“Den tidlige finansieringen opp til 500 000, typisk fra Innovasjon Norge, får du ganske greit tak i. Mellom der og tilgang til business angels og venturekapital så er det veldig lite”* (I-8). Dette beskriver finansieringsgapet entreprenørene står overfor, og den usikre finansieringssituasjonen etter perioden med softfunding.

Til tross for utfordringer og usikkerhet knyttet til prosessen med å innhente kritisk kapital, stiller majoriteten av entreprenørene strenge krav til hvor mye eierskap de ønsker å gi fra seg til eventuelle investorer:

"Det viktigste for meg er at alle som er involvert har de samme incentivene for å drive selskapet fremover. Så typisk at jeg kan godt gi bort 40 % av selskapet til en investor. Da må det være sånn at jeg sitter igjen med min del, partneren min sitter igjen med en grei del, at vi har litt å dele ut til fremtidige ansatte; den kabalen må gå opp. Det er det som er viktig for meg. Og så må det være riktige penger fra riktige folk til riktig tid egentlig. Jeg har ikke noe lyst til å ta penger fra hvem som helst. For jeg har hørt så mange skrekkehistorier om investorer som driver selskapet i feil retning. Men jeg vil jo helst bygge opp selskapet uten en investor, for da sitter jeg igjen med mye mer selv. Men hvis ikke det går så har ikke jeg noe problem å ta inn en investor" (I-8).

Informanten presiserer hvor kritisk han synes det er at investorer har det samme ønske for at selskapet skal gjøre det bra og utvikle seg. Han legger trykk på "alle", og utdyper at det må være "riktige folk" som investerer. Dette indikerer at vedkommende stiller høye krav til de som ønsker en del av selskapet – og at han helst ikke vil risikere å utstede equity til investorer kun for pengenes skyld. Informanten identifiserer seg selv med selskapet, noe som signaliserer en sterk eierskapsfølelse, og en lav toleranse for risiko. Han gir uttrykk for at det foreligger et dilemma ved at han trenger finansiering, men samtidig er kritisk til eksterne investorer. Derfor virker han også skeptisk til equity crowdfunding fordi han mener det kan være vanskelig å avgjøre investorenes agenda. Han viser til "skrekkehistorier" for å beskrive dårlige erfaringer han har hørt at andre entreprenører har hatt med investorer, samtidig som han uttrykker at han helst vil klare seg alene. Vi får et inntrykk av at informanten er mer opptatt av at selskapets eierskap skal fordeles til de ansatte fremfor å benytte aksjene til å finansiere virksomheten. Dette betyr at informanten er tilbakeholden med å benytte equity finansiering. På den andre siden har påfølgende informant en annen vurdering av å gi fra seg eierandeler:

"Vi var veldig klar for å gi fra oss deler av bedriften faktisk. Det er på en måte, man gir fra seg deler av bedriften. En ting er økonomisk. Det viktigste er den aksjonærvantalen som kommer med. Man gir fra seg litt økonomisk resultat. Men hva slags kontroll vi kan fortsatt ha i bedriften versus hva en investor vil ha. Og det er jo minst like viktig som hvor mye man får i investering (...) Det kommer så mange mennesker som gir tilbud om å kjøpe aksjer for denne summen, og så kan man i ettertid på en måte velge at man vil ha med disse, disse og disse. Vi hadde egentlig tilbud fra 40 investorer, og så skjønte vi, okey, at alle sier dette kommer til å bli mye stress – og det blir det sikkert også. Så vi måtte finne ut hvem er de største og viktigste investorene. Så da kuttet vi ned til kun seks investorer pluss de to store. Da var det noen vi kunne dra kjensel på navnet og så var det andre basert på at de hadde investert ganske mye" (I-4).

Informanten forteller at han var "veldig klar" for å gi fra seg eierandeler i selskapet. Dette signaliserer at han virker svært overbevist over nødvendigheten over denne beslutningen. Han

forklarer imidlertid at aksjonæravtalen er viktigere enn det økonomiske. Dette innebærer at det er en avveining mellom autonomi og finansiering. Informanten gir uttrykk for at det er viktigst å utforme en avtale som sikrer entreprenørens kontroll. Gjennom en equity crowdfundingkampanje utdyper han at det er fullt mulig å velge ut hvilke investorer man ønsker å ha med. Det viser seg at majoriteten av interessentene blir forkastet, og kun åtte investorer blir godtatt. Det virker som en utvelgelsesprosess styres etter størrelse på investeringen og i den grad entreprenøren har kjennskap til investoren. Dette mener vi indikerer at kontroll og informasjon verdsettes av informanten, ettersom han ikke vil risikere å godta flere investorer enn det som er nødvendig. Ettersom hele 32 investorer forkastes antyder det at det ikke er et mål i seg selv å samle inn mest mulig penger, men at autonomi verdsettes fremfor det finansielle. Mange av de andre informantene virker ikke å være klar over denne selekteringsmuligheten, hvilket kan bidra til å styrke skepsisen deres til equity crowdfunding.

5.2.2 Funn i lys av teori og forskning

Forskningen viser i stor grad at det eksisterer en dårlig match mellom tradisjonelle finansieringsstrategier og oppstartsselskaper (Ahlers et al., 2015). Dette observerer vi også er tilfellet ettersom informantene uttrykker utfordringen med ekstern finansiering. Imidlertid ser vi samtidig at de fleste informantene oppfatter tilgjengeligheten til tidligfasekapitalen gjennom Innovasjon Norge som god og lite ressurskrevende. I likhet med Myers og Majlufs rangeringsteori (1982) forteller informantene at de først benytter intern kapital og softfunding til finansiering. Det er imidlertid tilgang til kapital i den senere vekstfasen som er problematisk, og prioriteringen mellom banklån og equity er usikker. Informantene er avhengige av ytterligere finansiering for at selskapet skal vokse. Banklån blir imidlertid ikke vurdert som en mulighet, og dette samsvarer med forskningen om at entreprenører ikke en gang tar seg bryet med å prøve, i frykt for å bli avvist. Således trekkes equity frem som den prefererte strategien. Dette stemmer overens med Sanyal og Mann (2010) reverserte rangeringsteori som predikerer at denne preferansen er et resultat av entreprenørens verdsettelse av kompetanse utenfra og motvilje mot å stille egne eiendeler som lånegaranti.

Bruton et al. (2015) hevder blant annet at konsekvensen av utilfredshet ved tradisjonelle løsninger vil medføre at informanten vurderer andre strategier. Informantene har i stor grad ikke lyktes med å innhente kapital fra eksterne investorer, og det har medført at flere har vurdert, og benyttet, equity crowdfunding som en alternativ finansieringsstrategi. Imidlertid

indikerer funnene våre at flere betrakter denne strategien kun som et springbrett for å nå ut til større investorer. Ergo innebærer dette at equity crowdfunding appellerer til entreprenører som føler det er usannsynlig at de får finansiert seg ved å henvende seg direkte til tradisjonelle kilder, noe vi også observerer gjennom Blaseg og Koetter (2015) og Bruton et al. (2015) sin forskning. Det som imidlertid er en viktig observasjon, som tidligere forskning ikke nevner, er at entreprenørene ønsker at equity crowdfunding hovedsakelig skal supplere den opprinnelige finansieringsstrategien deres – ikke erstatte. En av informantene bekrefter dette eksplisitt: *"Gjennom equity crowdfunding fikk vi kontakt med en stor investor som gikk inn med 500 000 kroner. Og så fikk vi utenom Fundedbyme en annet lokalt investor her i Trøndelag. De to har investert en halv million hver"* (I-4). Dette viser at equity crowdfunding fungerer som en bro mellom tidligfasekapital og senfasekapital.

Selv om mange entreprenører vurderer bruken av equity crowdfunding som en livbøye mellom tidligfasekapital og senfasekapital, uttrykker majoriteten av informantene misnøye med alt det harde arbeidet knyttet til kommunikasjon og kontraktforhandlinger som de forbinder med de potensielt mange investorene de kan få gjennom equity crowdfunding. Macht og Weatherson (2014) påpeker imidlertid at majoriteten av investorer gjennom equity crowdfundingportaler ikke er profesjonelle aktører – de krever mindre ressurser, har lavere krav og bruker kortere tid enn business angles. Dette kan innebære at entreprenøren beholder en større grad av autonomi, hvilket impliserer hvorfor noen av informantene er svært positive til denne strategien. På den andre siden hevder de kritiske informantene at de uerfarne investorene ikke medbringer annet enn *"dumme penger"* (I-8).

Noen av informantene påpeker imidlertid at de selv kan gjennomføre en seleksjon av investorene som melder sin interesse gjennom equity crowdfunding. Samtidig mener de at de bevarer en høy grad av autonomi, ettersom de mindre investorene ikke alene har innflytelse til å påvirke driften av selskapet. En av informantene uttrykker til og med at han har opprettet et holdingselskap som investorene får en eierandel i, slik at selve oppstartselskapet kan holde investorene på avstand, og *"være relativt fritt til å gjøre hva vi [entreprenørene] vil"* (I-4).

5.2.3 Delkonklusjon

Vårt første forskningsspørsmål går ut på hvilke avveininger entreprenører foretar når de vurderer ulike finansieringsmuligheter?

Funnene våre viser at tidligfasekapital er tilfredsstillende gjennom aktører som Innovasjon Norge, mens senfasekapital er lite tilfredsstillende da det er vanskelig å få avtaler med business angles og venturekapitalister. Softfunding er en nødvendig og verdsatt finansieringskilde for å komme i gang. Banker oppleves som rigide og umulige finansieringskilder, og de benyttes i svært liten grad. Business angles trekkes frem som viktige aktører, men samtidig virker det utfordrende å få overbevist dem. Equity crowdfunding blir på sin side ansett som en potensiell komplementær løsning til de nevnte kapitalkildene, som kan minimere avstanden mellom tidligfasekapital og senfasekapital.

Informantene er klare på at de helst vil inngå en god avtale med business angles for å sikre selskapets vekst. Avstanden til slike investorer er imidlertid for stor i startfasen for investorene, ettersom oppstartselskapene har lite å vise til. Informantene erkjenner dette informasjonsproblemet: *"Det er der investorproblemet ligger. De [investorer] er tilbakeholdende fra å være med fra start når de ikke vet hva virksomheten er verdt. Og for bedriften er det vanskelig å si noe om verdi før man har solgt noe"* (I-1).

Entreprenørene gir allikevel uttrykk for at selv om de er avhengige av eksternt kapital, så har de en høyere verdsettelse av å bevare kontroll og uavhengighet i selskapet. Dette vil i så fall innebære at banklån burde prioriteres. Imidlertid oppleves lånefinansiering som en rigid og umulig finansieringskilde da banker er svært restriktive med å gi ut lån til selskaper uten sikkerhet. Dette vil derfor ikke være en realistisk strategi for oppstartselskaper i vekstfasen. Da havner entreprenørene i et dilemma. På den ene siden ønsker de å bevare sin selvstendighet og kontroll av selskapet, mens på den andre siden er de avhengig av finansiering – som de hevder kun er tilgjengelig ved å utstede equity.

Dette paradokset medfører at noen av informantene, i større grad enn andre, åpner for investorer utenfra fordi de ikke ser noen annen mulighet.

Enkelte entreprenører har en stor eierskapsfølelse til selskapet sitt og dermed en høy terskel for å benytte equityfinansiering som finansieringsstrategi. Imidlertid argumenterer noen av informantene for å benytte equity crowdfunding fordi det innebærer en høyere grad av kontroll enn alternativene, ettersom crowdinvestorene har mindre innflytelse og makt sammenlignet med større aktører. Våre funn indikerer at den enkelte entreprenør kan selektere ut sine prefererte investorer gjennom equity crowdfundingkampanjer. Denne observasjon gir en

pekepinn på hvordan kontrollen i størst mulig grad kan bevares, samtidig som at selskapet equityfinansieres i samsvar med Sanyal og Manns reverserte rangeringsteori.

