

ON THE BLEEDING EDGE

How different legitimacy types affect venture capital firms' judgments of new technology-based ventures

ABSTRACT

With 3 of the 5 billion-dollar unicorn startups in Europe being Swedish, Stockholm has been praised as the continent's Startup Capital. The prolific technology hub is surpassed only by Silicon Valley. With large capital flows pouring into venture capital funds the challenge is well-defined: to find the Spotify, Skype or Klarna of tomorrow. Despite the startup community's confidence most companies fail to deliver on their promises. Venture capital has been described as an outlier business because a single funding decision has the potential to immensely impact the entire fund, the startup, and society at large.

New venture legitimacy is a key element in acquiring financial resources and the literature has recently begun elaborating on venture capitalists' funding of new technology ventures. However, mainly synthesizing prior, disparate research, this literature demonstrates a focus merely on legitimacy mechanisms. This study aims at contributing to the understanding of legitimacy in venture capitalists' decision making, by problematizing the assumption that the actions of new technology ventures' control the outcome independently of the audience's assessment.

Through qualitative interviews with venture capitalists in Stockholm, this study examines how legitimacy judgments of new technology ventures are socially constructed in the venture capital context. By connecting the literature on new venture legitimacy mechanisms to a traditional framework of legitimacy types, this study shed light on separate behavioral dynamics affecting the audience' assessment and specifically identifies how different legitimacy mechanisms result in different legitimacy types and therefore affect how new technology ventures are judged by venture capitalists.

Keywords: Venture Capital, Legitimacy Types, New Ventures, Resource Acquisition

FÖRORD

Vi vill rikta ett stort tack till alla de som varit med oss under studiens gång.

Vi vill rikta ett särskilt tack till Mikael Samuelsson som varit vår handlare och bidragit med värdefulla perspektiv och stöd på vägen. Vidare vill vi uppmärksamma Alexis Beaussant, Sam Strandberg, Castor Gómez Navarro, Ingeborg Samson och Sten Larsson som har varit ett värdefullt stöd.

Slutligen vill vi uppmärksamma Jesper Björkman för allmän, emotionell support.

DEFINITIONER

VC-bolag	Riskkapitalfond som syftar till att inneha minoritetsandelar i unga bolag med hög tillväxtpotential.
Nya teknikbolag	Unga bolag som fokuserar på forsknings- och teknologibaserad innovation som bas för nya entreprenöriella möjligheter (Beckman et al., 2012).
LP	Investerare som bidrar med den primära källa av kapital som ett VC-bolag sedan förvaltar och investerar.
Investerings- /Finansieringsprocess	Den process i vilken ett nystartat bolag blir bedömt av ett VC-bolag. Refereras till som <i>investeringsprocess</i> utifrån VC-bolags perspektiv och <i>finansieringsprocess</i> utifrån nystartade bolags perspektiv.
Legitimitet	En generell uppfattning om att en organisations handlingar och uttryck är önskvärda, korrekta eller lämpliga inom ramen för ett socialt konstruerat system av normer, värderingar och övertygelser.
Omgivning	VC-bolagens socialt konstruerade system av normer värderingar och övertygelser.
Subjekt	Nya teknikbolags handlingar och uttryck vars önskvärdhet, korrekthet och lämplighet bedöms.
Legitimitetsmekanismer	De handlingar och uttryck med vilka nya teknikbolag etablerar legitimitet (Fisher, 2017).
Typer av legitimitet	Primära former av legitimitet. Samtliga typer omfattas av definitionen av legitimitet ovan, men uppstår utifrån separata beteendedynamiker (Suchman, 1995).

Tabell 1: Definitionslista

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INTRODUKTION.....	7
1.1 BAKGRUND	7
1.1.1 Finansiering av nya företag	7
1.1.2 VC-bolagens beslutsfattande	7
1.2 TIDIGARE FORSKNING & KUNSKAPSLUCKA.....	8
1.2.1 VC-bolagen och deras beslutskriterier.....	8
1.2.2 Institutionalisering och legitimitet	9
1.2.3 Kunskapslucka	10
1.3 SYFTE, FRÅGESTÄLLNING & FÖRVÄNTAT KUNSKAPSBIDRAG	10
1.3.1 Syfte och frågeställning	10
1.3.2 Förväntat kunskapsbidrag	11
1.4 AVGRÄNSNING	11
2. METOD	13
2.1 METODVAL & FORSKNINGSANSATS.....	13
2.1.1 Konstruktionistisk ståndpunkt med en tolkande ansats.....	13
2.1.2 Iterativt tillvägagångssätt	13
2.1.3 Kvalitativ forskningsstrategi	13
2.1.4 Forskningsdesign.....	14
2.2 URVAL AV INTERVJUOBJEKT	14
2.2.1 Val av VC-bolag	14
2.2.2 Val av intervjupersoner	14
2.3 INSAMLING & BEARBETNING AV EMPIRI	15
2.3.1 Intervjuformat.....	15
2.3.2 Intervjuomständigheter.....	16
2.3.3 Bearbetning av empiri	16
2.4 METODDISKUSSION	17
2.4.1 Transferabilitet.....	17
2.4.2 Bekräftelsebarhet	18
2.4.3 Pålitlighet.....	18
2.4.4 Kredibilitet.....	18

2.4.5 Alternativa metodval	18
2.4.6 Etiskt förhållningssätt	19
3. TEORI	20
3.1 LEGITIMITET OCH FINANSIERING	20
3.1.1 Legitimitet, tillväxt och överlevnad	20
3.1.2 Legitimitet i vår studie	20
3.2 TEORETISKA DISTINKTIONER	21
3.2.1 Mekanismer och typer av legitimitet	21
3.2.2 Legitimitetsmekanismer i VC-bolagens institutionella kontext	21
3.2.3 Tidigare forskning om legitimitetstyper	22
3.2.4 Legitimitetstypernas skilda orsaker och konsekvenser	23
3.3 TEORETISKT RAMVERK	23
3.3.1 Ramverkets utformning	23
3.3.2 Pragmatisk legitimitet	24
3.3.3 Kollektiv legitimitet	25
3.3.4 Kognitiv legitimitet	26
3.3.5 Ramverket	27
4. EMPIRI	28
4.1 VC-BOLAGENS SYFTE	28
4.2 INVESTERINGSPROCESSEN	28
4.3 VC-BOLAGENS BEDÖMNINGAR	28
4.3.1 Konkurrensfördelar och marknadstillväxt	28
4.3.2 Kontakter och andra investerare	30
4.3.3 Mål och ambition	31
4.3.4 Uppnådda mål	32
4.3.5 Entreprenörerna och deras bakgrund	33
5. ANALYS	35
5.1 PRAGMATISK LEGITIMITET	35
5.1.1 Utbyteslegitimitet	35
5.1.2 Inflytandelegitimitet	36
5.1.3 Dispositionslegitimitet	36
5.1.4 Sammanställning	37

5.2 KOLLEKTIV LEGITIMITET	37
5.2.1 Utfallslegitimitet	37
5.2.2 Strukturell legitimitet.....	38
5.2.3 Procedurlegitimitet.....	38
5.2.4 Personlegitimitet.....	38
5.2.5 Sammanställning.....	39
5.3 KOGNITIV LEGITIMITET	40
5.3.1 Begriplighet	40
5.3.2 Förgivettagande	40
5.3.3 Sammanställning.....	41
5.4 SLUTSATS & SVAR PÅ FRÅGESTÄLLNING.....	42
6. DISKUSSION.....	44
6.1 STUDIENS BIDRAG	44
6.2 GENERALISERBARHET	45
6.3 VIDARE FORSKNING	45
REFERENSLISTA.....	47
TRYCKTA KÄLLOR	47
DIGITALA KÄLLOR	51
APPENDIX	52
APPENDIX 1 – MARKNADSESTIMERING	52
APPENDIX 2 – INTERVJUGUIDE.....	53
 Tabell 1: Definitionslista	 3
Figur 1: Beskrivning av hur legitimitet leder nya organisationer till överlevnad.....	20
Figur 2: Kongruens med VC-bolags sociala system är kritiskt i nya teknikbolags anskaffning av finansiella resurser och överlevnad	20
Figur 3: Beskrivning av hur de generiska legitimitetsmekanismerna kopplar till de konkreta.....	22
Figur 4: Det slutgiltiga ramverk.....	27
Figur 5: Sammanställning av pragmatisk legitimitet.....	37
Figur 6: Sammanställning av kollektiv legitimitet	39
Figur 7: Sammanställning av kognitiv legitimitet	41

1. INTRODUKTION

1.1 BAKGRUND

1.1.1 Finansiering av nya företag

Stockholm är världens andra mest fruktsamma teknologihub per person och överträffas endast av Silicon Valley (The Telegraph, 2015). Sedan 2000 har sju svenska bolag värderats till över en miljard dollar (Veckans Affärer, 2015) och av de fem största i Europa är tre från Sverige (GP Bullhound Research, 2016).

Lyckade investeringar leder till nya investeringar. Två exempel är Norrsken Foundation och Avito-grundarnas investeringar som sätter samhällsnytta i fokus (Breakit, 2016; Di Digital, 2016). Utöver det filantropiska syftet leder entreprenörskap och nystartade företag till innovation, tillväxt och ökad sysselsättning. Mellan 2002 och 2012 skapades 85% av alla nya jobb i EU av små och medelstora företag (EU-kommissionen, 2012).

Lyckat entreprenörskap driver även marknaden framåt genom innovation och nystartade företag sätter press på existerande marknadsdeltagare att utvecklas. Att nya företag startas och lyckas är därmed inte bara viktigt för personerna som driver dem, utan även för samhället i stort (Financial Times, 2016).

1.1.2 VC-bolagens beslutsfattande

En viktig källa till finansiering för nystartade företag kommer från VC-bolag (se *Tabell 1: Definitionslista*). Trots att VC-industrin är ung har den genererat 42% av alla bolag som börsnoterats i USA sedan 1974 och leder till 85% av alla investeringar i forskning och utveckling i börsnoterade bolag (Gornall, Will och Strebulae, 2015). Samtidigt ökar investeringarna som görs av VC-industrin. Bara de senaste 10 åren ökade årliga VC-investeringar i USA med 264% (Statista, 2015).

Teknikinvesteringar har varit ett fokusområde inom VC-branschen de senaste åren, en utveckling som förväntas fortsätta öka (SVCA, 2015). Nya teknologibolag (se *Tabell 1: Definitionslista*) är utöver ovanstående anledningar viktiga för samhället eftersom det driver innovation som i sin tur har stora effekter på människors liv. Idag skapar, snappar, googlar och swishar människor som en naturlig del av sin vardag. Bara 2016 infördes *gigekonomi*, *blippbetalning* och *förstärkt verklighet* i Språkrådets nyordlista (Institutet för språk och folkminnen, 2016). Teknologibolag bidrar med innovation som formar samhället, vilket återkommande placerar dem bland de viktigaste nya bolagen som skapats (Verge, 2014).

Trots alla framgångssagor är de mycket riskfyllda (Nesheim, 2000). 75% misslyckas att generera positiv avkastning till sina investerare (The Wall Street Journal, 2012). Risken att misslyckas är

inte det enda som hindrar företagen från att lyckas, svårigheterna att signalera den underliggande potentialen i teknologin gör att ett av de viktigaste problemen att klara för nya teknologibolag är tillgång till kapital (Denis, 2004; Shane och Stuart, 2002; Conti, Thursby och Rothærmel, 2013).

Finansiering är viktigt för teknikbolag eftersom de ofta har en lång utvecklingsfas och anställda med hög alternativkostnad. Finansiering i ett tidigt skede ökar ett företags chanser att överleva och växa (Cooper, Gimeno och Woo, 1994; Kunkel och Hofer, 1990; Sandberg, 1986; Timmons, 1994). Konkurrenten om dessa pengar är dock enorm. Endast 3% av nystartade bolag får finansiering av VC-bolag (Forbes, 2013).

Nya teknikbolag har enorm potential, både för entreprenörerna, investerarna och samhället i stort. Konsekvenserna av finansiering är avgörande för bolagen. Samtidigt är riskerna höga och nålsögat för att få finansiering oerhört smalt. Hur väljer VC-bolagen vilka teknikbolag som de ska finansiera?

1.2 TIDIGARE FORSKNING & KUNSKAPSLUCKA

På grund av denna efterfrågan på nya teknikbolag, nya teknikbolags behov av finansiering och den stora konkurrenten om dessa pengar har VC-bolags förmåga att välja rätt varit ett forskningsområde som länge varit av intresse för akademiker (Cumming, 2012; Landström, 2007).