5.3 Dilemma 2: Avveining mellom sterke relasjoner og svake relasjoner

Entreprenøren må vurdere sitt kontaktnettverk og relasjoner i to ulike situasjoner. I den første situasjonen erfarer vi at entreprenører trenger å utvide kontaktnettverket sitt for å få nødvendig informasjon og kunnskap om muligheter i forbindelse med valg av finansieringsstrategi. I den andre situasjonen erfarer vi at entreprenører vurderer investorer ulikt når de skal avgjøre hvem som skal kunne få investere. Begge situasjonene omhandler en avveining mellom sterke og svake relasjoner.

5.3.1 Avveining av relasjoner før valg av finansieringsstrategi

En gjennomgående observasjon i analysen er hvordan entreprenørene vektlegger betydningen av et tilgjengelig og etablert kontaktnettverk. Flere av utsagnene til informantene indikerer at relasjoner er avgjørende for at selskapet skal lykkes med finansieringen. I tillegg antydes det at personer i kontaktnettverket har stor påvirkningskraft i entreprenørens valg av finansieringsstrategi. Mange av sitatene viser at flere synes det er utfordrende å få oversikt over hvilke finansieringsmuligheter som er tilgjengelige. Dette er typisk entreprenører som ikke har tidligere erfaring med oppstart av selskaper. Imidlertid forteller informantene at de forsøker å ta kontakt med både forretningsutviklere og entreprenører i gründermiljøer for å få tilgang til kompetanse og rådgivning. Flere av informantene påpeker at det er lite tilgjengelig informasjon fra offentlige aktører om alternative finansieringsstrategier, og problemene oppstartselskaper møter i "the equity gap".

Mange føler seg derfor overlatt til seg selv, og de bruker mye ressurser på informasjonsinnhenting og strategiutforming. Det kommer imidlertid frem i intervjuene at oppstartrelaterte arrangementer skaper arenaer som flere av informantene benytter for å tilegne seg kunnskap, og for å komme i kontakt med rådgivere. Flere antyder at dette bidrar til kompetanseutveksling og gjør det lettere for entreprenører å vurdere alternative finansieringsstrategier. Noen av informantene har benyttet equity crowdfunding som finansieringsstrategi, og trekker frem nettverk og relasjoner som viktige faktorer for å legge til rette for en kampanje:

"For oss som aldri har startet opp et selskap før, så er innhenting av kapital veldig uoversiktlig. Vi visste ikke hvor vi skulle begynne en gang. Så det er veldig vanskelig å komme i gang i hvert fall, og det virker som det er litt via kontaktnettverk og sånt (...) Hvor man begynner å innhente kapital er et veldig godt spørsmål (...) Vi er veldig ferske på dette her, så vi har begynt å snakke med folk tilknyttet en investorportal. Så har vi begynt med litt networking; det er litt begrenset med plasser for å få tak i den typen kapital. Det er egentlig det vi holder på med nå. Vi har pratet med en del folk for å få oversikt" (I-10).

Informanten forteller om usikkerhet i fremgangsmåte når det stilles spørsmål om hvordan man går frem for å innhente kapital i en tidlig fase i oppstartselskapet. Han virker misfornøyd, og svarer på en måte som indikerer at det ikke finnes et godt svar på spørsmålet. Vi får en følelse av at han er rådvill ettersom han uttrykker at *"vi visste ikke hvor vi skulle begynne en gang"*. Dette viser tydelig at entreprenøren mangler en oversikt over mulige finansieringsstrategier, men på den andre siden antyder han at løsningen på problemet kan være tilknyttet *"kontaktnettverk og sånt"*.

Det kommer frem at informanten er i en prosess med å anskaffe eksterne relasjoner som han håper kan medføre finansiering. Dette styrker argumentene for at personlig kontaktnettverk er viktig for entreprenører som ønsker informasjon og oversikt over sine muligheter. Informanten fremstår som uerfaren, og mangler relasjonene som er nødvendige for å danne seg en oversikt over finansieringsstrategier – deriblant equity crowdfunding. Informanten benytter ordet *"oss"* for å beskrive en felles identitet han føler med andre entreprenører som har vanskeligheter med å innhente kapital. Dette gir indikasjon på at han mener det er en utfordring mange oppstartselskaper i startfasen står overfor. Således underbygger identitetsbegrepet at kontaktnettverk og interaksjon mellom individer er en viktig fremgangsmåte for informasjonsinnhenting blant oppstartselskaper i Norge.

En annen informant forteller hvordan han henter informasjon om crowdfunding:

"Det er så å si ingen informasjon om crowdfunding egentlig. Vi var på en lean-startup-workshop for en god stund tilbake og da var det en som meddelte at hvis det var noen som hadde spørsmål om hvordan få en suksessfull kickstarter så kunne de ta kontakt med han. Det er ikke noen offentlige råd og tips fra det statlige. Man må rett og slett finne oppskriften selv og researche de suksessfulle kampanjene selv. Ja, du må gjøre det selv. Jeg har jo vært i kontakt med andre grundere som har vært suksessfulle med crowdfunding her i Bergen. Every Friday der alle grundere møtes hver fredag, der har jeg jo møtt på gründere som har hatt suksess med crowdfunding tidligere, men det er lite informasjon om det på norsk eller i Norge. Hvis du vil gjøre det bra må du gå inn i deg selv. Enten ta kontakt med folk som har gjort

det i Norge eller gå på nett og finne folk som har gjort det før og gjøre research på folk som har hatt suksess eller ikke suksess og se på hva de har og hva de ikke har gjort” (I-1).

Informanten er veldig klar på at entreprenøren må vært proaktiv for å hente opplysninger om crowdfunding. Han nevner blant annet at man må gjøre det "selv" tre ganger, for å presisere at man ikke får hjelp fra offentlige relasjoner som er vanlige for oppstartselskaper å ha i startfasen. Han uttrykker en følelse av å stå alene. Dette underbygger at entreprenøren må utvide kontaktnettverket sitt, for å tilegne seg kunnskap om alternativ finansiering. Vi får en følelse av at informanten uttrykker at dette er en usikker og uvant situasjon, men nødvendig dersom man ønsker nødvendige opplysninger for hvordan man kan adoptere en alternativ finansstrategi.

Informanten forteller om hvordan han engasjerer seg for å utvide kontaktnettverket sitt, eksempelvis gjennom arrangementet Every Friday. Vi mener dette viser hvor viktig det er at informanten vurderer relasjonene sine. Entreprenøren uttrykker at "hvis du vil gjøre det bra, må du gå i deg selv", hvilket styrker argumentene for at det er en utfordrende oppgave å skaffe nødvendige relasjoner – og at man selv må gjøre en innsats. Informanten virker overbevist om at nøkkelen til suksess for å utvikle selskapet er nært tilknyttet et bedre kontaktnettverk. Han hevder man må "gjøre research på folk som har hatt suksess eller ikke suksess". Dette innebærer at entreprenører er avhengig av å styrke kontaktnettverket sitt.

Følgende sitat viser hvordan en annen informant ble introdusert for equity crowdfunding:

"Det [equity crowdfunding] var ikke helt ukjent. Vi har en sånn mentor fra [anonym] som var med på crowdfunding før oss, men da var ikke vi så inni gründermiljøet og hadde ikke fått med meg at de var med på det, men de, jeg snakket med dem litt før det og de snakket bare positivt om crowdfunding." (I-5)

Informanten forteller om hvordan en mentor fra et annet oppstartselskap hjalp dem innledningsvis da de undersøkte mulighetene for å lansere en slik kampanje. Han nevner at "de snakket bare positivt om crowdfunding", hvilket indikerer at denne relasjonen har hatt en stimulerende innvirkning på informantens vurdering av finansieringsstrategien. Vi skjønner at betydningen av å ha noen med slik kompetanse kan være avgjørende for om entreprenøren

adopterer finansieringsstrategien, og sterke relasjoner, slik som mentorer, i den sammenhengen er svært sentrale i en entreprenørs kontaktnettverk.

5.3.2 Avveining av potensielle investorer

Samtlige informanter uttrykker et ønske om å få mer enn kun penger gjennom sin finansieringsstrategi. Vi observerer at de forventer kunnskap og rådgivning fra business angles, mens fra crowdinvestorer forventer de hovedsakelig markedsføring. Mange av informantene påstår at crowdinvestorene ikke har de samme incentivene som profesjonelle aktører har, for å bidra til at selskapet skal vokse og gjøre det bra. Gjennom flere av intervjuene opplever vi en skepsis til crowdinvestorenes kunnskap og potensielle bidrag utover kapital, og flere mener mange svake relasjoner kan føre til ulemper for selskapet.

Flere av informantene forteller imidlertid at det er en markedsverdi ved å ha mange crowdinvestorer, ettersom det signaliserer en interesse etter deres virksomhet. Således hevdes det at et stort kontaktnettverk kan medføre at større investorer som business angles fatter interesse. Da mener informantene at "the equity gap" lettere kan passeres. I tillegg uttrykker noen av informantene at business angles også kan nås gjennom equity crowdfundingplattformer.

Informantene vektlegger at deres viktigste vurderinger tilknyttet en crowdfundingkampanje er hvor mange investorer som skal aksepteres og hva deres bidrag skal være utover det finansielle. De forteller om fordeler og ulemper tilknyttet både sterke relasjoner og svake relasjoner – og det er en avveining mellom å vurdere hva slags relasjoner man ønsker til oppstartsselskapet. Det fremkommer at sterke relasjoner kan gi kunnskap og kompetanse, men koster tid og ressurser, mens svake relasjoner kun gir markedsføringsgevinster, men koster ikke særlig med tid og ressurser.

En informant forteller om sin vurdering av antall investorer i sin crowdfundingkampanje:

"Det bra med å ha mange små [investorer] er at de har ikke så mye makt. De er ikke med i styret eller skal liksom styre selskapet. Samtidig føler de eierskap og kan hjelpe deg hvis du trenger det og man kan be dem om tjenester. Og man har jo en haug med ambassadører som ønsker at bedriften skal gå bra slik at de tjener penger. Og de investerer i første omgang fordi de synes bedriften er spennende og ønsker den vel. Hvis man har færre, men større, så kan man kreve mer av dem ved at de må ta mer ansvar, sitte i styret, og bruke mer av sitt kontaktnettverk kanskje. Det er fordeler og ulemper med begge, men jeg ser ikke på det som negativt å ha med små aksjonærer. Det setter ikke noen hindringer for oss i fremtiden for å få med større aksjonærer tror jeg. Det var jeg litt redd for i starten at vi liksom fikk med en haug

med små nå og da var det flere, hvis vi skulle bedt om 30 mill i fremtiden, ville dem sagt nei fordi det var så uryddig eierstruktur. Vi har snakket med de potensielt større investorene og de sier det ikke er noe problem" (I-5).

Informanten hevder at en fordel med mange små investorer er at eierskapet er fordelt slik at man kan bevare en større grad av kontroll i selskapet sammenlignet med å fordele eierskapet på få og store deleiere. Samtidig påpeker han at hver investor kan fungere som en ambassadør for selskapet – og slik gi en markedsføringsgevinst. Dette indikerer at entreprenøren kan utvide kontaktnettverket sitt med mange investorer.

På den andre siden påpeker han at større investorer kan tilføre selskapet noe mer – eksempelvis gjennom å "bruke mer av sitt kontaktnettverk kanskje". Dette antyder at entreprenøren også verdsetter relasjonene som potensielle investorer kan medbringe. Vi får en følelse av at informanten ikke ønsker å gi et klart svar på hvor mange investorer han anbefaler, men at dette heller er situasjonsbetinget hvert selskap. Riktig nok bekrefter informanten at han fryktet en uryddig eierstruktur ved å godkjenne mange crowdinvestorer. Dette er også noe vi observerer at mange av de andre informantene er redde for. Informanten hevder imidlertid at de større investorene ikke bryr seg at det er mange deleiere i selskapet. Vi tolker informanten som at mange crowdinvestorer kan gi flere, men svake relasjoner, samtidig som at hver enkelt har liten påvirkningskraft. På den andre siden vil få, store investorer medbringe sterkere relasjoner, men de forventer samtidig en høyere grad av innflytelse.

En annen informant trekker frem fordelene en equity crowdfunding kan medbringe:

"Equity crowdfunding er jo det å ha en enklere måte å skaffe masse business angles. Men så er det i motsetning til vanlig business angles, der du gjerne bare har en eller to stykker, så kan du ende opp med å ha ganske mange. Fordelen med det, er at du får et gigantisk nettverk av folk rundt omkring. Spesielt hvis du har en consumer-relatert ide, hvis du har si 40 investorer rundt omkring i landet, eller området du ser på som interessant – så er jo det kjempebra. Du kan sende ut egne ting til investorene dine som kanskje de kan spre der de bor, eller spre til vennene sine og sånne ting. Det kan jo på en måte bli litt som en tupperware-party-aktig greie. Du får alle til å spre det til sine nettverk. Det er jo sykt bra (...) Hvis man skal ha eiere i selskapet, så er det også greit å ha eiere som tilfører noe mer enn penger. Vi ville ikke tatt imot fordi det er penger. Vi ville tatt imot pengene, men vi ville også tatt imot kunnskapen og nettverket til de som investerer. Det er vel så viktig. Hvis vi skulle tatt imot penger fra en tilfeldig kar, la oss si en partysvenske, som bare er 20 år gammel, og bare skal investere i noe fett, så har ikke de noe mer å bidra med enn penger. Og vi ønsker å bygge kredibilitet i selskapet ved å ha gode investorer som har bra nettverk, som kan bidra med kunnskap" (I-7).

Informanten påstår at equity crowdfunding er en strategi for å komme i kontakt med business angles, og han vektlegger fordelene med å ha mange ambassadører for selskapet. Han virker svært entusiastisk når han forteller at *"du får et gigantisk nettverk"* - noe vi mener viser verdsettelse av markedsvalidering. Informanten anser svake relasjoner som en fordel ved markedsføring. Han nevner det er spesielt gunstig for en *"consumer-relatert ide"*, ettersom det er fordelaktig å spre konsumprodukter ut til et stort nettverk. Det sammenlignes med et *"tupperware-party-aktig greie"*, som styrker følelsen av at equity crowdfunding ikke kun oppleves som en finansieringsstrategi, men også en markedsstrategi.

Informanten er også svært opptatt av kunnskapen som eventuelle investorer kan tilføre oppstartselskapet. Det er flere informanter som er skeptiske til hvilken kompetanse og hjelp investorer fra en crowdfundingkampanje kan bidra med. Informanten benytter uttrykket *"partysvenske"* for å beskrive den typen investorer selskapet ikke ønsker. Dette er en spissformulering som understreker følelsen av å ha med passive og useriøse investorer som ikke bringer med seg sosiale merverdier. Det påpekes at for å opprettholde en kredibilitet i selskapet må det også være kvalitet blant selskapets relasjoner – og med det understrekes det at kunnskap og nettverk er viktig for selskapets vekst og utvikling. Sitatet til informanten indikerer at han ønsker mange investorer, samtidig som at alle skal ha en genuin interesse for oppstartselskapet og kan bidra med kunnskap. Dette leder oss til å tro at han verdsetter sterke relasjoner.

Denne informanten er også opptatt av sosiale merverdier potensielle investorer eventuelt tilfører selskapet:

"Jeg ser på det som en fordel å ha noen få store [investorer]. Det er litt som jeg sa; ha en rett investor. Jeg vil ikke bare ha penger, men jeg vil ha kunnskapen og nettverket og hjelpen som en riktig investor kan tilby. Hvis du har veldig mange små, så er det slik at selv om mange av de er veldig kunnskapsrike, blir det litt sånn mange kokker mye søl. Erfaringen min fra forrige oppstart er også at hvis du er mange så tar det lenger tid; beslutningsprosessen blir tregere. Det samme hvis du har mange investorer; det blir veldig mange som skal si sin mening om bedriften din" (I-8).

I sitatet gis det uttrykk for at sosiale merverdier utover kapital er avgjørende for å lykkes med utviklingen av oppstartselskapet. Informanten mener dette oppnås gjennom *"den riktige investoren"*, hvilket indikerer at informanten må selektere de investorene som potensielt kan generere denne merverdien. Dette gir oss følelsen av at ikke alle investorer er ønsket, og det

indikerer at pengene i seg selv ikke er viktigst. Videre uttrykker informanten en frykt for en kaotisk og uoversiktlig situasjon. Han mener at mange investorer lett kan bli "*mange kokker mye søl*" – og dette antyder at vedkommende heller verdsetter få og sterke relasjoner enn mange svake relasjoner. Han hevder å ha erfart at det vil ta lenger tid å ta beslutninger hvis det er mange interessenter i et selskap - og dette vil ha en negativ innvirkning på selskapets drift. Dette leder oss til å tro at informanten forventer at mange crowdfunderer vil kreve mye av oppstartselskapets ressurser, og dette virker å være negativt da entreprenørens tid har en høy alternativkostnad.

En annen informant forteller om sitt syn på utbytte fra en equity crowdfundingkampanje:

"Min erfaring med equity crowdfunding stammer fra Technoport. Vi tenkte det ikke var noe å tape på å være med, det er på en måte to utfall, enten får du litt penger eller så får du litt PR. Og uansett, i begge casene, så tenkte vi det at det var en fin måte å strukturere oss for å vise frem selskapet for potensielle investorer. Imidlertid tok det en del tid å lage en kampanje og det jo ikke noe verdiskapene aktivitet (...) Når vi lanserte så var det dårlig match med equity crowdfunding, eller crowdfunding i det hele tatt, fordi selskapet vårt er ikke lett forklart – og vi ble ikke finansiert. Du må ha folk som forstår hva du driver med, og det fikk vi ikke gjennom kampanjen vår. Du må ha profesjonelle investorer som evner å se på bunnlinja og verdiskapingspotensial og det opplever jeg ikke vi fikk gjennom Technoport. Jeg ville nok ikke valgt equity crowdfunding hvis det ikke hadde vært for dette arrangementet" (I-5).

Informanten forteller at han håpet equity crowdfunding kunne bidra til å vise frem oppstartselskapet for potensielle investorer. Han påpeker at nedsiden med deltagelsen er svært lav, noe som indikerer at risikoen anses å være minimal. Argumentet hans er at man uansett vil oppnå en gevinst gjennom finansieringsstrategien: "*enten får du litt penger eller så får du litt PR*". Samtidig synes han kampanjen var tidkrevende og lite givende for selskapet. Således kan det antyde at han ikke var fornøyd med utbytte de fikk fra arrangementet, selv om de fikk PR. Han hevder crowdfunding generelt egner seg dårlig for komplekse selskaper, og peker på manglende profesjonelle investorer. Han er med andre ord skeptisk til at man kan oppnå gode relasjoner gjennom equity crowdfunding dersom man har et komplisert produkt.

5.3.3 Funn i lys av teori og forskning

Vi observerer at funnene i denne analysen samsvarer med funnene til Zhao og Aram (1995) og Ahlers et al. (2015) om at entreprenører i stor grad er avhengige av et kontaktnettverk for å få tilgang til kritiske ressurser. I tilfellet med valg av finansieringsstrategier betegnes informasjonsgivende nettverk og relasjoner som kritiske ressurser da entreprenører gir uttrykk

for at dette er en nødvendighet for å orientere seg om sine finansieringsmuligheter. I mange av tilfellene etterspør entreprenørene mer kunnskap enn det deres interne nettverk i selskapet kan tilby, og de ønsker flere eksterne kontakter slik at de kan finne finansieringsløsninger som kan hjelpe oppstartselskapene i overgangen mellom tidlig- og senfasekapital – the equity gap.

Våre funn viser at Surowieckis (2004) betegnelse av "wisdom of the crowd" er svært viktig for informantene når de forteller om de ikke-finansielle fordelene som de ønsker å oppnå gjennom equity crowdfunding. De er opptatt av kunnskap og kompetansetilførsel, og påpeker at finansieringen i seg selv ikke er viktigst. Noen informanter hevder imidlertid at småinvestorene mangler tilstrekkelig kompetanse og motivasjon til å bidra med noe annet enn kapital. Dette funnet indikerer at informantene frykter, i likhet med Isenberg (2014), at: "*crowds are frequently stupid*". Derfor ønsker flere av informantene å prioritere færre og større investorer, fordi de mener de kan bidra med mer kunnskap og et større nettverk. Denne holdningen stemmer godt med forskning på sosial kapital som sier at svake relasjoner ikke er like effektive som sterke relasjoner ved løsning av komplekse problemer (Harkola & Greve, 1995).

På den andre siden verdsetter enkelte entreprenører å ha mange svake relasjoner, gjennom småinvestorer, da dette medfører mulighet til å spre produktet og selskapets idé til mange ulike steder og miljøer, og at dette kan gjøre det lettere å passere finansieringsgapet. Belleflamme et al. (2014) og Lehner et al. (2015) har lignende funn i deres forskning, og trekker frem markedsvalidering som en av de viktigste elementene i crowdfunding.

Selv om både mange og få investorer blir vurdert, er informantene, i likhet med Ahlers et al. (2015), av den oppfatning at inkludering av mange investorer kan medføre svake relasjoner, mens få og store investorer vil medføre sterkere relasjoner.

Vi observerer at entreprenørene i utgangspunktet er villige til å adoptere innovasjoner, ettersom de fleste er åpne for endringer og lærevillige - hvilket stemmer overens med teorien bak diffusion of innovation. Basert på denne teorien skulle man anta at entreprenørene er tilbøyelige til å teste ut nye innovasjoner – også innenfor finansiering. Majoriteten av informantene i studien er alle unge, velutdannede menn, som Gatnigon og Robertson (1985), samt Lam og Shanker (2014) hevder er villige til å påta seg risiko. Vi erfarer likevel at entreprenørene opplever for stor risiko ved å benytte equity crowdfunding, og disse er i noen grad skeptiske til denne finansieringsmetoden.

På den andre siden observerer vi at entreprenører som mottar erfaringer og kunnskap fra relasjoner i kontaktnettverket har en lavere terskel til å adoptere equity crowdfunding. I likhet med Vishwanath (2009) argumenterer vi for at innovatører lar seg påvirke av hvordan en innovasjon presenteres. Funnene våre indikerer at de informantene som har positive erfaringer med equity crowdfunding gjennom sine relasjoner er tilbøyelige til å være optimistiske overfor fenomenet. De informantene som mangler slike relasjoner viser en større motvilje til denne finansieringsstrategien.

5.3.4 Delkonklusjon

Hvilke avveininger foretar entreprenører når de vurderer sterke relasjoner versus svake relasjoner?

Vi vil konkludere med at entreprenørers relasjoner i startfasen er kritiske for å oppnå nødvendig informasjon om ulike finansieringsstrategier. Enkelt av entreprenørene har et relativt godt utviklet kontaktnettverk, som de benytter seg av for å få informasjon og kunnskap om finansieringsstrategier. Ettersom equity crowdfunding er et relativt nytt fenomen finnes det begrenset med informasjon i de eksisterende kontaktnettverkene. Funnene våre viser derfor at flere av entreprenørene i stor grad er avhengig av å utforske arrangementer og potensielle relasjoner på egenhånd.

Entreprenørenes egenskaper gjør dem velegnet til å adoptere innovasjoner, men samtidig observerer vi at mange av entreprenørene føler en risiko overfor equity crowdfunding. Funnene våre viser at entreprenører med et veletablert kontaktnettverk i større grad er tilbøyelige til å anvende denne finansieringsstrategien, da de lar seg påvirke av relasjonenes meninger og opplever en lavere grad av risiko.