Inom detta område identifieras två primära inriktningar som enklast delas upp utifrån ontologisk ståndpunkt. Den första inriktningen har främst objektivistisk ståndpunkt och fokuserar på att med främst kvantitativa forskningsstrategier undersöka vilka kriterier som VC-bolag har när de bedömer nya bolag (se 1.2.1 *VC-bolagen och deras beslutskriterier*). Den andra inriktningen har med en konstruktionistisk ståndpunkt kartlagt entreprenörers handlingar och hur investerares bedömningar bidrar till finansiering (se 1.2.2 *Institutionalisering och legitimitet*).

1.2.1 VC-bolagen och deras beslutskriterier

Under 1980-talet blev VC-finansiering en mera etablerad investeringsform (The New York Times, 1989) och intresset för hur VC-bolag tar beslut ökade. Bolagets produkt, marknadsfaktorer och bolagets ledning är beslutskriterier som återkommande visats vara de viktigaste (Tyebjee och Bruno, 1984; Macmillan et al., 1985, 1987; Rah, 1994; Muzyka, 1996; Boocock och Woods, 1997; Manigart et al., 1997).

Problemet med dessa studier är att de baseras på enkätsvar och faktoranalyser. Detta har resulterat i en litteratur präglad av inkonsekventa och ofta motstridiga resultat, där en av de

mest omdebatterade aspekterna är entreprenörernas betydelse för VC-bolagens beslut (jfr. Macmillan, 1985; med Rah 1994).

Två problem identifieras i denna litteratur. Det första är att metoden misslyckas ta hänsyn till *post hoc*-rationalisering. Det andra är VC-bolagens bristande uppfattning om sina uttalade och egentliga beslutskriterier. Med hjälp av conjoint-analyser gjordes försök att avhjälpa detta, men i grunden återstår problemet med att denna metod i stor utsträckning kräver tidigare identifiering av kriterier med hjälp av enkäter (Zacharakis och Meyer, 1998; Smart, 1999; Riquelme, 1992).

1.2.2 Institutionalisering och legitimitet

Parallellt med denna utveckling fick legitimitet ökad betydelse inom institutionell teori. *Liability of newness* identifierades tidigt för att beskriva den högre mortalitet som nya bolag uppvisar relativt etablerade (Stinchcombe, 1965). Aldrich och Fiol (1994) etablerade legitimitet som helt avgörande för att motverka liability of newness. Legitimitet är inte bara centralt för att ett nytt bolag ska överleva, det är direkt nödvändigt vid anskaffning av resurser (Zimmerman och Zeitz, 2002; Lounsbury och Glynn, 2001).

Legitimitet innebär kongruens med omgivningen (Scott, 1995). Vi definierar legitimitet som en generell uppfattning om att en organisations handlingar och uttryck är önskvärda, korrekta eller lämpliga inom ramen för ett socialt konstruerat system av normer, värderingar och övertygelser (Suchman, 1995).

Under denna tidiga utveckling sammanfattade och förtydligade Suchman (1995) den existerande litteraturen och utkristalliserade tre distinkta *typer av legitimitet* (se 3.2.3 *Tidigare forskning om legitimitetstyper*). Forskningsområdet har sedan dessa initiala insikter kommit att studera legitimitet inom en rad olika organisationer, nyligen med ett stort fokus på nya teknikbolag. Denna nya litteratur har sammanställts och utvecklats i ett antal litteraturstudier. Überbacher (2014) sätter fokus på hur nya företag uppnår legitimitet och fyra perspektiv med delvis motstridiga antaganden identifieras (jfr. Baum och Oliver, 1991; med Gulati och Higgins, 2003). Ett av dessa antaganden är att omgivningens legitimitetsbedömningar av nya företag är likadana. Denna problematisering ledde till en vidareutveckling för att specifikt studera hur omgivningen skiljer sig åt vid olika typer av kapitalanskaffning. Fisher et al. (2017) använde sig av ett ramverk för olika typer av investerare som utvecklats i ytterligare en litteratursammanställning för att kategorisera entreprenörers handlingar utifrån investerarnas institutionella logik (Pahnke et al., 2015).

Vi uppmuntrar detta skifte från kvantitativa, objektivistiska ansatser mot en fördjupning av förståelsen för hur legitimitet uppstår. Trots detta ser vi två växande problem i denna utveckling, dels den empiriska grund som dessa sammanställningar vilar på, dels ett överdrivet

fokus på hur legitimitet potentiellt kan skapas av ett subjekt* snarare än hur det uppstår i omgivningen. Dessa två problem förklaras vidare nedan.

1.2.3 Kunskapslucka

Fisher et al. (2017) identifierar utifrån tidigare forskning tre legitimitetsmekanismer (se *Tabell 1: Definitionslista*) som sedan matchas utifrån en specifik investerargrups institutionella logiker. Trots att författaren studerar nya teknikbolag och deras relation till specifika former av investerargrupper är den empiriska förankringen i denna specifika situation bristfällig. Författaren krysspejlar två tidigare litteraturstudier för att landa i teoretisk skärningspunkt, vilket leder till ett tvåfaldigt problem (Fisher et al., 2017; Pahnke et al., 2015; Überbacher, 2014).

Überbacher (2014) studerar inte specifikt nya *teknikbolag* och Pahnke et al. (2015) utvecklar sitt ramverk för en studie som inte ämnar att belysa legitimitet i investeringstillfället med ansatsen att legitimitet uppstår i VC-bolagens sociala system endast utifrån professionens exklusivitet och strävan efter ett lyckat *track-record* av investeringar. Lägg där till att dessa sammanställningar i sig är baserade på helt andra industrier och förutsättningar (cf. Baum och Oliver, 1991).

Det första problem vi identifierar är alltså den bristfälliga empiriska grund på vilken dessa studier vilar. För att kunna studera hur legitimitet uppstår i VC-bolagens sociala verklighet krävs mer än sammanställningar av sammanställningar.

Det andra problemet med dessa studier för att studera VC-bolags legitimitetsbedömningar är måhända ett resultat av denna bristande empiriska grund. Legitimitetsmekanismer förklarar endast vad en entreprenör "*skulle kunna göra*" (Fisher et al., 2017: 53), något som styr denna studie närmare strategier för att få legitimitet, snarare än att beröra de typer av legitimitet som uppstår (se 3.2.1 *Mekanismer och typer av legitimitet*). Detta får konsekvensen att legitimitet närmast ses ett homogent fenomen. Denna utveckling öppnar upp för en problematisering av dessa antagande.

1.3 SYFTE, FRÅGESTÄLLNING & FÖRVÄNTAT KUNSKAPSBIDRAG

1.3.1 Syfte och frågeställning

För att förstå hur VC-bolag gör bedömningar av nya teknikbolag och därmed finansieringen av dessa nya teknikbolag är det inte tillräckligt att förstå orsaken till att legitimitet uppstår, det vill säga vilka handlingar och uttryck den uppstår utifrån.

* Subject of legitimation, se *Tabell 1: Definitionslista*

För att förstå hur legitimitet uppstår måste vi även undersöka hur legitimitet konstrueras i det sociala system som den uppstår. Det vill säga, på vilket sätt dessa handlingar och uttryck tolkas av omgivningen. Legitimitet är inte ett ensidigt begrepp, det uppstår utifrån skilda beteendemässiga grunder och får skilda konsekvenser (Suchman, 1995).

Först när vi förstår vilka typer av handlingar som leder till en viss typ av legitimitet kan vi till fullo förstå hur legitimitet konstrueras. Först när vi förstår hur legitimitet uppstår i sitt sociala system kan vi förstå hur VC-bolag gör bedömningar av nya teknikbolag. I ljuset av den bristande empiriska grund som denna nya forskning vilar på och behovet att förstå hur legitimitet konstrueras är behovet stort av att empirisk undersöka hur VC-bolag faktiskt gör dessa bedömningar.

Syftet med denna studie är därför att undersöka och kartlägga hur legitimitetsbedömningar görs, utifrån det sociala system som konstrueras av VC-bolag. För att svara till detta syfte lyder frågeställningen således:

Hur uppstår olika legitimitetstyper i VC-bolags bedömningar av nya teknikbolag i en finansieringssituation?

1.3.2 Förväntat kunskapsbidrag

Denna studie väntas bidra med ett ramverk som beskriver och förklarar hur VC-bolag gör bedömningar av nya teknikbolag i en finansieringssituation, specifikt presenterat utifrån de typer av legitimitet som tillsammans förklarar uppkomsten av legitimitet i denna specifika omgivning.

På detta sätt problematiseras två antaganden som återuppväckts i legitimitetlitteraturens nya intresse i att studera nya teknikbolags finansieringsprocess. För det första, att legitimitet inte är ett homogent fenomen. För det andra, att uppkomsten av legitimitet utöver entreprenörens handlingar även beror på hur dessa handlingar mottas och tolkas av omgivningen.

1.4 AVGRÄNSNING

Frågeställningen kommer att besvaras utifrån ett organisationsperspektiv. Vissa forskare har studerat enskilda entreprenörer eller grundare för att undersöka deras legitimitet separat (Certo, 2003; Cohen & Dean, 2005; Higgins och Gulati, 2003, 2006). Detta är inte lämpligt på grund av de problem som uppstår i hur olika legitimitetssubjekt (se *Tabell 1: Definitionslista*) sedan ska aggregeras till hela det nya teknikbolaget (Deephhouse och Suchman, 2008). Att ta ett individperspektiv ligger inte inom frågeställningens ramar.

Vi kommer heller inte fästa något egenvärde vid att rangordna de nya teknikbolagens handlingar. Istället sätts fokus på att tolka hur dessa mekanismer leder till att olika typer av

legitimitet uppstår hos VC-bolagen och bygger därmed vidare på denna existerande forskning (Überbacher, 2014; Fisher et al., 2017). Detta innebär också att vi inte gör någon skillnad på strategiska och institutionella perspektiv på legitimitetskapande. Entreprenörernas eventuella förmåga att skapa och forma kulturella uttryck i sin egen organisation är för studien ovidkommande eftersom syftet är att förstå hur dessa uttryck tolkas av omgivningen (Suchman, 1995).

Studien kommer inte heller bedöma hur olika teknikinriktade VC-bolag skiljer sig åt. Vi har undersökt en grupp VC-bolag och bedömer att dessa speglar det sociala system som denna VC-bransch utgör. Vi har avgränsat studien till VC-investeringar i nya teknikbolag eftersom de utgör en kritisk punkt i ett bolags utveckling (se *1.1 Bakgrund*).

2. METOD

2.1 METODVAL & FORSKNINGSAKSATS

2.1.1 Konstruktionistisk ståndpunkt med en tolkande ansats

Legitimitet skapas i kongruens med ett socialt konstruerat system (Scott, 1995; Suchman, 1995). I ett socialt system tolkar och konstruerar medlemmarna den sociala verkligheten, vilket innebär att den är i ständig förändring (Bryman och Bell, 2011). I linje med detta har vi antagit en konstruktionistisk ståndpunkt för att kunna ta hänsyn till den sociala verklighet som intervjuobjekten konstruerar.

För att förstå denna verklighet måste vi gå förbi en simpel kartläggning av vad som uppges (se 1.2.1 *VC-bolagen och deras beslutskriterier*). Specifika typer av legitimitet är inte empiriskt observerbara fenomen utan en del av ett större socialt system (Deephhouse och Suchman, 2008). Att förstå intervjuobjektens sociala verklighet kräver därför en tolkande ansats för att kunna förstå innebörden av respondenternas ord.

2.1.2 Iterativt tillvägagångssätt

Denna studie utgår ifrån ett iterativt samspel mellan litteraturstudie och empiriinsamling. Initialt studerades den existerande litteraturen och ett antal intervjuer utanför VC-branschen genomfördes i en förstudie för att bygga förståelse för den grundläggande dynamiken mellan de som söker finansiering och de som investerar samt vilka steg som en investeringsprocess omfattar. Sedan genomfördes en djupare litteraturstudie och i ljuset av de forskningsluckor som urskildes identifierades ett teoretiskt ramverk.

Utifrån dessa initiala insikter utformades en intervjuguide och empiri samlades in för att besvara forskningsfrågan. Empirin lade sedan grunden för ny teorigenerering i form av kopplingar mellan ramverket och existerande litteratur. Därmed utnyttjades både deduktion och induktion på ett iterativt sätt (Bryman och Bell, 2011).