Mange av informantene uttrykker skepsis til et stort antall investorer i selskapet sitt, da de frykter det vil bli uoversiktlig og vanskelig å kommunisere godt med alle. På den andre siden forteller enkelte informanter at svake relasjoner er uproblematisk. De vektlegger heller størrelsen på kontaktnettverket som kan gi selskapet mange ambassadører. Informantene mener at de kan få sterkere relasjoner på et senere tidspunkt gjennom større investorer som business angles. Således forventer entreprenørene markedsføringsgevinster fra de svake relasjonene - og kunnskap og rådgivning fra de sterke relasjonene. De svake relasjonene krever mindre tid og ressurser enn de sterke relasjonene. Basert på dette søker entreprenørene etter et kontaktnettverk med begge typer relasjoner – som vil gi en optimal sammensetning. Denne

sammensetningen baseres på den enkelte entreprenørs avveining mellom de sosiale merverdiene de ønsker fra relasjonene, og tid og ressurser som de foretrekker å benytte på disse relasjonene.

6. Avslutning

I dette avsluttende kapittelet vil vi oppsummere funnene våre og forklare hva de innebærer. Vi har foretatt en fordeling av diskusjonskapittelet som følger de to dilemmaene med tilhørende forskningsspørsmål. Basert på dette vil vi besvare hovedproblemstillingen. Vi vil også komme med vår egen vurdering av implikasjonene av studien, samt anbefalinger. Avslutningsvis vil vi presentere begrensninger ved studien, før vi kommer med innspill til videre forskning.

6.1 Konklusjon

Entreprenører er avhengige av finansiering for å passere the equity gap. Samtlige informanter i denne studien er enige om at equity crowdfunding kan være en mulig løsning på denne utfordringen. Det er allikevel uenighet om i hvilken grad denne finansieringsstrategien er en god løsning. Dette gjenspeiler seg i entreprenørenes ulike preferanser og oppfattelser av avveiningen mellom kapital og kontroll, samt avveiningen mellom svake og sterke relasjoner.

Entreprenørenes bedømmelse av disse to dilemmaene gir oss svar på deres vurdering av equity crowdfunding som finansieringsstrategi.

6.1.1 Dilemma 1: Tilgang til kapital versus kontroll over eget selskap

Vi har funnet ut at informantene i stor grad benytter seg av softfunding i startfasen med sitt oppstartselskap, og de hevder dette er en tilfredsstillende ordning. Imidlertid påpeker samtlige informanter at det mangler investeringsvillig kapital mellom selskapets startfase og vekstfase. Dette oppleves som lite tilfredsstillende og skaper en usikkerhet for valg av finansieringsstrategi og fremtidige utsikter. I fravær av gode finansieringsalternativer benytter enkelte entreprenører equity crowdfunding som finansieringsstrategi. Funnene våre antyder at informantene hovedsakelig anser equity crowdfunding som en komplementær strategi til tradisjonelle finansieringsstrategier. Derfor kan vi hevde at equity crowdfunding ikke vil erstatte eksisterende finansieringsstrategier, men at enkelte entreprenører vil benytte strategien for å passere the equity gap.

I sammenheng med dette observerer vi at informantene er svært opptatt av å bevare en høy grad av kontroll i oppstartsselskapene sine og er skeptiske til eksterne investorer. Våre funn

indikerer at equity finansiering er så godt som eneste realistiske kilde til risikokapital. Informantene må derfor akseptere innblanding fra eksterne investorer. Det viser seg at business angles, industrikunder og venturekapitalister er vanskelige å inngå avtaler med. Flere av informantene vurderer derfor equity crowdfunding som en alternativ finansieringsstrategi. Dette innebærer et dilemma mellom å avgi kontroll og å motta nødvendig finansiering. Funnene våre viser at majoriteten av informantene er skeptiske til å ha mange deleiere fordi de frykter mangel på kontroll. På den andre siden hevder andre informanter at man fremdeles kan bevare kontrollen ved å velge et investorutvalg som tilfredsstillers selskapets preferanser. Disse motsetningene viser at det er et splittet syn på hvor stor grad av kontroll entreprenørene kan bevare ved bruk av equity crowdfunding.

6.1.2 Dilemma 2: Avveining mellom sterke relasjoner og svake relasjoner

Vi har funnet ut at informantene finner det utfordrende å oppdrive informasjon og kunnskap om mulighetene de har til kapitalinnhenting. Vi mener det eksisterer et kunnskapsgap blant entreprenørene og derfor et behov for informasjon. Funnene våre viser at relasjonene spiller en avgjørende rolle for entreprenørers valg og bruk av finansieringsstrategi. Ved valg av equity crowdfunding er det avgjørende for entreprenørene å utvide kontaktnettverket. På grunn av informasjonsmangel og lite kompetanse blant eksisterende relasjoner må entreprenørene aktivt søke etter nye forbindelser. Våre funn viser at mange av informantene verdsetter svake relasjoner fordi de da slipper å bruke mye ressurser på hver enkelt investor. Det forventes at svake relasjoner hovedsakelig gir verdi gjennom markedsvalidering – og det verdsettes når et oppstartsselskap skal lansere et produkt. Samtidig forventes det at det er en større sjans for at store aktører vil vise interesse for oppstartsselskapene dersom det foreligger en god markedsvalidering.

Vi har erfart at informantene har ulike syn på equity crowdfunding som finansieringsstrategi. Funnene våre viser at entreprenører med et veletablert kontaktnettverk i større grad har tilgang på nødvendig informasjon og kompetanse om equity crowdfunding. Slik har de bedre forutsetninger og er mer tilbøyelige til å anvende denne finansieringsstrategien, da de virker å la seg påvirke av kontaktnettverkets meninger. Entreprenører med fravær av et slikt kontaktnettverk, virker ikke i samme grad å være tilbøyelige til å bruke equity crowdfunding.

Vi har funnet ut at informantene i stor grad verdsetter sosiale merverdier som kan oppnås gjennom finansiering. Markedsføring, rådgivning og kompetanse trekkes frem som de sterkeste incentivene til adopsjon av ulike finansieringsstrategier. Ved bruk av equity crowdfunding mener majoriteten av informantene at man hovedsakelig oppnår en markedsføringsgevinst. Rådgivning og kompetanse knyttes til profesjonelle investorer som business angles og venturekapitalister. Disse antagelsene viser at entreprenørene ikke tror man kan oppnå profesjonelle investorer gjennom equity crowdfunding. Imidlertid uttrykker entreprenørene at de søker en optimal sammensetning av svake og sterke relasjoner som tilfredsstillende deres behov.

6.1.3 Implikasjoner av funnene

Equity crowdfunding fremstår som en komplementær finansieringsstrategi, som kan benyttes til å passere the equity gap i fravær av andre strategier. Det eksisterer imidlertid en generell feilvurdering av hvordan equity crowdfunding fungerer i praksis. Dette medfører blant annet forventninger om svært redusert kontroll ved bruk av denne strategien. Enkelte funn viser at disse forventningene ikke stemmer overens med realiteten. Informasjonsmangel og knapphet på relasjoner med relevant kunnskap, virker å være en årsak til skepsis og usikkerhet til fenomenet equity crowdfunding og hvordan det fungerer – og underbygger påstanden om et kunnskapsgap i tillegg til et finansieringsgap. Dette gir en restriktiv holdning til adopsjon av finansieringsstrategien.

På den andre siden eksisterer det en stor verdsettelse av markedsføringseffekter, rådgivning og kompetansetilførsel. Funnene viser at det hovedsakelig er markedsføring som anses som en realistisk merverdi gjennom equity crowdfunding. Andre funn viser imidlertid at dette er en misforstått oppfatning: rådgivning og kompetanse er også gevinster som kan oppnås gjennom denne finansieringsstrategien – både ved at man settes i kontakt med business angles og andre erfarne fagfolk. Dette impliserer en undervurdering av potensialet til equity crowdfunding.

Impulser utenfra virker i stor grad å avgjøre entreprenørers holdning til equity crowdfunding. Dette impliserer at den enkeltes undersøkelser av fenomenet, informasjon fra kontaktnettverk og inntrykk fra tidligere kampanjer bidrar til å bestemme entreprenørens vurdering av finansieringsstrategien.

Entreprenørens gjennomgående dilemmaer i studien er avveiningen mellom å skaffe kapital for å passere the equity gap og avgi kontroll i selskapet til eksterne investorer, samt dilemmaet mellom hvilke relasjoner som ønskes. Funnene viser at equity crowdfunding er en strategi som kan være en løsning på disse dilemmaene. Kontroll bevares samtidig som at entreprenøren oppnår finansiering, og entreprenøren kan i stor grad avgjøre sammensetningen av sterke og svake relasjoner etter en gjennomført kampanje. Imidlertid er det utfordrende for de fleste entreprenørene å skaffe tilstrekkelig med informasjon og kompetanse gjennom relasjoner i forkant av en kampanje. Dette kan bidra til at entreprenørene ikke klarer å anse equity crowdfunding som en fullverdig løsning.

6.2 Anbefalinger

Vi mener det er vesentlig å løse entreprenørenes dilemmaer for å legge til rette for at flere oppstartsselskaper skal bli finansiert og passere the equity gap. Våre anbefalinger er tilknyttet hvordan man kan stimulere til økt bruk av equity crowdfunding.

Vi ønsker at informasjonen om equity crowdfunding må bli bedre for at entreprenørene skal få en bedre forståelse for denne finansieringsstrategien. Derfor mener vi det må avholdes arrangementer, kurs og konferanser som kan bidra med riktig og relevant informasjon om equity crowdfunding. For at dette skal realiseres er man avhengig av større aktører. Eksempelvis har Innovasjon Norge en stor påvirkningskraft på mange entreprenører i startfasen, og bør i større grad informere om dette fenomenet.

Underveis i studien har vi observert at USA har liberalisert lovverket til equity crowdfunding. I Europa har også den første equity crowdfundingplattformen nylig mottatt lisens for å operere i henhold til gjeldende reglement. Vi mener at dersom det legges til rette for at tilbudssiden av equity crowdfunding kan lansere lovlige plattformer, vil det tiltrekke seg flere entreprenører. Dette innebærer at norske myndigheter må tilpasse lovverket slik at equity crowdfunding kan få et større spillerom her i landet. Videre har svenske og britiske myndigheter innført skatteincentiver for investorer som benytter equity crowdfunding. Dette er noe vi også mener bør vurderes i Norge for å motivere til bruken av denne finansieringsstrategien.

Vi mener også at vi trenger flere suksesshistorier fra norske entreprenører som har benyttet equity crowdfunding. Det vil utvilsom gi et signal til andre usikre entreprenører om at det er en gunstig finansieringsstrategi. For å formidle slike suksesshistorier spiller media en viktig

rolle. Vi observerer at flere større mediehus, slik som Dagens Næringsliv, i større grad enn tidligere velger å fokusere på entreprenører og deres betydning for utvikling av næringslivet. En slikt fokus vil også være gunstig for utbredelsen av equity crowdfunding.

Basert på disse anbefalingene mener vi equity crowdfunding bidrar til å fylle the equity gap for entreprenører, og at dette vil øke mulighetene for flere suksessfulle oppstartsselskaper.

En entreprenør i vanskeligheter – del 2 av 2

Frank bestemmer seg for å lansere en equity crowdfundingkampanje gjennom den svenske portalen Fundedby.me. Han var i utgangspunktet svært usikker på om han ville risikere å utsette selskapet for en slik kampanje – hva hvis det ikke går og han blir tvunget til å gi opp drømmen sin? Han har jobbet i over tre år med dette selskapet og følelsen av å satse på en ukjent finansieringsstrategi gjør han utrygg. Imidlertid fikk Frank en svært positiv opplevelse fra deltagelsen på equity crowdfundingarrangementet og denne erfaringen bidrar til at han føler seg villig til å prøve.

Kampanjen går sin gang og etter kun fire uker har han mottatt henvendelser fra hele 68 ulike investorer – også fra utlandet. Hver investering varierer fra et par tusen og opp til flere hundre tusen kroner. Frank er usikker på om det er hensiktsmessig å godkjenne alle de interesserte, for han frykter det kan bli en svært uoversiktlig eierstruktur som skremmer bort potensielle angels investorer. Han beslutter å kun godkjenne 12 investorer, hvorav de fleste bidrar med godt over hundre tusen kroner hver. Ved å ikke slippe alle investorene til mener Frank at han også beholder en størst mulig grad av kontroll av selskapet. Han beholder den største eierandelen selv og han sikrer kvaliteten og de sterkeste relasjonene ved å velge ut de mest attraktive investorene.

Frank opplever at noen av investorene går inn i en relativ passiv rolle på eiersiden, men det er samtidig flere som har diverse forslag og råd til selskapet. En av dem har bakgrunn fra en ingeniøravdeling i det amerikanske forsvaret – og setter dem i kontakt med kolleger som har jobbet med utvikling av droner. En annen investor driver et reisebyrå for toppturinteresserte fra hele verden. Han ønsker å markedsføre dronen ut til sine kunder. Frank opplever at kontaktnettverket utvides, og verdsetter merverdiene equity crowdfundingkampanjen har bidratt med. Selv om ikke alle investorene er like aktive, føler han at selskapet får tilstrekkelig med kompetansetilførsel fra de utvalgte investorene.

En dag er Frank og teamet ute på en testflygning med dronen, da telefonen hans ringer. Det viser seg at et par velrennomerte business angles har registrert equity crowdfundingkampanjen, og oppmerksomheten den har fått. De tilbyr seg å gå tungt inn på eiersiden for å sikre selskapets vekst og fremtid. Frank blir med det første svært usikker – han har opplevd tidligere hvordan større investorer krever svært mye for å finansiere et oppstartsselskap. Imidlertid er dette samtidig en gyllen mulighet for selskapet, og han ber om å få tilsendt et avtaleforslag.

Når han leser igjennom kravene fra angelinvestorene er det slett ikke så ille som han forventet – faktisk er det svært rimelige vilkår. Frank begynner å lure på om equity crowdfundingkampanjen kan ha fjernet en del av den risikoen investorer tidligere opplevde. Etter relativt korte forhandlinger inngår Frank AS en avtale med angel investorene.

Etter 14 måneder har selskapet ferdigutviklet dronen og den er klar for salg gjennom flere distributører. Frank er svært glad for suksessen og for at han turte å ta sjansen på equity crowdfunding. Nå vet Frank hva han skal anbefale andre entreprenører som har utfordringer med å krysse the equity gap.

Figur 8 - En entreprenør i vanskeligheter del 2 av 2

6.3 Begrensninger ved studien

Begrenset tid og tilgjengelige ressurser har medført at forskerne valgte å gjennomføre studien med entreprenører tilknyttet gründermiljøer i Oslo, Bergen og Trondheim. Datagrunnlaget er derfor relativt lite geografisk spredt, noe som gjør at det ikke er mulig å si om funnene er generaliserbare, verken i Norge eller på tvers av landegrensener. Det er naturlig at entreprenører fra samme gründermiljø har mange like meninger og holdningene til de ulike temaene som ble tatt opp i intervjuene. Dette trekker i retning av et biased datagrunnlag med begrenset variasjon i svarene. Ettersom det er relativt få involverte informanter, kan det vanskelig sies å være et tilstrekkelig stort nok utvalg til å kunne generalisere eller peke på tydelige trender blant entreprenører.

En annen svakhet med studien er at enkelte av informantene hadde manglende verdifulle sitater å bidra med i intervjuprosessen. Dette førte til en noe begrenset tilgang på rik tekst som kunne bli brukt som power quotes til analyseformål. Vi vil også understreke at denne studien er kvalitativ, og analysene baserer seg på forfatterens oppfatninger og tolkninger av datagrunnlaget. Vi kan derfor ikke påvise kausale sammenhenger.

På grunn av at equity crowdfunding er et relativt nytt fenomen, finnes det mange ulike innfallsvinkler for å angripe problemstillingen vår. Derfor finnes det annen teori og forskning som også kan benyttes til å forklare andre aspekter ved entreprenørens vurdering av equity crowdfunding som finansieringsstrategi.

6.4 Forslag til videre forskning

Vi mener det vil være interessant å undersøke nærmere om funnene i større grad kan generaliseres. Det bør tas utgangspunkt i et enda rikere datasett. Dette innebærer først og fremst å innhente mer data fra hver informant, i tillegg til å inkludere flere entreprenører både nasjonalt og internasjonalt. En større studie vil kunne avdekke flere spennende temaer tilknyttet entreprenørens valg av finansieringsstrategi. Kvantitative data bør inkluderes for å trekke kausale sammenhenger. I tillegg mener vi det vil være interessant å utføre casestudier som følger flere entreprenører over en lengre tidsperiode. Dette vil gjøre det mulig å analysere entreprenørers utvikling av preferanser og holdninger overfor equity crowdfunding. Forskere bør også undersøke sammenhengen mellom entreprenørers initielle meninger og faktisk utførte handlinger i valg av finansieringsstrategi.

Et annet aktuelt forskningstema vil være å sammenligne forskjellene mellom oppstartsselskaper som har benyttet equity crowdfunding, og oppstartsselskaper som ikke har benyttet seg av finansieringsstrategien. Videre bør det også forskes på effektene som følger ved bruk av equity crowdfunding versus å gå direkte fra softfunding til business angels, industrikunder eller venturekapitalister. Spørsmål knyttet til hvilke merverdier entreprenørene sitter igjen med, hvor stor del av selskapet de må gi fra seg i bytte mot kapital og hvordan samarbeidet med investorene er, vil da være aktuelle.

Flere land har ulik praksis i lovgivningen tilknyttet equity crowdfunding. Derfor mener vi det vil være interessant å undersøke i hvilken grad lover og regler påvirker entreprenørers adopsjon av equity crowdfunding. Vi ønsker også flere studier som undersøker om adopsjon og bruk av equity crowdfunding i ulike land har påvirket næringslivet i form av fremvekst av nye selskaper og flere arbeidsplasser. Dette bør eventuelt ha et samfunnsøkonomisk perspektiv.

I løpet av det siste tiåret har verdenssamfunnet opplevd utviklingen av store selskaper som baserer seg på utnyttelse av crowden. AirBNB, Über og Facebook har endret måten vi bor, reiser og kommuniserer. Fellesnevneren for disse selskapene er at de har vokst utrolig raskt. Vi mener crowdfunding har et potensial til å oppleve en lignende vekst. Det vil derfor være interessant å foreta en studie som nærmere kan undersøke om crowden også kan stimulere til en stor utbredelse av fenomenet equity crowdfunding.

Vi håper studien, samt de foreslåtte emnene ovenfor, vil stimulere andre til å bringe forskning om equity crowdfunding videre.

Litteraturliste

- Ahlers, G. K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. doi: 10.1111/etap.12157
- Alcser, M. G. (1995). Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory, The. *UC Davis L. Rev.*, 29, 1217.
- Aldrich, H., Reese, P. R., & Dubini, P. (1990). The go-between: Brokers' roles in entrepreneurial networks. In *Frontiers of entrepreneurship research* (pp. 554-555). Babson College Wellesley, MA.
- Alexy, O. T., Block, J. H., Sandner, P., & Ter Wal, A. L. (2012). Social capital of venture capitalists and start-up funding. *Small Business Economics*, 39(4), 835-851.
- Alois, J. D. (2015, 21. april). Invesdor is First European Crowdfunding Platform to Receive EU MiFID License. Hentet 26. november 2015 fra <http://www.crowdfundinsider.com/2015/04/66459-invesdor-is-first-european-crowdfunding-platform-to-receive-eu-mifid-license/>
- 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.
- Angelblog (2015). Startup Funding – The Friends and Family Round. Hentet 10. november 2015 fra http://www.angelblog.net/Startup_Funding_the_Friends_and_Family_Round.html
- Atkinson, R., & Flint, J. (2004). *Snowball Sampling*. doi: <http://dx.doi.org/10.4135/9781412950589.n931>
- Baeck, P., Collins, L., & Zhang, B. (2014, 1. november). Understanding alternative finance (NESTA-rapport 11/14). Hentet fra <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>
- Banister, P., Bunn, G., Burman, E., Daniels, J., Duckett, P., Goodley, D., Lawthom, R., Parker, I., Runswick-Cole, K., Sixsmith, J., Smailes, S., Tindall, C., & Whelan, P. (2011). *Qualitative methods in psychology: A research guide* (2. utgave). UK: McGraw-Hill Education.
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673.

-
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance* (3. utgave). United Kingdom: Pearson Education.
- Best, J., Neiss, S., Swart, R., & Lambkin, A. (2013). Scaling innovation: Crowdfunding's potential for the developing world. *Information for Development Program (infoDev)*, *The World Bank*.
- Biotek (2015). Bioteknologi for verdiskaping (BIOTEK2021). Hentet 12. november 2015 fra <http://www.forskningsradet.no/prognett-biotek2021/Forside/1253970728155>
- Blaseg, D. & Koetter, M. (2015). Friend or Foe? Crowdfunding Versus Credit when Banks are Stressed. Discussion Paper No. 8. Halle, Germany: Halle Institute for Economic Research (IWH).
- The Boston Consulting Group (2014). Innovasjon og entreprenørskap – kilder til fremtidige konkurransefortrinn. Hentet 12. november 2015 fra http://sikt2014.no/files/SIKT_Rapport_Final_22.09.14.pdf
- British Business Bank (2014, 1. mars). Equity Crowdfunding In the UK: Evidence from the Equity Tracker. Hentet fra <http://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2015/03/230315-Equity-crowdfunding-report-final.pdf>
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *39*(1), 9-26.
- Brüderl, J., & Preisendörfer, P. (1998). Network support and the success of newly founded business. *Small business economics*, *10*(3), 213-225.
- Brown, R., Mawson, S., Rowe, A., & Mason, C. (2015, 1. oktober). *Harnessing the Crowd: The Demand-Side Dynamics of Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial Ventures* (Centre for Responsible Banking and Finance of the University of St Andrews School of Management -rapport). Hentet 20 oktober 2015 fra http://www.st-andrews.ac.uk/business/rbf/workingpapers/RBF15_009.pdf
- Bråthen, T. (2000, 1. mars). Aksjeklasser. Hentet 27. oktober 2015 fra <https://www.magma.no/aksjeklasser>
- Burt, R. S. (1997). The contingent value of social capital. *Administrative science quarterly*, *33*(3), 339-365.
- Carpenter, R. E. & Petersen, B. C. (2002). Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The Economic Journal*, *112*(477), F54-F72.
- Carpentier, C. & Suret, J-M. (2015). Canadian business angel perspectives on exit: A research note. *International Small Business Journal*, *33*(5), 582-593
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of business venturing*, *19*(2), 261-283.

- Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments?. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145-172.
- CMF (2015). *How likely is your crowdfunding campaign to succeed?* Hentet 04. desember 2015 fra http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats/how-likely-is-your-crowdfunding-campaign-to-succeed
- Collewaert, V., & Manigart, S. (2015). Valuation of Angel-Backed Companies: The Role of Investor Human Capital. *Journal of Small Business Management*.
- Collins, L., & Pierrakis, Y. (2012). *The venture crowd: Crowdfunding equity investment into business*. London: Nesta.
- Corley, K. G., & Gioia, D. A. (2004). Identity ambiguity and change in the wake of a corporate spin-off. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 173-208.
- Dalland, O. (2012). *Metode og oppgaveskriving for studenter* (5. utgave). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. utgave). New York: John Wiley & Sons.
- Dey, I. (2003). *Qualitative data analysis: A user friendly guide for social scientists* (1. utgave). United Kingdom: Routledge.
- Dorff, M. B. (2013). Siren Call of Equity Crowdfunding, *The J. Corp. L.*, 39, 493.
- Drucker, P. (1970). Entrepreneurship in business enterprise. *Journal of business policy*, 1(1), 3-12.
- Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (2015). The Global Innovation Index 2015 – Effective Innovation Policies for Development. Hentet fra <https://www.globalinnovationindex.org/userfiles/file/reportpdf/gii-full-report-2015-v6.pdf>
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R., & Jackson, P. R. (2012). *Management research* (4. utgave). London: Sage.
- Emerson, R. M., Fretz, R. I., & Shaw, L. L. (2011). *Writing ethnographic fieldnotes* (2. Utgave). United States of America: University of Chicago Press.
- Emerson, R. W., (n.d.). BrainyQuote.com. Retrieved November 23, 2015, from BrainyQuote.com Web site: <http://www.brainyquote.com/quotes/quotes/r/ralphwaldo136905.html>
- Enkel, E., Gassmann, O., & Chesbrough, H. (2009). Open R&D and open innovation: exploring the phenomenon. *R&d Management*, 39(4), 311-316.