2.1.3 Kvalitativ forskningsstrategi

Givet studiens konstruktiva ståndpunkt och tolkande ansats är en kvalitativ forskningsstrategi fördelaktig därför att den tillåter oss undersöka och dra slutsatser kring komplexiteten i legitimitet och socialt konstruerade system (Deephhouse och Suchman, 2008). En kvalitativ forskningsstrategi är att även föredra därför att studien syftar till att bidra med ny teori (Eisenhardt, 1989; Daft och Lewin, 1990; Lee, 1999).

Ett problem med kvantitativ forskning inom området har varit att de beslutskriterier som uttryckts inte alltid speglar som faktiskt sker i praktiken (Zacharakis och Meyer, 1998; Shepherd,

1999). För att förstå VC-bolags bedömningar blir det därför centralt att kunna tolka deras ord för att på så vis förstå hur de i sin tur tolkar sin verklighet och konstruerar sitt sociala system.

Ett ytterligare faktum som stärker denna metod är att VC-bolag oftast föredrar fysiska samtal framför frågeformulär (Bruton och Åhlström, 2003), vilket kan tolkas som en indikation på en högre grad öppenhet i intervjuobjektens svar.

2.1.4 Forskningsdesign

Inom ramen för den kvalitativa forskningsstrategin har vi valt att designa studien i gränslandet mellan en fallstudie och en tvärsnittsstudie. Syftet med detta har varit att genom att undersöka legitimitet i ett flertal företag öka generaliserbarheten i våra slutsatser om branschen (Bryman och Bell, 2011). Trots att flera olika företag undersökts ska den inte misstas för en flerfallsstudie. Huvudsyftet med studien är inte att göra några jämförelser mellan VC-bolag, utan att förstå det sociala system som VC-branschen utgör.

2.2 URVAL AV INTERVJUOBJEKT

2.2.1 Val av VC-bolag

I vår studie har vi valt att undersöka de VC-bolag (se *Tabell 1: Definitionslista*) som har som huvudfokus att investera i nystartade teknikbolag. Potentiella bolag inom denna avgränsning identifierades genom nyhetsbolaget Breakits kartläggning av aktörer aktiva på den nordiska marknaden (Breakit, 2017), SVCAs medlemslista (SVCA, 2017), Standout Capitals kartläggning av 100 nordiska investerare (Standout Capital, 2016) och Crunchbase databas över VC-bolag (Crunchbase, 2017) och avgränsades sedan till bolag med kontor i Stockholmsområdet för att underlätta genomförandet av intervjuer på plats vilket anses fördelaktigt för att skapa en bekväm miljö för intervjuobjekten (Bryman och Bell, 2011).

Av de kontaktade bolag lyckades intervjuer organiseras med Creandum, Northzone, SEB Venture Capital*, EQT Ventures, Industrifonden, Verdane Capital, Inbox Capital och NFT Ventures. Dessa bolag står för cirka 60% av det totala kapitalet som förvaltas av VC-bolagen i Breakits kartläggning (se appendix 1).

2.2.2 Val av intervjupersoner

Intervjuobjekten för empirin var alla personer som arbetade med investeringsprocessen. Personer som jobbar i denna process följer typiskt sett en potentiell investering från kontakt

*SEB Ventures har ingen ambition att sälja till moderbolaget och fungerar som en fristående division. Det vidtogs initial försiktighet under intervjun, men då det tidigt blev uppenbart att de arbetade separat från SEB användes intervjuguiden till fullo och den insamlade empirin inkluderades likt övriga VC-bolag och någon särskild hänsyn har inte tagits i analysen.

tills att den blir presenterad för investeringskommittén där det avgörs om en investering ska göras eller inte (Boocock och Woods, 1997; Hisrich, 1994; Bruno, 1984). Detta innebär att de är aktivt* eller passivt† deltagande i alla investeringsbeslut och därmed har insyn i hur beslut tas i alla steg vilket ger en helhetsbild som är fördelaktig för vår analys. Sammanlagt gjordes 9 intervjuer som lade grund för vår empiri.

Utöver dessa intervjuer har även ett antal bakgrundsintervjuer genomförts för att få djupare förståelse för både det akademiska området och VC-branschen i stort. Dessa intervjuer inkluderade entreprenörer som både sökt och fått finansiering, en transaktionsrådgivare på revisions- och konsultbolaget EY med personlig erfarenhet inom branschen samt en person från VC-bolaget GP Bullhounds rådgivningsavdelning för nya teknikbolag.

2.3 INSAMLING & BEARBETNING AV EMPIRI

2.3.1 Intervjuformat

Intervjupersonerna intervjuades enligt ett semistrukturerat format. Detta format gjorde det möjligt för intervjupersonen att leda oss igenom investeringsprocessen och för oss att ställa följdfrågor vid centrala delar för att förstå vikten och på så sätt minska risken för post hoc-rationaliseringsproblem som förekommer i många tidigare enkätbaserade studier (Zacharakis och Meyer, 1998; Shepherd, 1999). Den semistrukturerade formen gör det även enklare att uppfatta kontexten i vilken svaren ges och vad intervjupersonen tycker är relevant och viktigt (Bryman och Bell, 2011; Lee, 1999). Således gör denna form sig användbar eftersom vi fokuserar på att få en helhetsbild över det sociala system som legitimitetsbedömningar görs i.

Som en del av detta semistrukturerade format använde vi oss under samtliga intervjuer av en intervjuguide (se *Appendix 2*) för att säkerställa att där fanns en enhetlighet i intervjuerna och för att minska risken att viktiga frågor missades. Intervjuguiden användes dock i linje med Bryman och Bell (2011) flexibelt och frågor ställdes ofta i olika ordning för att ta vara på och bygga vidare på diskussioner som uppkom under intervjuerna. De övergripande frågorna berörde processen som nya teknikbolag går igenom och vilka saker som intervjupersonerna bedömde i de olika stegen samt hur dessa utvärderingar går till. Ur svaren på dessa frågor kunde vi sedan fokusera följdfrågorna på de ämnen som togs upp istället för att fråga hur de ställer sig till olika förutbestämda faktorer, något som har kritiserats av tidigare forskare för att förenkla de komplexa och föränderliga faktorer som utgör legitimitet (Deephouse och Suchman, 2008).

Under intervjuerna ställdes även en del frågor kring hur intervjupersonen definierade en bra investering och varför det just var detta som var definitionen. Dessa frågor användes både för

* Är med och tar beslut

† Är med när beslut tas

att kontrollera hur väl definitionen matchade med de ämnen som tidigare hade lyfts fram och för att få en generell bild av vad VC-bolaget letade efter.

2.3.2 Intervjuomständigheter

Sju av intervjuerna skedde på intervjupersonernas kontor och två skedde, på uppmaning av intervjupersonen, på ett närliggande café. Detta gjordes för att hålla intervjuerna i en miljö familjär för intervjupersonen för att skapa trygghet i syfte att få mera ärliga svar.

Under intervjuerna togs vissa anteckningar, men främst användes ljudupptagning och transkribering för att dokumentera empirin. Detta gjordes för att ge oss möjlighet för tolkning och analys under intervjun för att kunna ställa relevanta följdfrågor och således utnyttja den semistrukturerade intervjuformen i full utsträckning. I detta syfte var även båda författarna med på majoriteten av intervjuerna för att minska risken för misstolkning av personens uttryckssätt och intention samt öka möjligheten att ställa insiktsfulla följdfrågor. I två fall har en av författarna inte haft möjlighet att delta. För att motverka denna brist har den författare som uteblivit från intervjun då transkriberat den för att båda författarna skulle ha upplevt och få insikt om sättet på vilket orden uttrycktes på.

Intervjuerna varade mellan 30 minuter och 1 timme vilket ansågs tillräckligt för att arbeta igenom intervjuguiden med tillhörande följdfrågor. Den relativt stora skillnaden i intervjutid berodde främst på skillnader i svar samt ett större intresse från författarnas sida att ställa följdfrågor och be om förtydligande vid särskilt intressanta diskussioner. Efter att intervjuerna visat på tydliga mönster i svaren ansågs empirin nog att lägga en grund till vår analys.

2.3.3 Bearbetning av empiri

Givet studiens syfte att förstå hur legitimitet uppstår identifierades ett ramverk för hur olika typer av legitimitet uppstår (se 3.3 *Teoretiskt ramverk*). Eftersom intervjuernas inledande frågor ofta berörde frågor som hur VC-bolagen tar beslut, fick vi snabbt inblick i vilka de *uttalade* kriterier som användes var. Eftersom dessa kriterier till stor del berörde samma ämnen som i tidigare forskning, kunde vi naturligt kategorisera dessa utifrån existerande ramverk i litteraturen (se 3.2.2 *Legitimitetsmekanismer i VC-bolagens institutionella kontext*).

Den huvudsakliga analysen bestod i att tolka hur dessa mekanismer leder till att olika typer av legitimitet uppstår hos VC-bolagen. Med hjälp av vårt ramverk och vår definition av legitimitet kunde vi ur empirin utläsa kopplingar mellan mekanismer och typer av legitimitet.

Analysen utfördes i nära anslutning till definitionen av legitimitet. Detta eftersom det föreligger en nära relation mellan subjektets handlingar och legitimitetsmekanismerna, samt omgivningens tolkningar och legitimitetstyperna (se 3.2.1 *Mekanismer och typer av legitimitet*). Eftersom olika legitimitetstyper baseras på skilda beteendedynamiska grunder var det vår

huvudfokus att utröna om legitimitet uppstod från egenintresse, kollektiva värderingar eller undermedvetna antaganden (se 3.2.4 *Legitimitetstypernas skilda orsaker och konsekvenser*).

Kognitiv legitimitet har i vår studie varit den svåraste att identifiera därför att den utgår från de undermedvetna tankemodeller som VC-bolagen använder för att förstå verkligheten. Vi har därför varit ytterst försiktiga i våra slutsatser kring denna typ av legitimitet. För att något ska uppfattas som kognitivt legitimt måste det uppfattas som nödvändigt, oundvikligt eller att alternativet skulle uppfattas som otänkbart (Suchman, 1995). Trots komplexiteten i denna typ av legitimitet har det varit möjligt att identifiera ett antal tydliga mönster som vi bedömt antyder förgivettagande. Detta har framför allt blivit tydligt när intervjuobjekten hävdade att vissa samband föreligger, men sedan inte kunna förklarat sina orsaker till detta och när vi ställt följdfrågor avfärdat problematiseringen som något naturligt eller självklart. Detta ger oss vissa indikationer på vad som är förgivettaget inom branschen.

2.4 METODDISKUSSION

På grund av vår studies tolkande ansats, konstruktionistiska ståndpunkt och kvalitativa metod har vi valt att utvärdera den utifrån ett ramverk anpassat till denna typ av forskningsstrategi (Lincoln och Guba, 1985; Guba och Lincoln, 1994). Dessa kriterier motsvaras av de kriterier som används i kvantitativ forskning* (Bryman och Bell, 2011).

2.4.1 Transferabilitet

Då vår studie endast är genomförd i Stockholm, med VC-bolag som primärt är aktiva i Norden finns vissa begränsningar för studiens transferabilitet utanför detta geografiska område. Det har dock visats att det finns viss homogenitet mellan VC-bolagen i Europa (Manigart et al., 1997; Elango et al., 1995) vilket tyder på att vår studie har högre transferabilitet inom Europa.

Andra typer av investerares bedömningar av nya teknikbolag har inte inkluderats i studien. Tidigare studier visar att legitimitetsbedömningar görs utifrån skilda sociala system beroende på vilka investerare det handlar om (Fisher et al., 2017; Pahnke et al., 2015). Detta indikerar att transferabiliteten till dessa typer av investerare är låg, vilket inte heller varit syftet.

Syftet med metoden har istället varit att etablera en omfattande beskrivning av det specifika sociala system vi studerat. I detta hänseende ser vi att vår studie ändå innehåller en empiriskt tillräckligt omfattande framläggning[†] för att i framtiden göra bedömningar av transferabiliteten till andra typer av investerare i nya teknikbolag.

* Transferabilitet motsvarar extern validitet. Kredibilitet motsvarar intern validitet. Pålitlighet motsvarar reliabilitet. Bekräftelsebarhet motsvarar objektivitet. Lincoln och Gubas (1985) definition och Bryman och Bells (2011) paralleller

[†] *Thick description*, från Geertz, 1973a

2.4.2 Bekräftelsebarhet

I tidigare studier har det uppstått problem med post hoc-rationalisering (Zacharakis och Meyer, 1998; Shepherd, 1999). I vår tolkande ansats har vi tagit utgångspunkt i VC-bolagens sociala system samt använt oss av semistrukturerade intervjuer där frågorna fokuserar på att leda oss igenom hur VC-bolag gör jämfört med hur de har gjort.