-
- Etikkom (2010, 15. januar). Kvalitative og kvantitative forskningsmetoder – likheter og forskjeller. Hentet 29. oktober 2015 fra <https://www.etikkom.no/forskningsetiske-retningslinjer/medisin-og-helse/kvalitativ-forskning/1-kvalitative-og-quantitative-forskningsmetoder--likheter-og-forskjeller/>
- Estellés-Arolas, E., & González-Ladrón-de-Guevara, F. (2012). Towards an integrated crowdsourcing definition. *Journal of Information science*, 38(2), 189-200.
- Fellows, R. F., & Liu, A. M. (2015). *Research methods for construction* (4. utgave). New York: John Wiley & Sons.
- FOCUS (2012). *Forskningsprogrammet FOCUS 2012*. Hentet 05. desember 2015 fra <http://blogg.nhh.no/focus/wp-content/uploads/2012/09/FocusFolder-NY.pdf>
- Forny (2015). Forskningsbasert nyskaping (FORNY2020). Hentet 12. november 2015 fra <http://www.forskningsradet.no/prognett-FORNY2020/Forside/1253963921794>
- Fourati, H., & Affes, H. (2013). The Capital Structure of Business Start-Up: Is There a Pecking Order Theory or a Reversed Pecking Order?—Evidence from the Panel Study of Entrepreneurial Dynamics. *Technology and Investment*, 4(04), 244-254.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-off and pecking order theories of debt. *Available at SSRN 670543*.
- Freel, M., Carter, S., Tagg, S. & Mason, C. (2012). The latent demand for bank debt: characterizing “discouraged borrowers”. *Small Business Economics*, 38(4), 399-418.
- Frydrych, D., Bock, A. J., Kinder, T., & Koeck, B. (2014). Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. *Venture Capital*, 16(3), 247-269.
- Føllesdal, D., Walløe, L., & Elster, J. (1996). *Argumentasjonsteori, språk og vitenskapsfilosofi* (6. utgave). Oslo: Universitetsforlaget.
- Gage, D. (2012). The venture capital secret: 3 out of 4 start-ups fail. *Wall Street Journal*, 20.
- Gatignon, H., & Robertson, T. S. (1985). A propositional inventory for new diffusion research. *Journal of consumer research*, 849-867.
- Gertner, R. H., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1994). *Internal versus external capital markets* (No. w4776). National Bureau of Economic Research.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle* (2. utgave). Cambridge, Massachusetts: MIT press.

- Greve, A. (1995). Networks and entrepreneurship—an analysis of social relations, occupational background, and use of contacts during the establishment process. *Scandinavian journal of management*, 11(1), 1-24.
- Greve, A (2000). Sosial kapital: Hvor står vi i dag? *Magma*, 2000(1). Hentet fra <https://www.magma.no/sosial-kapital-hvor-staar-vi-i-dag>
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2004). *Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter* (1. Utgave). Kristiansand: HøyskoleForlaget.
- Grummitt, J. (1980). *Guide to interviewing skills* (1. utgave). London: Industrial Society Press.
- Grünfeld, L. A., Iversen, L. M., & Grimsby, G. (2011). *The need for government supported capital measures in the market for early stage risk capital in Norway* (MENON-rapport nr. 18/2011).
- Harkola, J., & Greve. 1995. Diffusion of Technology: Cohesion or Structural Equivalence? Academy of Management Best Paper Proceedings 422-26
- Hellmann, T. & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- Hemer, J. (2011). *A snapshot on crowdfunding* (No. R2/2011). Working papers firms and region.
- Henry, G. T. (1990). *Practical sampling* (1 utgave). Cornwall: Sage.
- Hermansen, H. O. (2014). *Finansiell crowdfunding* (Masteroppgave). Universitetet I Oslo, Oslo.
- Hisrich, R. D. (1990). Entrepreneurship/intrapreneurship. *American Psychologist*, 45(2), 209-222.
- Holm, E. D. (2015, 14. april). Slik får bedriften din lån. Hentet 12. november 2015 fra <https://dnbfeed.no/starte-bedrift/slik-far-din-bedrift-lan/>
- Horisont (2015). Om Horisont 2020. Hentet 12. november 2015 fra http://www.forskningsradet.no/prognett-horisont2020/Om_Horisont_2020/1253988679420
- Howe, J. (2006). The rise of crowdsourcing. *Wired magazine*, 14(6), 1-4.
- Human kapital (2015). I Store norske leksikon. Hentet 04. desember 2015 fra https://snl.no/human_kapital
- Huyghebaert, N., & Van de Gucht, L. M. (2007). The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups. *European Financial Management*, 13(1), 101-133.

-
- Innovasjon Norge (2015a). Etablerertilskudd. Hentet 30. oktober 2015 fra <http://www.innovasjon Norge.no/no/finansiering/etablerertilskudd/#.VIB-CtCSdBF>
- Innovasjon Norge (2015b). Sårkornfond. Hentet 30. oktober 2015 fra <http://www.innovasjon Norge.no/no/finansiering/sårkornfond/#.VIB-j9CSdBF>
- Invesdor (2015). Crowdfunding Process. Hentet 14. November 2015 fra <https://www.invesdor.com/finland/en/how-it-works/for-companies/crowdfunding-process/before-the-round>
- Isenberg, D. (2012). The road to crowdfunding hell. Harvard Business Review Blog, Available at: <https://hbr.org/2012/04/the-road-to-crowdfunding-hell/>
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (2. utgave). Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utgave). Oslo: Abstrakt forlag.
- Johannisson, B. (1988). Business formation—a network approach. *Scandinavian journal of management*, 4(3), 83-99.
- Kaplan, J. M., & Warren, A. C. (2009). *Patterns of entrepreneurship management* (3. utgave). New York: John Wiley & Sons.
- Kerr, W. R., Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2014). Entrepreneurship as experimentation. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 25-48.
- King, N., & Horrocks, C. (2010). *Interviews in qualitative research* (1. utgave). Cornwall: Sage.
- Kleemann, F., & Voß, G. G. (2008). Un (der) paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4(1).
- Kon, Y. & Storey, D. J. (2003). A theory of discouraged borrowers. *Small Business Economics*, 21(1), 37-49.
- Krackhardt, D. (1992). The strength of strong ties: The importance of philos in organizations. *Networks and organizations: Structure, form, and action*, 216, 239.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Kozinets, R. V., Hemetsberger, A., & Schau, H. J. (2008). The Wisdom of Consumer Crowds. *Journal of Macromarketing*, 28(4), 339-354.

- Lam, S. Y., & Shankar, V. (2014). Asymmetries in the effects of drivers of brand loyalty between early and late adopters and across technology generations. *Journal of Interactive Marketing*, 28(1), 26-42.
- Lanxon, N. (2011, 13. januar). How the Oxford English Dictionary Started Out Like Wikipedia. Hentet 14. november 2015 fra <http://www.wired.co.uk/news/archive/2011-01/13/the-oxford-english-wiktionary>
- Larson, A., & Starr, J. A. (1993). A network model of organization formation. *Entrepreneurship theory and practice*, 17, 5-5.
- Laukli, H. I. (2014, 14. november). Åpen innovasjon – tenk nytt. Hentet 29. oktober 2015 fra http://www.nofas.no/nyheter_cms/2014/juni/aapen-innovasjon-tenk-nytt/99
- LeCompte, M. D., & Goetz, J. P. (1982). Problems of reliability and validity in ethnographic research. *Review of educational research*, 52(1), 31-60.
- Lee, T. W., Mitchell, T. R., & Sablinski, C. J. (1999). Qualitative research in organizational and vocational psychology, 1979–1999. *Journal of vocational behavior*, 55(2), 161-187.
- Lehner, O. M., Grabmann, E., & Ennsgraber, C. (2015). Entrepreneurial implications of Crowdfunding as alternative funding source for innovations. *Venture Capital*, doi:10.1080/13691066.2015.1037132.
- Lincoln, Y. S., & Denzin, N. K. (Eds.). (1998). *The landscape of qualitative research: Theories and issues* (1. utgave). United States of America: Sage.
- Lu, C. T., Xie, S., Kong, X., & Yu, P. S. (2014, February). Inferring the impacts of social media on crowdfunding. In *Proceedings of the 7th ACM international conference on Web search and data mining* (pp. 573-582). ACM.
- Macht, S. A. & Weatherston, J. (2014). The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures. *Strategic Change*, 23(1-2), 1-14.
- Mason, C., Botelho, T. & Harrison, R. (2013). The Transformation of the Business Angel Market: Evidence from Scotland. Working Paper, Adam Smith Business School. Glasgow: University of Glasgow
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4), 309-330.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (1997). Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: is there still a role for the public sector. *Small Business Economics*, 9(2), 111-123.
- Massolution. (2015). *The Crowdfunding Industry Report*. Hentet 15. oktober 2015 fra <http://www.crowdsourcing.org/research>
- McCracken, G. (1988). *The long interview* (1. utgave). United States of America: Sage.

-
- Meyerson, E. M. (1994). Human capital, social capital and compensation: The relative contribution of social contacts to managers' incomes. *Acta Sociologica*, 37(4), 383-399.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Moore, Geoffrey A (1998). "Crossing the Chasm, Capstone."
- Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(3), 309-342.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- NordreLand (2007, 04. desember). Nordre Land kommunes næringsfond. Hentet 12. november 2015 fra <http://www.nordre-land.kommune.no/nordre-land-kommunes-naeringsfond.96492.no.html>
- NTNUDiscovery (2015a). Om NTNU Discovery. Hentet 12. november 2015 fra <http://ntnudiscovery.no/om-ntntu-discovery/>
- NTNUDiscovery (2015b). Prosjekter som har mottatt støtte. Hentet 12. november 2015 fra <http://ntnudiscovery.no/wp-content/uploads/2014/10/Prosjekter-som-har-mottatt-stotte-fra-NTNU-Discovery.pdf>
- Nærings- og Handelsdepartementet. (2008). *Et nyskapende og bærekraftig Norge*. (St.meld. nr. 7 2008-2009). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/f690da32d4da4a0782c49b16e12e0552/no/pdfs/stm200820090007000dddpdfs.pdf>
- O'Reilly, T. (2009, 30. september). What is web 2.0. Hentet 20. oktober 2015 fra <http://www.oreilly.com/pub/a/web2/archive/what-is-web-20.html>
- Park, C. W., & Pincus, M. (2001). Internal versus external equity funding sources and earnings response coefficients. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16(1), 33-52.
- Pellissier, R. (2008). *Business research made easy* (1. utgave). Sør-Afrika: Juta and Company Ltd.
- Peverelli, P. J., & Song, J. (2012). *Chinese entrepreneurship: a social capital approach* (1. utgave). Berlin: Springer Science & Business Media.

- Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go?. *Venture Capital*, 10(2), 127-147.
- Pratt, M. G. (2009). From the editors: For the lack of a boilerplate: Tips on writing up (and reviewing) qualitative research. *Academy of Management Journal*, 52(5), 856-862.
- Rao, L. (2012, 17. februar). Fundraising Platform For Startups ProFounder Shuts its Doors. Hentet 19. november 2015 fra <http://techcrunch.com/2012/02/17/startup-fundraising-platform-profounder-shuts-its-doors/>
- Rasmussen, E., Sørheim, R., & Widding, Ø. (2007). Gjennomgang av virkemidler for kommersialisering av forskningsresultater. *Norway, Bodø: Handelshøgskolen i Bodø*.
- Ras-Vidal, D. (2015, 03. februar). Konstruktivt om pre-såkorn. Hentet 20. oktober 2015 fra <http://abelia.no/innovasjon/konstruktivt-om-pre-saakorn-article3271-135.html>
- Repstad, P. (1998). *Mellom nærhet og distanse: kvalitative metoder i samfunnsfag* (3. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.
- Ries, E. (2010, 21. juni). What is a startup?. Hentet 20. oktober 2015 fra <http://www.startuplessonslearned.com/2010/06/what-is-startup.html>
- Ringsaker (2011, 29. september). Støtteordninger. Hentet 12. november 2015 fra <http://www.ringsaker.kommune.no/stoetteordninger.4966532.html>
- Ritchie, J., Lewis, J., Nicholls, C. M., & Ormston, R. (2013). *Qualitative research practice: A guide for social science students and researchers* (2. utgave). Chennai: Sage.
- Rogers, E. M. (2010). *Diffusion of innovations*. Simon and Schuster.
- Ruhnka, J. C., & Young, J. E. (1991). Some hypotheses about risk in venture capital investing. *Journal of Business Venturing*, 6(2), 115-133.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.
- Sandnes, A. S. G. (2015, 22. mars). Har ikke sett lyset i Norge. *Dagens Næringsliv*. Hentet 21. oktober 2015 fra <http://www.dn.no/talent/2015/03/19/2151/Karriere/har-ikke-sett-lyset-i-norge>
- Sanyal, P., & Mann, C. L. (2010, 1. desember). The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics. Hentet 25. oktober fra <http://www.bostonfed.org/economic/wp/wp2010/wp1017.pdf>
- Sandlund, J. (2013, 18. mars). Crowdfunding Motivations – What Drives People to Invest? Hentet 22. november 2015 fra <http://www.thecrowdcafe.com/crowdfunding-motivations/>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2006). *Research Methods for Business Students* (4. utgave). United Kingdom: Pearson Education.

-
- Schutz, A., Natanson, M., & van Breda, H. L. (1982). *Collected papers. Volume I: The problem of social reality* (1. utgave). The Hauge: Martinius Nijhoff Publishers.
- Schumpeter, J. A. (2010). *Capitalism, Socialism and Democracy* (1. utgave). Hoboken: Taylor and Francis.
- SEC (2015a, 30. oktober). Jumpstart Our Business Startup (JOBS) Act. Hentet 18. november 2015 fra <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>
- SEC (2015b, 03. november). SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding. Hentet 18. november 2015 fra <http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>
- Seedrs (2015). In crowdfunding, momentum is king. Hentet 14. november 2015 fra <https://learn.seedrs.com/in-crowdfunding-momentum-is-king/>
- Seidman, I. (2013). *Interviewing as qualitative research: A guide for researchers in education and the social sciences* (4. utgave). New York: Teachers college press.
- Skoglund, E., & Stiernblad, M. (2013). *The Future of Equity Crowdfunding-Is "The Crowd" Capable of Good Investment?* (Masteroppgave). Lund University, Lund.
- Smith, C. (1977). Substitute methods for raising additional capital: rights offerings versus underwritten issues. *Journal of Financial Economics*, 5(3).
- Spark (2015). Om Spark. Hentet 12. november 2015 fra <http://sparkntnu.no/om-spark>
- Strauss, A. L. (1987). *Qualitative analysis for social scientists* (1. utgave). United States of America: Cambridge University Press.
- Street, C. T., & Cameron, A. F. (2007). External relationships and the small business: A review of small business alliance and network research. *Journal of Small Business Management*, 45(2), 239-266.
- Sullivan, D. M., & Ford, C. M. (2014). How entrepreneurs use networks to address changing resource requirements during early venture development. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(3), 551-574.
- Sundstrom, B. (2016). Mothers "Google It Up:" Extending Communication Channel Behavior in Diffusion of Innovations Theory. *Health communication*, 31(1), 91-101.
- Surowiecki, J. (2004). *The wisdom of crowds: Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies and nations little*. New York: Anchor Books.
- Technoport (2015). Our story. Hentet 12. november 2015 fra <http://technoport.no/content/306/Our-Story>
- Tranøy, K. E. (1986). *Vitenskapen – samfunnsmakt og livsform* (1. utgave). Oslo: Universitetsforlaget.

- Venkataraman, S. (1997). The distinctive domain of entrepreneurship research. *Advances in entrepreneurship, firm emergence and growth*, 3(1), 119-138.
- Vestheim, C. (2015). Crowdfunding – ikke bare for ølhunder? Hentet 19. november 2015 fra <http://www.anpdm.com/newsletterweb/434B51457049405D4378474559/414B59477447445B40764647594471?noTracking=true>
- Vishwanath, A. (2009). From belief-importance to intention: The impact of framing on technology adoption. *Communication Monographs*, 76(2), 177-206.
- Wardrop, R., Zhang, B., Rau, R., & Gray, M. (2015). Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report. *London: University of Cambridge and Ernst & Young*.
- Weston, J. F. (1955). Toward theories of financial policy. *The Journal of Finance*, 10(2), 130-143.
- Widerberg, K. (2007). *Historien om et kvalitativt forskningsprosjekt: en alternativ lærebok* (1. Utgave). Oslo: Universitetsforlaget.
- Wig, K. (2015, 01. juni). Venstre presset gjennom 40 millioner til ny pre-såkornordning. Hentet 03. November 2015 fra <http://e24.no/jobb/venstre-preset-gjennom-40-millioner-til-ny-pre-saakornordning/23462639>
- Wilson, N., & Wright, M. (2015, 8. juli). The Equity Gap and Knowledge-based Firms. Hentet 22. oktober 2015 fra https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/442573/Equity_gap_report_exec_summary_030715_final.pdf
- Wiltbak, R. E. (2009, 1. mai). *Siding with the Angels – Business angel investing – promising outcomes and effective strategies* (BBAA og NESTA –rapport 05/09). Hentet fra https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/siding_with_the_angels.pdf
- Wright, M., Lockett, A., Clarysse, B., & Binks, M. (2006). University spin-out companies and venture capital. *Research policy*, 35(4), 481-501.
- Xu, T. (2015). Financial Disintermediation and Entrepreneurial Learning: Evidence from the Crowdfunding Market. Hentet fra http://www.iza.org/conference_files/EntreRes2015/xu_t22362.pdf
- Yin, R. K. (2013). *Case study research: Design and methods* (5. utgave). United States of America: Sage.
- Zhao, L., & Aram, J. D. (1995). Networking and growth of young technology-intensive ventures in China. *Journal of business venturing*, 10(5), 349-370.
- Zimmer, C. & Aldrich, H. (1986). Entrepreneurship through social networks. *The art and science of entrepreneurship*. Ballinger, Cambridge, MA, 3-23.

Ørstavik, F. (2004). Entreprenør. I Store Norske Leksikon. Hentet 20. oktober 2015 fra <https://snl.no/entreprenør>

Vedlegg

Vedlegg 1 - Definisjoner

Uttrykk	Definisjon
Bidragstyter	En som bidrar med kapital til et selskap på lik linje med en investor.
Business angel	En person med god økonomi som investerer egne tilgjengelige midler direkte i et unotert selskap, der det ikke er en familierelasjon mellom entreprenør og investor. Etter investeringen tar vedkommende gjerne et aktivt eierskap i selskapet - enten som rådgiver eller som medlem av styret (Mason & Harrison, 2008).
Business to business (B2B)	Når et selskap selger et produkt eller en tjeneste til et annet selskap kaller vi strategien for business to business. Vi vil omtale dette som B2B.
Business to consumer (B2C)	Når et selskap overleverer et produkt eller en tjeneste til en privatperson kaller vi strategien for business to consumer. Vi vil omtale dette som B2C.
Crowd	En crowd er en stor organisert gruppe mennesker som samlet planlegger, administrerer eller utfører spesielle handlinger for et spesifikt prosjekt (Kozinets et al., 2008).
Crowdfunding	Den innsatsen individuelle eller grupper legger ned for å finansiere deres selskap gjennom å innhente relativt små bidrag fra et relativt stort antall individer ved bruk av internett (Mollick, 2014).
Crowdfundingplattform	Internettssidene der entreprenører publiserer sine finansieringsbehov og som investorer benytter for å komme i kontakt med ulike prosjekter og selskaper. Uttrykket crowdfundingportal benyttes av flere av informantene i studien. Vi omtaler dette som plattform.
Crowdinvestor	En person som investerer gjennom en crowdfundingplattform.
Entreprenør	En person som driver frem innovasjoner eller nyetablerte virksomheter (Ørstavik, 2004). I denne oppgaven benytter vi begrepet entreprenør når vi henviser til personer som jobber med å utvikle et oppstartselskap.
Equity	Equity er egenkapitalen til et selskap. Utstedelse av equity i forbindelse med finansiering vil innebære å utstede aksjer til en

	investor i bytte mot kapital. Vi vil omtale dette som equityfinansiering.
Equity crowdfunding (ECF)	Investeringer gjennomført av både spesialister og uerfarne investorer via en internettplattform i bytte mot aksjekapital, som er utstedt direkte til investorene eller avholdt av en nominert tredjepart (Brown et al., 2015).
Equity funding	Se “Equity”.
The equity gap	Forskjellen mellom risikokapital som ville ha blitt investert i oppstartsselskaper dersom det hadde vært et marked med perfekt informasjon og den faktiske risikokapitalen som blir investert (Wilson & Wright, 2015).
Human kapital	Begrepet human kapital er et uttrykk for befolkningens kunnskap og ferdigheter, og kan økes gjennom utdanning og opplæring (Snl, 2015).
Informant	Se “Key informants”.
Innovasjon	Vi benytter oss av Regjeringens definisjon av begrepet innovasjon - “en ny vare, en ny tjeneste, en ny produksjonsprosess, anvendelse eller organisasjonsform som er lansert i markedet eller tatt i bruk i produksjonen for å skape økonomiske verdier” (Nærings- og Handelsdepartementet, 2008, s. 13).
Key informants	Entreprenørene vi har valgt å intervju i studien vår betegnes som key informants. Disse individene representerer ledelsen i oppstartsselskapene vi har vært i kontakt med. Deres meninger danner grunnlaget for diskusjonen i studien. Vi omtaler dem som informanter.
Oppstartsselskap	En institusjon som er designet for å levere et nytt produkt eller en ny tjeneste under ekstremt usikre forhold (Eric Ries, 2010).
Professional funding	Dette begrepet blir brukt om kapital som selskapet får inn i bytte mot eierandeler i selskapet eller avtaler om tilbakebetaling. Dette vil typisk være business angels, venturekapitalister, industrikunder og banker.
Risikokapital	Risikokapital blir i denne studien brukt som en fellesbetegnelse på kapital investert i oppstartsselskaper.
Senfasekapital	Vi benytter betegnelsen senfasekapital om midler som vanligvis innhentes av oppstartsselskaper i perioden etter at the equity gap er passert. Begrepet innebærer de fleste former for kapital der oppstartsselskapene må selge eierandeler i selskapet for å motta kapital, herunder business angels, industrikunder og venturekapitalister.

Softfunding	Dette begrepet blir mye brukt i enkelte norske oppstartmiljøer og er en fellesbetegnelse på all kapital et selskap kan hente inn eksternt uten at det må levere fra seg noe til bidragsyteren. Dette vil typisk involvere offentlige tilskudd og støtte, samt bidrag fra aktører som Innovasjon Norge.
Sosial kapital	Begrepet blir brukt om de ressurser man kan få tilgang til via sitt kontaktnettverk og sine relasjoner. Sosial kapital er en felles ressurs, og kan benyttes av andre. Sosial kapital finnes både internt i bedriften og eksternt utenfor bedriften (Greve, 2000).
Sosial merverdi	Den gevinsten entreprenøren kan få fra finansiering utenom kapital. Eksempelvis markedsføring, kompetansetilførsel og rådgivning.
System	En makrokontekst med ulike institusjoner, aktører, lover, regler og kultur, samt interaksjonen mellom disse enhetene.
Tidligfasekapital	Vi benytter betegnelsen tidligfasekapital om midler som vanligvis innhentes av oppstartselskaper i periode fra de bestemmer seg for å satse på en idé, og frem til de når the equity gap og må selge eierandeler i selskapet for å motta kapital. Begrepet innebærer blant annet penger fra venner og familie, kommunale fond og etablererstøtte fra Innovasjon Norge.
Venturekapital	Organisasjoner med både private og offentlige eiere som investerer i selskaper i startfasen der både potensiell avkastning og risikoen tilknyttet investeringene er høy. Venturekapitalister bidrar ofte med kunnskap og rådgivning til selskapene de investerer i gjennom aktive eierskap (Sahlman, 1990).