Vår konstruktionistiska ståndpunkt och tolkande ansats är därmed det som hjälper oss att komma runt detta problem, men det ställer högre krav på bekräftelsebarheten. (Bryman och Bell, 2011). Vi har under studiens gång arbetat kontinuerligt för att uppnå så hög grad av objektivitet i både empiriansamling och analys som möjligt.

2.4.3 Pålitlighet

Utifrån ett externt reliabilitetsperspektiv är studien inte tillräckligt omfattande för att kunna anses replikerbar i någon större utsträckning. Med ett stort urval av olika bolag inom den bransch vi undersökt har vi delvis kompenserat för antalet intervjuobjekt. Detta ter sig mindre relevant ur ett pålitlighetsperspektiv. En effekt av den konstruktionistiska ståndpunkten är att bedömningarna och åsikterna, som ligger till grund för svaren vi har fått under intervjuerna, är i konstant förändring. Detta gör ett sådant kriterium svårt att möta utan att aktivt replikera studier eller låta andra forskare verifiera inferenser under studiens gång. Även pålitligheten i studien anses därför vara låg (Bryman och Bell, 2011).

2.4.4 Kredibilitet

På grund av faktumet att flera beskrivningar av den sociala verkligheten kan existera samtidigt är kredibilitet ett viktigt kriterium (Bryman och Bell, 2011). Utifrån detta perspektiv anses denna studie vara betydligt mer trovärdig än tidigare enkätstudier. Det finns dock ett inneboende problem i att studien inte observerat investeringsbeslut i stunden som de tas, däremot har vi haft möjlighet att observera hur intervjuobjekten konstruerar sin sociala verklighet och i relation till detta ställa följdfrågor som låter oss förstå samtalets kontext på ett djupare plan.

2.4.5 Alternativa metodval

Ett alternativt sätt att kompensera för post hoc-rationaliseringsproblem (Zacharakis och Meyer, 1998; Shepherd, 1999) är att använda sig av en *conjoint*-analys (Shepherd och Zacharakis, 1999) eller en *hybrid conjoint*-analys (Riquelme, 1992). Med dessa metoder kan man testa tidigare etablerade variabler i en verklighetsliknande situation för att på så sätt komma runt efter problemet och på så sätt öka kredibiliteten eftersom svaren uppstår närmare den situation de uppstod i (Zacharakis och Meyer, 1998; Shepherd, 1999) samtidigt som pålitligheten i studien ökar med denna standardisering (Bryman och Bell, 2011). Problemet med denna metod är att

den i stor utsträckning kräver att existerande variabler klassificeras i början av studien och därmed lämpar sig bra för att testa hypoteser (Shepherd och Zacharakis, 1999).

Det uppstår alltså en inneboende kompromiss mellan att förstå beslutskriterier och att förstå hur legitimitet konstrueras. Den enda metod som till vår kännedom skulle låta en forskare undvika denna kompromiss skulle vara att etnografisk studera de situationer då VC-bolagens beslut tas, exempelvis vid investeringskommitténs sammanträden. Denna metod har för oss varit en både juridisk och praktisk omöjlighet på grund av att den information som delas på dessa möten är ytterst konfidentiell.

2.4.6 Etiskt förhållningssätt

Vi har eftersträvat ett etiskt förhållningssätt i denna studie. Varje intervjuperson har fått möjligheten att godkänna att intervjun spelades in, vilket samtliga gjort. Dessa ljudupptagningar och transkriberingarna kommer inte användas i något annat syfte än att utföra denna studie. De har förvarats säkert under studiens gång. Detta ansågs särskilt viktigt eftersom många intervjusvar hade kunnat uppfattas som känsliga i ljuset av den medieuppmärksamheten "riskkapitalister" dragit på sig över tid.

Vid citationer i denna text har specifika avkastningsprofiler, investeringsbelopp och fondstorlekar undvikts att nämnas i relation till varandra, för att vidare undvika risken att slutsatser skulle kunna dras om vilket VC-bolag det gäller. Utöver detta har intervjupersonernas namn och bolag anonymiserats när de kopplar till specifika citat för att skydda deras identitet. Namnen som används har valts i syfte att inte indikera en specifik könstillhörighet.

3. TEORI

3.1 LEGITIMITET OCH FINANSIERING

3.1.1 Legitimitet, tillväxt och överlevnad

Resurser från omgivningen är viktigt för organisationer eftersom detta ökar deras förmåga att överleva (Barney, 1991). För att erhålla och upprätthålla ett sådant flöde av resurser är legitimitet en nödvändighet (Rao, 1994; Parsons, 1960; Pfeffer och Salancik, 1978; Weber, 1978). Legitimitet är särskilt viktigt för nya bolag därför att det innebär en minskad *liability of newness* (Singh et al., 1986; Stinchcombe, 1965; Aldrich och Fiol, 1994). För att få tillgång till sådana resurser måste omgivningen uppleva nya bolag som legitima (Aldrich och Fiol, 1994; Lounsbury och Glynn, 2001; Zimmerman och Zeitz, 2002; Baum och Oliver, 1991).

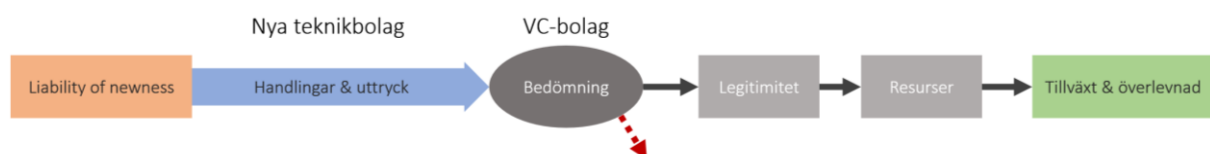


Figur 1: Beskrivning av hur legitimitet leder nya organisationer till överlevnad

3.1.2 Legitimitet i vår studie

Vi definierar legitimitet som en generell uppfattning om att en organisations handlingar och uttryck är önskvärda, korrekta eller lämpliga inom ramen för ett socialt konstruerat system av normer, värderingar och övertygelser (Suchman, 1995; Deephouse och Suchman, 2008).

Organisationen i denna definition är det *subjekt* som eftersträvar legitimitet (Deephouse och Suchman, 2008), i denna studies fall alltså nya teknikbolag. Vidare är det viktigt att identifiera den *omgivning* som utgör det socialt konstruerade systemet, det vill säga vilka som har kollektiv auktoritet* över legitimitetsbedömningen i en given situation (Meyer och Scott, 1983; Deephouse och Suchman, 2008). Vår forskningsfråga berör en isolerad situation med specifika åhörare som även är direkta beslutsfattare. Därför är vår bedömning att omgivningen bör definieras som VC-bolagens sociala system. För att framstå som legitim och på så vis tillskansa sig resurser måste alltså de nya teknikbolagens handlingar överensstämja med VC-bolagens sociala system (Suchman, 1995; Oliver, 1996; Scott, 1995).



Figur 2: Kongruens med VC-bolags sociala system är kritiskt i nya teknikbolags anskaffning av finansiella resurser och överlevnad

* Collective authority

3.2 TEORETISKA DISTINKTIONER

3.2.1 Mekanismer och typer av legitimitet

Den specifika omgivning som VC-bolag utgör har länge bortsetts från (Überbacher, 2014). Först nyligen kartlade Fisher et al. (2017) i sin litteraturstudie ett ramverk för legitimeringsmekanismer (identitets-, associations- och organisationsmekanismer) för att studera VC-bolag specifikt. Problemet med dessa mekanismer för vår studie är att de endast beskriver de mekanismer som en entreprenör kan använda för att erhålla legitimitet, något som Fisher et al. (2017:53) själv gör läsaren medveten om:

“These categories differ slightly from prior categorizations of organizational legitimacy [...] described by Suchman (1995), because of their orientation toward the actions of the entrepreneur in practically establishing legitimacy for a new venture rather than focusing on how legitimacy judgments are made.”

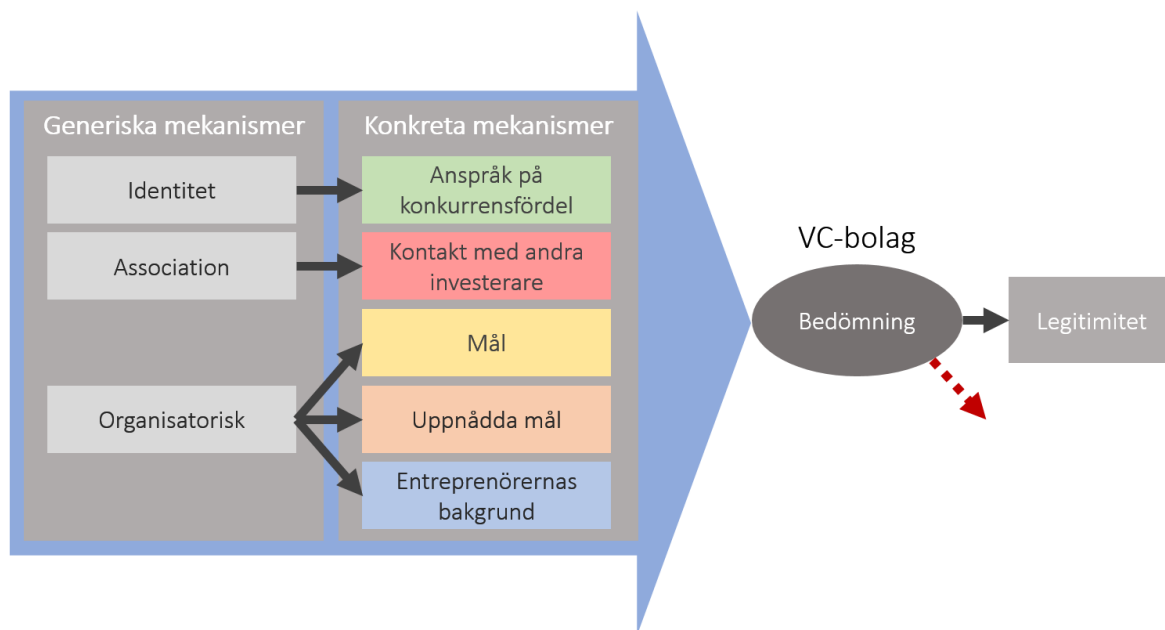
De kategorier som Fisher et al. presenterar ligger alltså teoretiskt närmare strategier* för att få legitimitet (cf. Zimmerman och Zeitz, 2002; Suchman, 1995; Deephouse och Suchman, 2008). För att besvara frågan hur VC-bolag gör legitimitetsbedömningar är det viktigt att först särskilja de mekanismer som leder till legitimitet från de typer av legitimitet som uppstår i VC-bolagens sociala system (jfr. Fisher et al., 2017; med Suchman, 1995), för att sedan kunna förstå relationen mellan dessa.

För att förstå hur VC-bolag gör bedömningar måste vi först kartlägga de mekanismer som utgör entreprenörens handlingar (se 3.2.2 *Legitimitetsmekanismer i VC-bolagens institutionella kontext*). På så vis utnyttjar vi tidigare litteratur för att bygga upp de mekanismer som leder till legitimitet. Sedan beskrivs den tidigare forskning på legitimitet som ligger till grund för vårt ramverk (se 3.2.3 *Tidigare forskning om legitimitetstyper*) och slutligen beskriver vi konsekvenserna av att problematisera legitimitet som ett homogent begrepp (se 3.2.4 *Legitimitetstypernas skilda orsaker och konsekvenser*).

3.2.2 Legitimitetsmekanismer i VC-bolagens institutionella kontext

Efter att Pahnke et al. (2015) särskilt olika typer av investerare och visat att de har olika institutionella logiker, använde Fisher et al. (2017) detta ramverk för att beskriva hur hans identifierade legitimitetsmekanismer kan ta sig uttryck. I denna kartläggning görs det tydligt att nya teknikbolags handlingar leder till legitimitet utifrån fyra konkreta mekanismer inom ramen för VC-bolagens specifika institutionella logik (se Figur 3).

* Suchman och Deephouse använder här begreppet *Antecedent of Legitimacy* för att beskriva strategierna



Figur 3: Beskrivning av hur de generiska legitimitetsmekanismerna kopplar till de konkreta

Den första av dessa mekanismer är *anspråk på konkurrensfördelar*, där konkurrensfördelar innebär att nya teknikbolag implementerar en värdeskapande strategi som inte samtidigt implementeras av andra (Barney, 1991). Bedömningen att nya teknikbolag är överlägsna andra bolag tillåter dem att generera överlägsen ekonomisk avkastning, vilket relaterar till VC-bolagens fokus på avkastning (Fisher et al., 2017).

Den andra legitimitetsmekanismen är *koppling till andra investerare*, vilket innebär att nya teknikbolag kan vinna legitimitet utifrån att associeras till andra investerare. Eftersom VC-bolag är en del av en liten och sluten bransch, tenderar individuella riskkapitalister att känna varandra och sätta tillit till varandras beslut (Sorenson och Stuart, 2001; Brander et al., 2002).

Den tredje mekanismen som leder till legitimitet är *entreprenörernas bakgrund och rykte*, vilket syftar på VC-bolagens uppfattning om på vilket sätt en bolagsgrundare ska vara. Tillsammans med de nya teknikbolagens förmåga att *sätta mål* och *uppnå mål*, utgår dessa mekanismer ifrån hur det nya teknikbolaget är organiserat (Fisher et al., 2017).

3.2.3 Tidigare forskning om legitimitetstyper

Institutionell teori har länge berört legitimitet, men distinkta variationer i legitimitetsbegreppet började spela en central roll först från och med utvecklingen av nyinstitutionell teori (Meyer och Rowan, 1977; Zucker, 1977). Forskare började sedermera se legitimitet som kulturell överensstämmelse och Suchman (1995) urskilde tre typer av legitimitet: pragmatisk, moralisk och kognitiv. I denna sammanställning problematiserade Suchman legitimitet som ett homogent begrepp, dels genom att förtydliga skillnader i beteendedynamiken som ligger

bakom typerna, dels genom att särskilja hur olika typer av legitimitet får olika konsekvenser (Suchman, 1995; Scott, 1995). På detta sätt särskiljer sig typer från mekanismer. För att förstå VC-bolags bedömningar av nya teknikbolag är det därför inte bara viktigt att förstå *att* legitimitet uppstår utan *hur* det uppstår och vad detta har för potentiella konsekvenser för subjektet.

3.2.4 Legitimitetstypernas skilda orsaker och konsekvenser

Olika typer av legitimitet uppstår utifrån olika beteendedynamiker. Pragmatisk legitimitet utgår ifrån egenintresse, ofta i ett direkt utbyte mellan subjekt och omgivning. Den som ökar omgivningens välbefinnande vinner pragmatisk legitimitet. Moralisk legitimitet baseras på en bedömning av vad som är rätt eller fel utifrån den specifika omgivningens normer. Värt att beakta är dock att detta inte nödvändigtvis innebär att bedömningen är utan egenintresse. Ofta sammankopplas normativa bedömningar av vad som är gott med vad som är gott för omgivningen själv, ibland utifrån ett cyniskt egenintresse. Kognitiv legitimitet baseras istället på undermedvetna antagande om hur världen ter sig eller att motsatsen skulle vara otänkbar. Kognitiv legitimitet är den mest uthålliga typen av legitimitet eftersom den har högst grad av institutionalisering. Eftersom kalkylerat egenintresse snabbt skiftar utifrån vad som för tillfället har högst värde för omgivningen, visar denna typ av legitimitet högst grad flyktighet (Suchman, 1995; Cashore, 2002).

En viktig distinktion är mellan legitimitet som leder till passivt och aktivt stöd. För *passivt* stöd räcker det att uppfattas som rimlig nog att undvika ifrågasättande, men för det senare ställs högre krav. För att mobilisera ett *aktivt* engagemang från VC-bolag i form av finansiella resurser krävs det att nya teknikbolag kan uppvisa att de har ett värde, vilket dramatiskt ökar kraven på legitimitet. Detta innebär att begriplighet inte direkt innebär den form av legitimitet som leder till aktivt stöd med finansiella resurser. Samma sak gäller för begriplighet när det gäller distinktionen mellan *kontinuitet* och *trovärdighet*. En organisation som är begriplig upplevs lättare som trovärdig och meningsfull, men denna legitimitet som baseras på begriplighet leder inte till att en organisation uppfattas som önskvärd nog att omgivningen ska bistå med resurser (Suchman, 1995).

3.3 TEORETISKT RAMVERK

3.3.1 Ramverkets utformning

Syftet med denna studie är att problematisera hur legitimitetsbedömningar görs utifrån ansatsen att legitimitet inte är ett homogent fenomen. Vi har valt att ta avstamp i Suchmans (1995) ursprungliga legitimitetstyper därför att den med tio subkategorier är den mest omfattande och ingående kategoriseringen hittills, vilket passar vår studie eftersom den även ger tydliga beteendedynamiska förklaringar till hur legitimitet konstrueras och ger oss möjlighet

att forma ramverket till att passa den kollektiva auktoritet vi studerar (Deephouse och Suchman, 2008).

I sin sammanställning beskriver Deephouse och Suchman (2008: 50) moralisk *eller normativ* legitimitet som "kollektivt värderade syften, tillvägagångssätt, mål, etc.*" (jfr. Meyer och Scott, 1983; med Suchman, 1995; och Scott, 1995). Inom institutionell teori används ofta just begreppet normativ legitimitet eftersom den utgör *normativa* bedömningar av vad som är rätt och fel (Weber, 1978; Parsons, 1956, 1960; DiMaggio & Powell, 1991). Problemet med normativ legitimitet såsom den hittills använts i litteraturen är att den ofta sammanblandas med *normativ isomorfism* (Deephouse och Suchman, 2008; DiMaggio och Powell, 1983). Normativ isomorfism är dock ett fenomen som ofta i sig inkluderar alla Suchmans (1995) typer av legitimitet, inte endast moralisk legitimitet (Deephouse och Suchman, 2008).

För att undvika den semantiska förbistring som präglat litteraturen väljer vi att använda Suchmans (1995) beskrivning av legitimitetstypen, men under en annan benämning. Eftersom vår studie definierar en tydlig kollektiv auktoritet vill vi därför undvika de förvillande associationer som *normativ* eller *moralisk* legitimitet innebär. Eftersom normativ legitimitet i litteraturen ofta fått denotera moralisk legitimitet som baseras på normativa bedömningar, väljer vi att denotera moralisk legitimitet som baseras på kollektiva bedömningar *kollektiv legitimitet*.

3.3.2 Pragmatisk legitimitet

Pragmatisk legitimitet utgår från omgivningens egenintresse. Detta innebär att ett VC-bolag kommer uppfatta nya teknikbolag som ökar det egna välbefinnande som legitima. Suchman (1995) identifierar tre typer av pragmatisk legitimitet.

Utbyteslegitimitet är den renaste typen av pragmatisk legitimitet. Den innebär rent konkret att omgivningen uppfattar en handling som legitim om den har ett positivt nuvärde (Suchman, 1995).

Inflytandelegitimitet baseras istället på en övertygelse om att omgivningen ser sig mottaglig för subjektets intressen. Nya teknikbolag kommer alltså få denna typ av legitimitet ifall det uppfattas vara *mottagligt* för VC-bolagets intressen. Ett tydligt exempel på när inflytandelegitimitet ofta uppstår är när subjektet inkorporerar omgivningen i sin beslutsprocess. (Suchman, 1995).

Den sista typen av pragmatisk legitimitet är *dispositionslegitimitet*. Denna typ utgår ifrån en personifiering av organisationer. Detta får som konsekvens att omgivningen ger legitimitet till ett subjekt på grund av att det uppfattas ha gemensamma värderingar eller uppfattas som

* Författarnas översättning

trovärdigt, vilket relaterar till organisationens föreställda *karaktär*. Dispositionslegitimitet kan också uppstå utifrån ett tänkt intresse, att subjektet *delar* omgivningens intresse (Suchman, 1995).

3.3.3 Kollektiv legitimitet

Kollektiv legitimitet (se 3.3.1 *Ramverkets utformning*) utgår rent beteendedynamiskt från omgivningens åberopande av kollektivt värderade tillvägagångssätt och ändamål. Fyra typer identifieras av Suchman (1995).

Utfallslegitimitet baseras på tanken om att utfallet av en organisations aktiviteter som ska ligga till grund för bedömningen av den, baserat på de kollektiva värderingar som utgör omgivningens sociala system (Suchman, 1995). Detta innebär att ett VC-bolag attribuerar legitimitet till konsekvenserna av ett nya teknikbolags verksamhet. En viktig aspekt av detta är att många till synes absoluta utfallsmått i sig är socialt konstruerade (Meyer och Rowan, 1991), såsom traction eller EBITDA-marginal. En hög grad social konstruktion eller mätsvårigheter, såsom bedömningar av kundbeteende online jämfört med redovisningsmässig periodisering, leder till en högre grad tvetydighet.

Procedurlegitimitet tar samma rationalistiska utgångspunkt, men värderar istället specifika metoder som bättre än andra oavsett enskilda utfall, eftersom de antas leda till kollektiva ändamål. Suchman (1995) refererar till tidigare forskare och uppger att denna typ av legitimitet är särskilt viktig inom professionella aktiviteter där “...*rätt tillvägagångssätt och processer ges ett positivt moraliskt [kollektivt] värde*” (Berger, Berger, & Kellner, 1973: 53). Även procedurlegitimitet kan därför på ett naturligt sätt appliceras ett VC-bolags specifika normer.

En tredje typ av kollektiv legitimitet är *strukturell legitimitet*, vilket betecknar en organisations socialt konstruerade kapacitet att utföra vissa uppgifter (Scott, 1977, 1992). Denna typ av legitimitet baseras på att omgivningen bedömer ett subjekt utifrån struktur istället för mer otillgängliga aspekter såsom målsättningar, strategier och utfall (Meyer och Rowan, 1991). Skillnaden ligger i att processer beskriver rutiner, medan strukturer snarare fokuserar på uppbyggnad och struktur (Suchman, 1995).

Personlegitimitet baseras på hur organisationers individuella ledare uppfattas. Entreprenörer har ofta beskrivits spela en stor roll i skapandet av nya institutioner (DiMaggio, 1988). Oavsett vilket perspektiv som tas på entreprenörens faktiska förmåga att ensam skapa framgång, så är perceptionen av detta en mycket viktig faktor i skapandet av legitimitet för en organisation (Higgins och Gulati, 2003, 2006). Problemet som uppstår är att den låga grad av objektiva karaktäristika för personlig inflytande leder till en låg nivå av institutionalisering (Zucker, 1991).

* Författarnas översättning

3.3.4 Kognitiv legitimitet

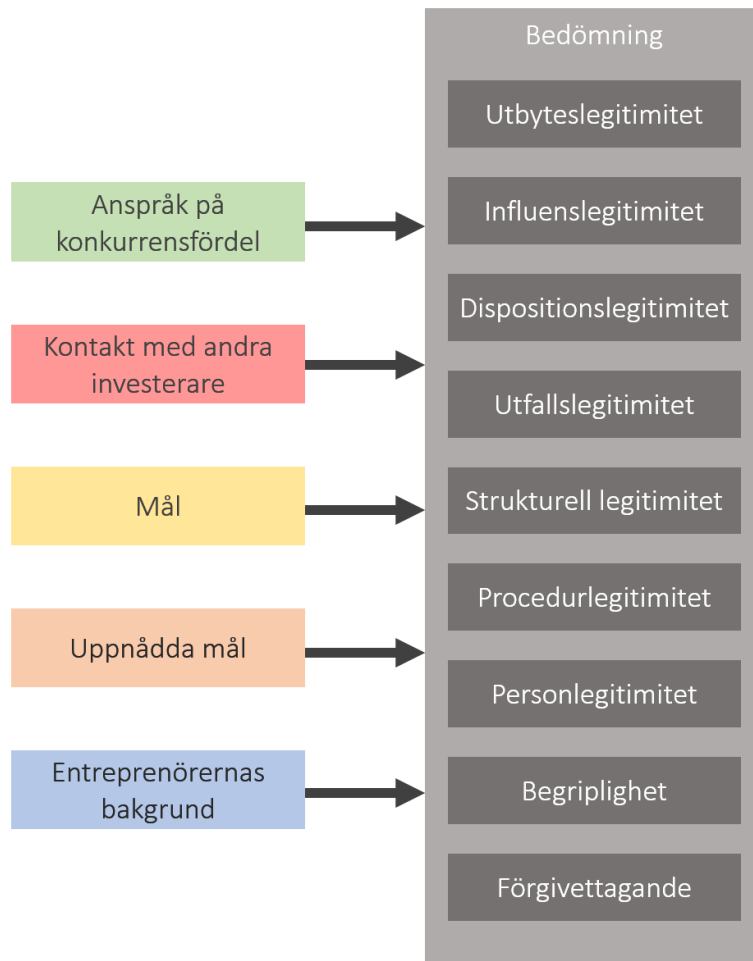
Kognitiv legitimitet utgår från att en handling bedöms utifrån undermedvetna tankemodeller. För något att uppfattas som legitimt måste det uppfattas som nödvändigt, oundvikligt eller att alternativet skulle vara otänkbart. Suchman (1995) särskiljer två typer av kognitiv legitimitet.