Vedlegg 2 - Finansieringskilder

Finansieringskilde	Beskrivelse
Venner og familie	Venner og familie er for mange en viktig kilde til finansiering i tidlig oppstartfase. Bidrag fra denne gruppen ligger gjerne i størrelsesorden 200 000 til 1 200 000 kroner (Angelblog, 2015).
Pengesprøyten	Pengesprøyten er en potensiell finansieringskilde på inntil 25 000 kroner forbeholdt entreprenører med tilknytning til Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet (NTNU) og Høgskolen i Sør-Trøndelag (HiST). Støtteordningen er en del av veiledningstjenesten Spark som bidrar med rådgivningshjelp til oppstartselskaper (Spark, 2015). Det finnes flere lignende finansieringskilder tilknyttet andre læresteder.
Innovasjon Norge	Innovasjon Norge tilbyr etablerertilskudd som skal bidra til at selskaper med vekstambisjoner har midler til å gjennomføre nødvendige tiltak for å utvikle seg. Ordningen består av to faser. I den første fasen kan man motta mellom 50 000 og 100 000 kroner til aktiviteter relatert til markedsundersøkelser. I den andre fasen kan prosjektet motta inntil 500 000 kroner som kan brukes til kommersialiseringsaktiviteter. I begge fasene kreves det at man samtidig går inn med egne midler i form av kapital eller arbeidsinnsats avhengig av størrelsen på beløpet fra Innovasjon Norge (Innovasjon Norge, 2015a).
Kommunale næringsfond	Kommunale næringsfond støtte lokale entreprenører. I enkelte kommuner blir det delt ut bidrag fra et par tusen og opp til flere hundre tusen kroner (NordreLand, 2007; Ringsaker, 2011).
NTNU Discovery	NTNU Discovery skal stimulere til økt kommersialisering av forskningsresultater gjennom å bidra med midler til utvikling, verifisering og testing av idé. Forprosjekter mottar vanligvis mellom 25 000 og 100 000 kroner, mens hovedprosjektene mottar inntil 1 million kroner (NTNUDiscovery, 2015a, NTNUDiscovery, 2015b).
Forskningsrådet	Forskningsrådet har offentlige støtteordninger som tar sikte på å kommersialisere forskningsbasert kunnskap. Forskningsrådets programmer Forny og Biotek er eksempler på populære finansieringskilder, og bidrar med kapital til kommersialisering av forskningsbasert nyskaping tilknyttet universiteter og høyskoler i Norge. Horisont er et tilsvarende europeisk program der norske forskningsbaserte oppstartselskaper kan søke om finansieringsbidrag (Forny, 2015; Biotek, 2015; Horisont, 2015).
Business angels	Businessangles er velstående, private investorer som ønsker å plassere kapital i oppstartselskaper - vanligvis i bytte mot equity eller konvertible lån. Businessangels har ofte hatt suksess med

	<p>egne oppstartsvirksomheter og investorer som regel i industrier de har en tilknytning. De organiserer seg gjerne i nettverk der de samarbeider om investeringer og kunnskap. Entreprenøren mottar en kombinasjon av kapital og rådgivning (Mason & Harrison, 2008).</p>
Industriinvestorer	<p>Industriinvestorer investerer gjerne i selskaper som utvikler og leverer et produkt eller tjeneste som investoren kan dra nytte av i egen industri. Det kan investeres både kapital og kunnskap. Industriinvestorer er ofte med på å bestemme utviklingen av selskapet for å tilpasse produktet.</p>
Såkorn- og pre-såkornfond	<p>Såkornfond og pre-såkornfond er aktive eierfond som investerer kapital, kunnskap og nettverk i oppstartselskaper som klarer å bevise at teknologien deres vil fungere. Forskjellen på et såkornfond og andre finansielle kilder er at de ofte har et mer langsiktig perspektiv og foretar investeringer med høyere risiko. Fondene forvaltes kommersielt, og består av både offentlige og private midler (Innovasjon Norge, 2015b). Pre-såkornfond er en ordning lik ordinære såkornfond, men bidrar med risikokapital i oppstartselskaper i en enda tidligere fase (Ras-Vidal, 2015; Wig, 2015).</p>
Venturekapital	<p>Venturekapitalister er villige til å finansiere oppstartselskaper fordi de ser en mulighet til å mangedoble gevinsten av investeringen sin dersom oppstartselskapet oppnår suksess. Midlene investeres gradvis i en relativ tidlig fase. Entreprenørene må vise vekstpotensialet gjennom presentasjon av oppstartselskapets team og ide. Det er omfattende analyser av kandidaten som ligger til grunn for venturekapitalistenes investeringer. De ønsker gjerne en aktiv eierposisjon der de kan bidra med bransjekunnskap og rådgivning (Gompers & Lerner, 2004).</p>
Banker	<p>Banker gir lån til oppstartselskaper som kan stille sikkerhet i eiendeler og vise til positiv kontantstrøm frem i tid (Holm, 2015). Da mange oppstartselskaper ikke har stor verdi i eierandeler i tidlig fase, er dette ofte en løsning for mer etablerte oppstartselskaper. For de selskapene som klarer å få lån av banker til oppstart og vekst er trolig dette en av de rimeligste finansieringsalternativene da entreprenøren ikke gir fra seg verdi i form av eierandeler i selskapet.</p>
Private equity	<p>Private equity-selskaper er ofte organisert på samme måte som VC-selskaper, men investerer heller i større private selskaper fremfor oppstartselskaper (Berk & DeMarzo, 2014). Private equityaktører kjøper ofte majoriteten av eierandelene i unoterte selskaper ved hjelp av lånefinansiering, og går inn som aktive eiere for å utvikle selskapet.</p>

Institusjonelle investorer	Institusjonelle investorer, som for eksempel pensjonsfond, forsikringsselskaper og stiftelser forvalter ofte store summer og investerer i private selskaper. Disse investorene investerer, og går inn som partnere, i venturekapitalselskaper og private equity-selskaper (Berk & DeMarzo, 2014).
-----------------------------------	---

Vedlegg 3 - Intervjuguide

Intervjuguide

1. Innledende informasjon

Tema: Temaet for intervjuet vil være utfordringen entreprenører møter i forbindelse med innhenting av kapital til oppstartselskaper. Fokuset vil ligge på innhenting av alternativ risikokapital gjennom bruk av equity crowdfunding (mer informasjon om tema i punkt 2).

Bakgrunn: Mange oppstartselskaper møter i dag utfordringer med å innhente nødvendig kapital for å kunne utvikle selskaper. Problemet gjør seg spesielt gjeldende i fasen mellom tidlig- og senfasekapital. The equity gap er et kjent problem for mange entreprenører, og det har inntil nylig vært få alternative strategier som har vært beregnet på å passere dette finansieringsgapet. Utvikling av crowdfunding-tjenester har gjort terskelen for å motta støtte i form av kapital lavere. Samtidig har et stadig økende antall nettportaler som tilbyr slike tjenester økt mulighetene for å innhente alternativ risikokapital.

Formål: Gjennom dybdeintervjuer med ulike oppstartselskaper fra Oslo, Bergen og Trondheim, ønsker vi å innhente informasjon om hvilke drivere som ligger bak valg og bruk av ulike finansieringsstrategier i Norge - med hovedfokus på equity crowdfunding. Svarene fra intervjuprosessene vil forhåpentligvis kunne gi oss svar om entreprenørers prioriteringer og holdninger om finansieringsstrategien equity crowdfunding.

Anonymitet og taushetsplikt: Hele intervjuprosessen vil anonymiseres, og alle involverte vil ha taushetsplikt. Funnene fra oppgaven vil presenteres for forskningsprogrammet FOCUS (Future Oriented Corporate Solutions for Norwegian-based Firms) ved NHH.

Opptak: Vi vil be om deres samtykke til å ta opp intervjuet på lydbånd for å i ettertid kunne transkribere samtalen. Lydopptakene vil destrueres etter bruk.

2 Bakgrunnsinformasjon om tema

Det finnes 6 typer ulike former for crowdfunding:

- 1) **Belønningsbasert (reward).** Bidragsyterne støtter oppstartsbedriften med kapital og mottar en ytelse tilbake, gjerne i form av et produkt det støttede selskapet skal produsere. Ofte er motytelsen styrt etter størrelsen på bidraget.
- 2) **Donasjonsbasert (donation).** Bidragsyterne støtter oppstartsbedriften/prosjektet uten å få noe tilbake. En slik løsning kan sies å være veldedighetsbasert.
- 3) **Lånebasert (lending).** Bidragsyterne låner oppstartsbedriften kapital mot en avtale om å få det tilbakebetalt ved et senere tidspunkt. I mange tilfeller mottar bidragsyteren også en rente på det utlånte beløpet.

-
- 4) **Eierandel (equity).** Bidragsyterne bidrar med kapital til selskapet og mottar eierandeler tilbake. Eierandelene er som regel eierandeler (aksjer) i det selskapet som er støttet.
 - 5) **Overskuddsbasert (royalties).** Bidragsyterne støtter oppstartselskapet finansielt, og mottar en andel av overskuddet hvis/når produktet/ideen i fremtiden genererer positive resultater.
 - 6) **Hybridbasert (Hybrid).** Dette er en modell som kombinerer to eller flere av alternativene ovenfor.

I intervjuet kommer vi til å ta for oss nummer 4 - eierandel/equity crowdfunding.

3 Hovedspørsmål

- 1) Hva er vanlig praksis i dag for å innhente kapital til et oppstartselskap?
 - Hvor begynner man først?
 - Hvem henvender man seg til?
 - Hva kreves for å få midler fra de ulike kildene?
- 2) Hva er din kjennskap til crowdfunding?
 - Har du tatt del i en crowdfunding-kampanje tidligere?
- 3) Hva er din kjennskap til equity crowdfunding som en finansieringsstrategi?
 - Hvordan hørte du om equity crowdfunding?
 - Hvilken holdning har du overfor equity crowdfunding?
 - Hvordan vil du sammenligne equity crowdfunding med andre former for finansiering?
- 4) Hvor får du informasjon om alternative finansieringsstrategier?
 - Hvor kommer informasjonen fra?
 - Hvordan er informasjonen i gründermiljøet?
- 5) Hvilke tanker gjør du deg om bruk av equity crowdfunding?
 - Hva vil du kunne oppnå?
 - Hva tenker du om verdivurdering og verdsettelse av selskapet?
- 6) Hvordan ser du på det å gi fra deg eierandeler i selskapet mot å motta kapital fra investorer?
 - Hva tenker du om å la personer som støtter ditt prosjekt, ta del i utviklingen av produktet?
- 7) Hvordan tror du utviklingen til equity crowdfunding vil være fremover i Norge?

Vedlegg 4 – Field note

Hva kreves for å motta midler fra Innovasjon Norge?

I-1: For vår del var det veldig tidkrevende. Vi måtte søke fire ganger. Det er mer styr. Det er mer arbeid å få penger fra Innovasjon Norge enn det det er verdt. Og det er litt bakvendt. Vi søkte penger av Innovasjon Norge fordi vi ikke har penger, men for å få penger så må du ha like mye penger som du søker om. Og det blir veldig bakvendt for sånne som oss når vi er studenter og ikke har penger. Det er en veldig tung måte å gå gjennom for å få tak i nok penger for å drive bedrift.

insats vs. fortjenste
Tilgjengelig
→ Norge
→ utfordrende
→hengig av eksistensen mellom

Hva med andre finansieringsmuligheter? Så dere på andre løsninger for