Den första typen av kognitiv legitimitet baseras på *begriplighet*. Denna typ av legitimitet uppstår utifrån de kulturella modeller som potentiellt kan förklara en organisations handlingar och mål (Suchman, 1995). För att en organisations aktivitet ska framstå legitim måste den relatera dels till det större kulturella trossystemet och dels till omgivningens upplevda verklighet (DiMaggio och Powell, 1991).

Legitimitet som baseras på *förgivettagande* är istället intersubjektiva sanningar som är så förgivettagna att meningsskiljaktigheter blir omöjliga. Dessa institutioner är så starka att alternativet skulle ses som otänkbart (Zucker, 1983; Suchman, 1995).

3.3.5 Ramverket

Nedan beskrivs det ramverk vi utvecklat för att studera relationen mellan legitimitetstyper och legitimitetsmekanismer (se *Figur 4*). Det låter oss studera hur ett antal tidigare identifierade uttryck som visats leda till legitimitet, *mekanismer*, relaterar till olika *typer* av legitimitet. Detta ger oss möjlighet att studera hur legitimitet uppstår i den specifika omgivning som VC-bolag utgör.



Figur 4: Det slutgiltiga ramverket

4. EMPIRI

4.1 VC-BOLAGENS SYFTE

I grunden verkar alla intervjupersonerna se sitt uppdrag på samma sätt, de ska generera avkastning till sina LP (se *Tabell 1: Definitionslista*). Tillvägagångssättet är också detsamma. De hittar nya teknikbolag som de finner intressanta, investerar i dessa bolag och hjälper dem att växa. Slutligen säljer de bolagen till en premie. Intervjupersonerna framhöll sökandet efter rätt bolag som viktigast och under ett år brukar de utvärdera hundratals, ibland tusentals, bolag. Samtidigt är detta även det svåraste med uppdraget, att inte slösa tid på bolag som inte kommer leda till en investering.

4.2 INVESTERINGSPROCESSEN

Processen som föranleder en investering tenderar att följa ett upprepat mönster. Den initiala kontakten kan etableras både av bolaget som söker finansiering eller genom att investerare kontaktar bolaget. I det fall ett nytt teknikbolag etablerar kontakten görs en initial bedömning av VC-bolaget, ofta genom utvärdering av det presentationsmaterial som benämns *pitch deck*. Efter detta träffas parterna i person, ofta både på det nya teknikbolagets kontor och på VC-bolaget. Detta steg skiljer sig ofta åt i tid. Det avgörande steget är då den så kallade *investeringskommittén* sammanträder för att ta beslut om investeringen ska genomföras eller ej. Om beslutet är positivt skickas ett *term sheet* till det nya teknikbolaget som får ta ställning till detta erbjudande. Slutligen sker en formell teknisk-, legal- och finansiell företagsbesiktning, *due dilligence*, som endast i väldigt specifika fall sätter stopp för investeringen.

4.3 VC-BOLAGENS BEDÖMNINGAR

4.3.1 Konkurrensfördelar och marknadstillväxt

Genomgående har det i samtliga intervjuer tryckts på att det är viktigt för nya teknikbolag att ha konkurrensfördelar. Exempelvis uppgav Noa att *“man försöker hitta sådana unika situationer där investeringarna har någon konkurrensfördel jämfört med alternativen”*. Majoriteten var även tydliga med att de hade en så kort tidshorisont på sina investerar att det inte räcker att de nya teknikbolagen bara är något bättre än konkurrenterna, utan som Alex så elokvent uttryckte det: *“De måste liksom vara ganska mycket bättre.”* Denna konkurrensfördel definierades på olika sätt, men Robin sammanfattade den generella uppfattningen väl:

“[En konkurrensfördel] kan vara nätverkseffekter om det rör sig om en marknadsplats [...] det kanske är att man har utvecklat teknologi som ingen annan kan replikera, det kan vara att man bygger ett varumärke som är svårt för någon att kopiera.”

För VC-bolagen räcker det inte att nya teknikbolag har en konkurrensfördel. Utöver detta anger samtliga även att potentialen för denna konkurrensfördel måste vara hög.

“Det räcker ju inte med att ha användare. Många kommer och gör prognoser på hur många användare de kommer ha, men sen har de så pass långa marginaler att de ändå inte kommer tjäna några pengar.” (Kim).

I detta exempel lyfter respondenten en viktig aspekt som de alla påtalade, att marknaden måste vara tillräckligt stor. *“...man skulle nog vilja se att en potentiell profit i den marknaden på minst ett flertal miljarder dollar för att det är [ska vara] intressant.”* (Love). Marknaden behöver dock inte vara tillräckligt stor redan vid investeringen, *“det handlar väldigt mycket om att bolaget är positionerat av någon slags underliggande tillväxt.”* (Nelly). Denna underliggande tillväxt uppges av alla respondenter vara viktig eftersom det underlättar för nya bolag att ta marknadsandel utan stora investeringar. Dock sägs det också att det inte bara får vara en kortsiktig trend eftersom VC-bolagen måste kunna sälja bolagen. Om trenden har vänt vid försäljningstillfället kommer ingen vilja köpa. Hur stor den underliggande tillväxten ska vara beror till stor del på omständigheterna, men alla är självsäkra i sin förmåga att avgöra marknadspotential, som Robin självsäkert påpekar: *“Jag vet precis vilken typ av tillväxttakt och vilken churn-nivå och vilken månatlig omsättning som är intressant.”*

Trots att intervjupersonerna lade mycket vikt vid att bolagen skulle vara konkurrenskraftiga verkar de inte lägga stor vikt vid hur bolagen är strukturerade eller vilka processer som finns inom bolagen för att ta vara på dessa potentiella konkurrensfördelar. Detta var något som respondenterna ansåg vara en av VC-bolagens styrkor.

Behovet av konkurrenskraft orsakades främst av kravet på hög avkastning. Trots detta uppkom det flera gånger, när intervjupersonerna bads se bortom avkastning, att bolag som genom konkurrensfördelar får marknaden att förändras även kunde bli personligt givande. Som Andraea ivrigt framhöll: *“Något som har en jätligt stor impact [påverkan] och gärna något som kan förändra någonting, det är ju jätligt grymt”*. Michelle gav en mer konkret anledning till varför det var bra för VC-bolagen att investera i spännande bolag, utöver den potentiella avkastningen på investeringarna: *“Det är ett sätt att boosta personalen att säga att vi är faktiskt bleeding edge [den yttersta framkanten av teknisk utveckling] ibland. Vi satsar på saker först. Ibland så går det åt skogen, men vi visar vår marknad och vi visar våra kunder att vi, vi missar inga teknikrevolutioner för vi är med och driver dem”*.

Alla intervjupersoner, utom en som uttryckte värde utöver avkastning, är dock snabba med att påpeka att det är avkastning som kommer först. Noa gav ett tydligt exempel: *“om vi bara investerar i bolag som är jättehäftiga och får betala allt för mycket och inte får någon avkastning, ja då kommer vi inte bedriva den här verksamheten så länge”*.

4.3.2 Kontakter och andra investerare

Likt konkurrensfördelar och marknadsstorlek är kontakter med andra investerare något som det genomgående läggs mycket vikt vid i intervjuerna. Mer specifikt verkar det finnas en uppfattning om att ett nystartat teknikbolag som har kontakter med andra VC-bolag eller affärsänglar är bättre än de som inte har det. Samtliga intervjupersoner förutom två säger att bolag som kontaktar dem utan någon form av rekommendation nästan aldrig leder till en investering. Anledningen till detta är att dessa bolag antas vara sämre. Flera säger även att dessa så kallade *“cold calls”* nästan aldrig ens leder till ett möte. Robin säger att det endast är en på tusen sådana samtal som leder till möte fall de inte känner personen. Samtidigt tar de alltid mötet ifall något blivit rekommenderad till dem. Detta uppges även bero på att de som rekommenderar oftast vet ifall ett specifikt bolag skulle passa för VC-bolaget.

“De som känner oss vet ju ofta vad vi kollar på ungefär. Så då kan dom såhär, nej men dom är inte relevanta att prata med för dom kommer aldrig göra den typen av investeringar.” (Andraea).

Samma person uttrycker senare att dessa kontakter är värdefulla i investeringsprocessens nästkommande skede då det förenklar utvärderingen av entreprenörerna som driver det nystartade teknikbolaget, eftersom VC-bolagen då har flera personer att prata med.

Vidare uttrycker intervjupersonerna genomgående att en tidigare kontakt med investerare kan påskynda investeringsprocessen. *“Jag skulle säga att de flesta som gått igenom minst en investeringsprocess [...], de vet rätt bra.”* (Love). Detta delvis därför att informationen som VC-bolagen kräver då redan är framtagen eller gjord lättillgänglig.

Tidigare investerare är önskvärda utöver själva investeringsprocessen. Flera intervjupersoner säger att nya teknikbolag med tidigare investerare ofta har bättre styrning eftersom dessa *“tighar till deras affärsplanering, då de tvingas i en dialog med [investeraren] att göra en mycket mera strukturerad och genomtänkt och genomförbar affärsplan”*. (Michelle). Dessa tidigare investerare verkar intervjupersonerna generellt uppskatta då flera nämnde att de anser att olika investerare kan komplettera varandra på ett bra sätt. De var dock snabba med att påpeka att det även finns potentiella risker med för många investerare:

“Det är en typisk sådan situation som kan va problematisk för entreprenören om man för tidigt tar in för många investerare och blir av med en för stor del av bolaget för tidigt.” (Dayle).

De specifika problem som lyfts är att entreprenören kan ha förlorat så många ägandeandelar att motivationen försvinner. Det finns andra potentiella nackdelar. Det kan vara svårt för enskilda investerare att påverka och vara aktiva i bolaget när olika investerare har olika

tidshorisonter, något som även försvårar koordinerandet av en försäljning. Nelly framhöll problemet med tidiga investerare som inte är aktiva eftersom det minskar övriga investerares engagemang.

4.3.3 Mål och ambition

Att nystartade teknikbolags målsättningar var av stor vikt för VC-bolagen påpekades under samtliga intervjuer upprepade gånger.

Robin yttrade att mål endast är bra för att indikera ambitionsnivå och tillade: *“Om inte entreprenörerna själva tror att det har tillräcklig potential, varför skulle vi göra det då?”*. Ambitionsnivå framhölls även som viktigt av andra anledningar:

“Jag tror att man som entreprenör oftast behöver vara overconfident [överdrivet självsäker] därför att man kommer stöta på så mycket problem längs vägen så om man inte själv är helt inställd på att det här kommer att gå bra då, man behöver den övertygelsen liksom.” (Dayle).

Denna inställning upprepas av samtliga respondenter, att det är tufft att starta bolag. För att klara det måste entreprenörerna vara övermodiga. Mål som ligger under den nivå VC-bolagen förväntar sig kan därför vara förödande för ett nystartat teknikbolag, även om dessa ibland sätts medvetet låga för att visa på realism. Detta uttrycks av Andraea på följande sätt: *“Säger [det nya teknikbolaget att de] kommer växa med 10% då kommer vi inte tycka att det är intressant för då är det inte ett VC-case”*. Det var därmed tydligt att mål tolkas som en indikator på ambition.

Även om målsättningar främst är ett verktyg för att avgöra ambition, bör de även indikera realism och vara logiskt underbyggda.

“Vi kan ju inte investera i ett team där vi inte tror på något de säger. Så om vi bara tar deras pitchdeck och drar ett streck över allt så gör vi nog inte den investeringen för då har vi ju inte förtroende för teamet.” (Andraea).

Det verkade inte vara förödande om målen överstiger vad som är realistiskt, givet entreprenörernas förmåga föra en diskussion om dem. De nya teknikbolagen måste dock acceptera att värderingen sätts utifrån en lägre nivå.

“De kan gärna få jobba med sina glädjekalkyler, höll jag på att säga, väldigt positiva kalkyler, så länge det finns ett grundscenario som ändå gör att vi känner oss komfortabla.” (Alex).

Just att kunna sälja in en vision men samtidigt ha förståelse för vad som är realistiskt är något som flera gånger nämns som en viktig egenskap hos en entreprenör, delvis därför att det också krävs intern i bolaget.

“Sen brukar [entreprenörerna] kanske själva ha högre förväntningar och vill gentemot bolaget sprida den signalen, men jag tror att det ska ju vara liksom, det ska ju också vara uppnåeligt.” (Nelly).

4.3.4 Uppnådda mål

Trots att intervjupersonerna lägger stor vikt vid mål och den ambitionsnivå dessa indikerar är samtliga samtidigt tydliga med att de nystartade teknikbolagen faktiskt måste ha åstadkommit något. Ingen intervjuperson skulle vara bekväm med att investera i endast en idé eller affärsplan. Det största värdet med att ha konkreta bedrifter att visa upp verkar vara att det minskar risken vid investeringen.

Intervjupersonerna berättar ofta stolt om sin förmåga att utvärdera grundarteam, exempelvis går Love så långt som att säga att det är deras *“core competence [kärnkompetens]”*. Trots detta behövs konkreta bevis på vad grundarteamen kan åstadkomma för att ett VC-bolag ska lita på att de har vad som krävs. Dessa bedrifter ska gärna ha skett över en längre tid.

“Det är bättre att investera i linjer och inte i enskilda punkter så om man liksom bara träffar ett bolag för första gången som säger att ‘vi ska resa en [investerings-]runda nu-nu-nu! är ni med eller inte?’ då tycker vi oftast att det är för lite data, vi vill kunna se utvecklingen över tid.” (Andraea).

Hur mycket som ska ha uppnåtts är dock väldigt beroende av omständigheterna. Vissa nystartade teknikbolag sägs behöva ha omsättning, vissa behöver det inte. Vad som skiljer dessa åt uppges vara den tekniska komplexiteten. Dock verkar det överlag som att situationerna då ett bolag inte behöver omsättning är väldigt få. Återkommande antyds det att bolagen måste ha kommit tillräckligt lång i utvecklingen, eller vara tillräckligt *“mogna”*. (Michelle).

“Det kan finnas bolag som har en superprodukt, är inne på en marknad som är kanon, det är ett superstarkt team, vi tror på affärsmodellen till 110% men det är för tidigt för oss fortfarande.” (Dayle).

Anledningen till detta är att risken måste passa in på den avkastningsprofil som VC-bolagen har. Det uppges genomgående att bolagen måste kunna ge tio gånger pengarna tillbaka på en investering. Samtidigt måste bolagen vara tillräckligt stora för att denna avkastning ska få någon effekt på fonden i stort.

"...annars är risken såhär att bolaget blir jätteframgångsrikt, säljs för hundra miljoner dollar, vi fick 20 miljoner dollar, som sen, vi behöver 20 sådana bolag för att [beskriver relationen till fondens storlek]." (Robin).

De nystartade teknikbolagen får heller inte vara alltför långt komna eftersom värderingen då blir för hög och avkastningspotentialen för liten. Alex beskriver den generella uppfattningen om uppnådda mål väl:

"Det ska vara tech-relaterat, man ska ha, man ska finnas på en eller två marknader, man ska ha liksom en proof-of-concept, det ska finnas kunder, man ska, så att säga, ha en affär som fungerar och man vill skala upp och skala ut den."

4.3.5 Entreprenörerna och deras bakgrund

Det sista väldigt tydliga ämne som uppkom under intervjuerna är vikten som intervjupersonerna lägger vid de enskilda entreprenörerna och deras bakgrund. Generellt handlar det, likt de nystartade teknikbolagens bedrifter, om att avgöra om de mål som presenteras är genomförbara. *"Klarar teamet av att genomföra det här, helt enkelt?"* (Michelle).

För att avgöra detta verkar intervjupersonerna lägga stor vikt vid vad entreprenörerna har gjort tidigare. *"Vad de har för track-record är superviktigt".* (Andraea). Anledningen som flera ger till att detta är att, som Robin säger: *"Det finns mer material att gå tillbaka till och se varför var de lyckosamma"*. Dock verkar de flesta intervjupersonerna även vara medvetna om och säger sig ta hänsyn till att det kan vara yttre omständigheter som ligger till grund för att entreprenörerna har ett bra "track-record".

Vad detta "track-record" innebär finns det inget generellt svar på, det beror enligt intervjupersonerna mycket på vad det är deras bolag ska göra. Vissa mönster går ändå att se. Ambition är återigen väldigt viktigt och alla intervjupersoner anser det vara viktigt att det finns driv nog realisera bolagets potential. För att bevisa att det finns ett driv ser intervjupersonerna gärna att entreprenörerna tidigare gjort något utöver det vanliga.

Utöver drivet uppger även flera intervjupersoner att det är positivt om det finns konkreta bevis på den bolagsspecifika kompetens som krävs för att rent praktiskt bygga den tekniska lösning bolaget ska leverera. Uppfattningen om hur viktigt detta är skiljer sig dock mycket mellan intervjupersonerna.

"Så att en grundare behöver egentligen inte vara tech-kunnig bara för att han kör tech-projekt." (Alex).

“...[I] ett techbolag ska det finnas en extrem djup techkompetens, det tycker vi.” (Andraea).

Den generella uppfattningen är dock att det är viktigt att alla entreprenörer i ett nystartat teknikbolag bidrar med värde eftersom grundarteamen oftast är små. Det är även viktigt att bolaget inte drivs av en enda person, som Michelle uttryckte det:

“Vi är ju väldigt oroliga för att det bara finns en enda karismatisk grundare [...] som har ett jättestort kontrollbehov som kommer bli en tillväxtflaskhals själv”

Det kontrollbehov som här åsyftas, väntas leda till problem både i relationen till VC-bolaget men även till framtida anställda.

5. ANALYS

5.1 PRAGMATISK LEGITIMITET

5.1.1 Utbyteslegitimitet

Utbyteslegitimitet uppstår då VC-bolaget upplever att en investering kan generera värde för dem själva. Detta verkar främst skapas när ett nystartat teknikbolag visar att det ligger i linje med det uppdrag som VC-bolaget har av sina LP. Då detta uppdrag är att generera avkastning och då en konkurrensfördel av VC-bolagen antas vara det som krävs för att ett nystartat teknikbolag ska lyckas är alltså *anspråk på konkurrensfördel* något som direkt leder till utbyteslegitimitet. Anspråk på konkurrensfördel kan även bidra med andra värden ifall det appellerar till vissa VC-investerares personliga önskan om att förändra marknaden och utmana större aktörer. Då anspråk på konkurrensfördel är ett sätt att visa på potential kan ett tydligt anspråk även minska transaktionskostnaderna, något som verkar vara viktigt för VC-bolagen på grund av deras begränsade tid att utvärdera potentiella investeringar.

Ett annat sätt som ett nystartat teknikbolag kan skapa värde på och därmed upplevas som legitimt är att minska transaktionskostnader genom att ha *kontakt med andra investerare* då detta verkar snabba upp investeringsprocessen. Kopplingar till andra investerare ger även direkta effekter för VC-bolag eftersom de ser ett värde i att samarbeta med andra som har kompletterande kompetenser. Detta kan dock också ge ett negativt värde ifall det finns för många investerare eftersom detta gör det svårt att komma till konsensus vilket slösar tid.

Tydliga mål som gör det lätt för VC-bolaget att avgöra ifall ambitionsnivån i bolaget är tillräckligt hög bidrar också med direkt värde och således utbyteslegitimitet, något som alla antyder är enormt viktigt. Likaså är *uppnådda mål* ett ytterligare sätt för VC-bolagen att spara tid och ansträngning. Konkreta bedrifter bidrar även ytterligare med värde eftersom VC-bolaget kan lyfta fram dessa inför sina LP för att förklara varför en investering kommer generera avkastning, vilket som sagt är viktigt då det är det grundläggande syftet för VC-bolag.

Ytterligare ett sätt som verkar bidra med värde, både genom att minska utvärderingstiden och genom att göra det enklare att överväga investeringen, är *entreprenörernas bakgrund*. På samma sätt som företagets bedrifter gör det enklare att se var de står så kan de enskilda entreprenörernas bakgrund ge en längre tidshorisont med flera datapunkter som hjälper VC-bolaget att fatta beslut. Det ger även ytterligare konkret information som VC-bolaget kan lyfta upp inför sina LP.

5.1.2 Inflytandelegitimitet

Kontakter med andra investerare är ett sätt som nystartade teknikbolag kan indikera att de är mottagliga för VC-bolagets inflytande. Ifall ett nystartat teknikbolag har haft en tidigare investerare eller en rådgivare som varit aktiv i styrelsen eller motsvarande indikerar det för VC-bolaget att de är vana vid att arbeta på detta sätt. Nystartade teknikbolag som haft tidigare investerare tenderar även att uppfattas som kunnigare och mer förberedda och är därför i högre utsträckning medvetna om den nivå av kontroll som VC-bolagen de söker sig till kräver, vilket alltså minskar risken att de inte är mottagliga för denna kontroll. Alltför många tidigare aktiva investerare kan dock även skapa problem då det gör det svårare för nya investerare att göra sin röst hörd, vilket sänker nivån av inflytandelegitimitet.

På samma sätt som tidigare aktiva investerare kan ge positiv inflytandelegitimitet, så kan tidigare kontakt med passiva investerare ha motsatt effekt. Detta eftersom det signalerar till VC-bolaget att det nystartade teknikbolaget kan riskera att bli överraskat över hur mycket makt de måste lämna ifrån sig.

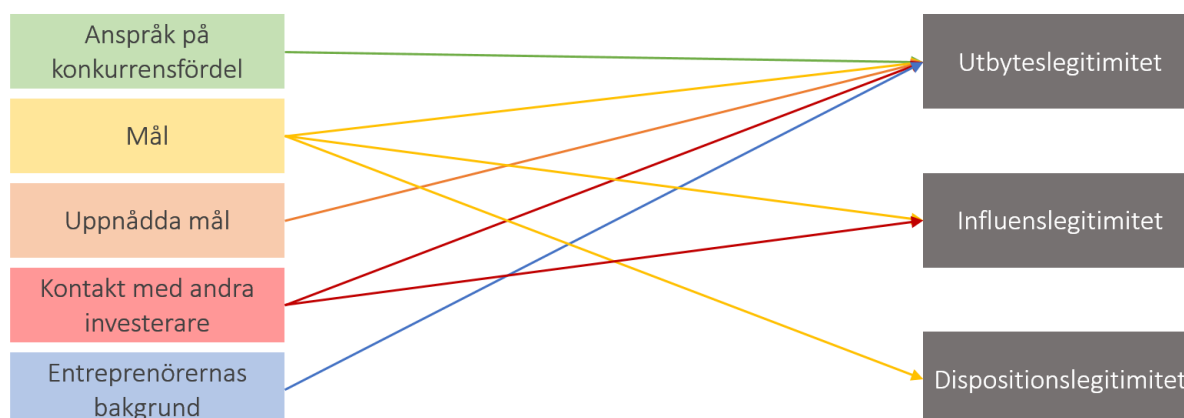
Att sätta *mål* kan vara ett sätt visa att man har inkorporerat VC-bolagets vilja. Detta genom att det nystartade teknikbolaget sätter mål som är för VC-bolaget relevanta eller uttalat viktigt. Att arbeta fram mål tillsammans med VC-bolaget eller acceptera de mål som VC-bolaget grundar sin värdering på är ett sätt för nystartade teknikbolag aktivt visa att de låter VC-bolaget influera dem.

5.1.3 Dispositionslegitimitet

Hur det nya teknikbolaget ges dispositionslegitimitet är delvis svårt att avgöra på grund av denna typ av legitimitets personifiering av bolaget, vilket gör det svårt att skilja mellan legitimitet attribuerad till personerna inom bolaget och sådan som attribueras bolagets *karaktär*. Empirin tyder dock på att VC-bolagen anger att bolaget måste ha samma ambitioner och mål som VC-bolaget själv. Det finns därför stöd för att nystartade bolag som uttalat anger att de har mål som stämmer överens med vad VC-bolaget vill uppnå kan visa på att de delar samma *intresse*.

5.1.4 Sammanställning

Sammanställningen av dessa typer av pragmatisk legitimitet och vilka mekanismer som leder till dem visar att det endast är mekanismen *att sätta mål* som kan leda till alla typer av pragmatisk legitimitet. Dock beror kopplingen till inflytande- och dispositionslegitimitet på vilka mål som sätts och leder således inte uteslutande till alla dessa typer av pragmatisk legitimitet. Detta är något som förutom i fallet av att minska transaktionskostnader gäller för alla mekanismer förutom kontakt med andra investerare, det vill säga att dessa mekanismer i sig inte leder till någon typ av legitimitet utan att de kan leda till legitimitet ifall de används på ett sätt som kommunicerar ett värde eller potentiellt värde till VC-bolagen.



Figur 5: Sammanställning av pragmatisk legitimitet

5.2 KOLLEKTIV LEGITIMITET

5.2.1 Utfallslegitimitet

Nystartade teknikbolag erhåller utfallslegitimitet genom att lyfta de *uppnådda mål* som bolaget har. Dock är det tydligt att alla uppnådda mål inte är lika viktiga och därmed inte leder till utfallslegitimitet i samma utsträckning. För att de uppnådda målen ska leda till utfallslegitimitet ska de ha resulterat i att det nystartade teknikbolaget har kommit till det specifika stadie där de passar VC-bolagens avkastningsprofil.

Utfallslegitimitet uppstår utifrån *anspråk på konkurrensfördel* därför att bolagen hävdar att de ännu inte realiserat sin fulla potential. Detta eftersom de uppfattas som bevis på att denna konkurrensfördel kommer att göras gällande, vilket är centralt för att möta VC-bolagens avkastningsprofil. Dock får bolagen inte ha börjat kapitalisera på denna konkurrensfördel i för stor utsträckning då investeringen därmed blir för mogen och för dyr för att VC-bolagen ska kunna skapa tillräckligt med avkastning.

5.2.2 Strukturell legitimitet

Då struktur är något som VC-bolagen generellt lägger relativt lite vikt vid under en investeringsprocess är det en typ av legitimitet som har liten betydelse för legitimiteten. Det finns dock vissa delar som VC-bolagen antyder kan leda till strukturell legitimitet. En sådan sak är när ett nystartat teknikbolag bygger sitt *anspråk på konkurrensfördel* kring en strukturell fördel, till exempel att man har en egen utvecklingsavdelning.

Även *entreprenörernas bakgrund* är något som kan upprätta strukturell legitimitet ifall kopplingen mellan kompetensen inom bolaget matchar med VC-bolagens förväntningar. Detta blir för vissa VC-bolag mer kritiskt desto mer teknisk produkten eller tjänsten som bolaget levererar eller ska leverera är, men är inte något alla fäster vikt vid.

En ytterligare mekanism som verkar leda till strukturell legitimitet är hur styrelsen i det nystartade teknikbolaget är komponerad. Här verkar det inge strukturell legitimitet ifall det nystartade teknikbolag har lyckats utnyttja *kontakter med andra investerare* och fått dessa att aktivt delta i styrelsearbetet och delta i formuleringen av strategier för hur det nystartade teknikbolag ska gå tillväga eftersom det visar på en professionell styrelse med relevant kompetens.

5.2.3 Procedurlegitimitet

Generellt lägger VC-bolagen väldigt lite vikt vid operationella procedurer hos nystartade teknikbolag. Detta är något som VC-bolaget själva räknar med att kunna hjälpa till med. Denna typ av legitimitet är därmed svår att identifiera. Det finns dock en strategisk procedur som VC-bolagen lägger vikt vid och det är processen att sätta *mål*. Detta ska dock inte förväxlas med att ha uppnådda mål vilket är en händelse snarare än en handling (se 5.2.1 *Utfallslegitimitet*).

5.2.4 Personlegitimitet

Även om VC-bolagen lägger vikt vid att bolaget som helhet ska ha höga ambitioner (se 5.1.3 *Dispositionslegitimitet*) så verkar de främst syfta på de enskilda entreprenörerna i ett nystartat teknikbolag. För att dessa enskilda entreprenörer ska ge legitimitet till hela det nystartade teknikbolaget verkar det finnas två relevanta aspekter.

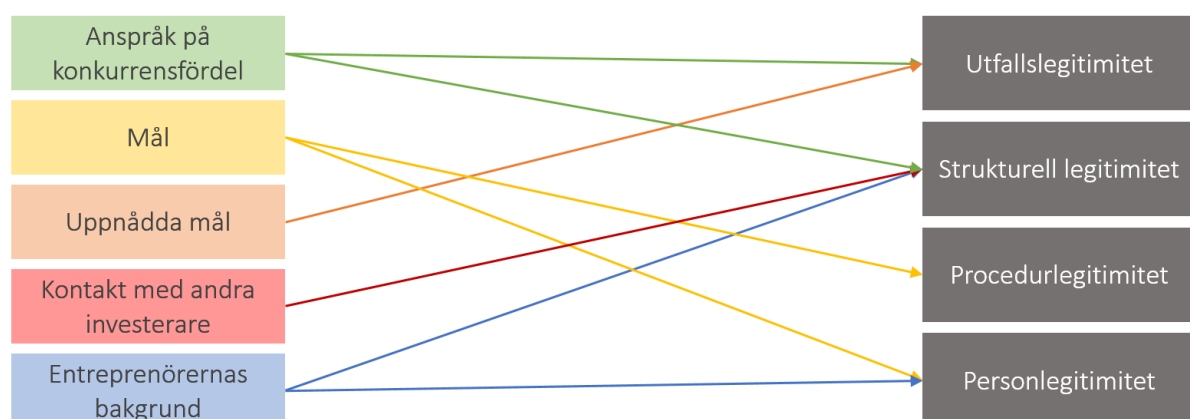
Det första och tydligaste är att visa på att *entreprenörens bakgrund* är relevant för det nystartade teknikbolaget. De tydligaste personlegitimerande effekter verkar komma från bevis på kompetens och bevis på driv. Dessa effekter uppstår eftersom VC-bolaget anser att om en entreprenör gjort något väl förr så kommer den göra det igen. De verkar vara medvetna om att

detta är förhållandevist naivt, men anger att det ändå är en indikation som kan vara värdefull när ett beslut ska tas.

Utöver entreprenörens bakgrund så är även de *mål* som entreprenören har viktiga för att få personlegitimitet. Även om målsättningar generellt syftar till hela bolaget så verkar VC-bolagen övertygade om att dessa mål ofta sätts av enskilda personer inom bolaget och sedan sprids till resten via karismatiska ledare. Dessa mål blir därmed, utöver en indikation på ambitionen hos den enskilda entreprenören, även ett sätt som dessa kan visa på ledarskapsförmåga vilket attribueras till den enskilde personen och därmed leder till personlegitimitet. Dock uppmärksammar några av VC-bolagen att om dessa mål kommer från en enskild karismatisk ledare så kan det skapa problem i senare skeden, vilket kan minska utsträckningen som legitimiteten hos den enskilde personen överförs till bolaget.

5.2.5 Sammanställning

Sammanfattningsvis visar de kollektiva legitimitetstyperna liksom pragmatisk legitimitet att orsak och verkan-sambanden skiljer sig mycket bland de olika mekanismerna med avseende på vilken legitimitetstyp de upprättar. I detta fall är skillnaderna dock större och inga mekanismer leder till samtliga legitimitetstyper. En ytterligare påfallande skillnad för hur mekanismerna leder till dessa typer av kollektiv legitimitet är att de, till skillnad från pragmatisk legitimitet där mycket legitimitet kunde fås genom positionering och kommunikation, krävs mer konkreta bevis för att legitimitet ska uppstå hos VC-bolagen. Det räcker inte med att den konkurrensfördel bolaget gör anspråk på matchar med vad VC-bolaget söker efter, det måste praktiskt bevisas att denna går att uppnå och att det är dit bolaget är på väg.



Figur 6: Sammanställning av kollektiv legitimitet

5.3 KOGNITIV LEGITIMITET

5.3.1 Begriplighet

VC-bolagen verkar generellt ha stor förståelse för hur företag fungerar. För att de ska begripa ett nystartat teknikbolag som ett investeringsvärdigt objekt krävs det dock inte bara att bolaget är tydlig i sina beskrivningar, dessa beskrivningar måste även hänga ihop.

Generellt så måste VC-bolagen begripa hur det nystartade teknikbolaget är speciellt, hur det skiljer sig från alla andra bolag på marknaden, hur det är bättre och hur de ska kapitalisera på detta. För att göra detta verkar en av de viktigaste aspekterna vara att visa upp vilka *mål* som det nystartade teknikbolaget har. Målen har två komponenter. Den första är för att visa vart det nystartade teknikbolaget ser att de kan göra en skillnad, det vill säga hur bolaget kommer vara speciellt när det har uppnått sin fulla potential. Den andra komponenten är vilka delmål som det nystartade teknikbolaget har för att komma dit. I linje med detta verkar även *uppnådda mål* vara viktiga då de mera konkret visar vart det nystartade teknikbolaget är på väg genom att VC-bolaget kan extrapolera från tidigare bedrifter. Det är dock viktigt för begripligheten att dessa mål och uppnådda mål pekar på någon form av konkurrensfördel då de annars inte ligger i linje med vad VC-bolagen ser som ett investeringsvärdigt objekt då det inte är något som kommer bli speciellt. Även *anspråk på konkurrensfördel* blir därmed ett viktigt verktyg för att öka begripligheten för ett nystartat teknikbolag.

Följden av hur dessa tre delar leder till begriplighet är alltså: Det nystartade teknikbolaget anger att ska bli störst på en marknad (mål), de berättar hur de ska lyckas med detta och varför de kommer klara det bättre än andra på marknaden (anspråk på konkurrensfördel) och slutligen visar de upp vad de har gjort för att komma dit (uppnådda mål). Detta flöde motsvarar delar av de kulturella modeller som VC-bolag konstruerar sin verklighet utifrån. Det har under intervjuerna varit slående hur lika dessa tankesätt varit.

5.3.2 Förgivettagande

Förgivettagande är som tidigare nämnt svår att med vår metod uppfatta i empirin då intervjuobjekten per definition inte aktivt kan resonera kring sina antaganden, just på grund av att de är så självklara att alternativet ses om otänkbart. Trots detta finner vi vissa gemensamma, oförklarade beteende som antyder förgivettagande.

Något som tydligt sägs i alla intervjuer är att nystartade teknikbolag måste vara närmast överdrivet självsäkra. Anledningen till detta sägs vara för att detta krävs för att ens driva bolag och för att möta de motgångar som bolaget kommer få under bolagets utveckling. Hur dessa ambitioner ska avhjälpa dessa motgångar ges det dock inga svar på. Att något som intervjupersonerna både uttrycker är otroligt viktigt för nystartade teknikbolags framgång men samtidigt inte kan ge någon närmare förklaring till varför tyder alltså på att det föreligger någon

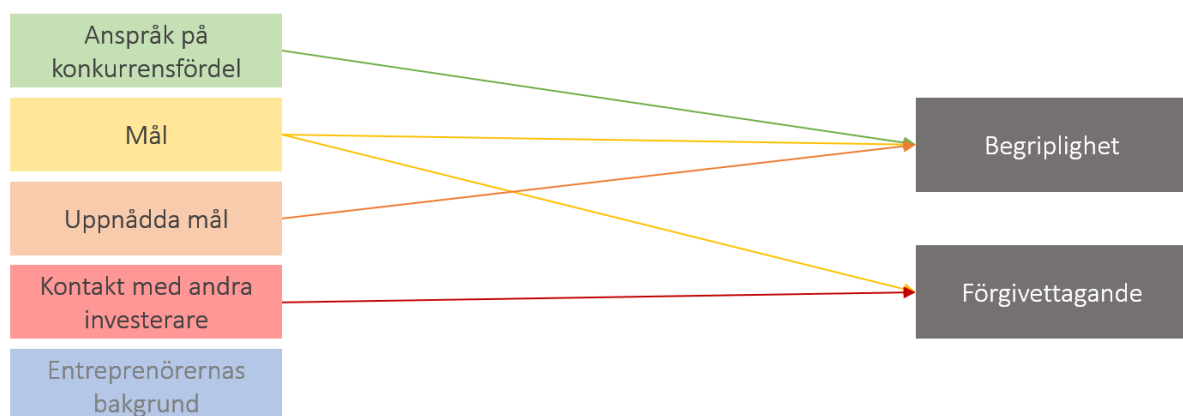
form av förgivettagande om att nystartade teknikbolag måste ha höga ambitioner och vara mycket självsäkra.

En annan tydlig aspekt som framhölls under intervjuerna är att ett nystartat företag som inte har någon rekommendation nästan aldrig ens får ett komma på ett möte. Anledningen som gavs till detta var att bolagen var sämre, men några förklaringar kunde inte ges på varför en rekommendation var så viktigt för att ett nystartat teknikbolag skulle ha avkastningspotential, vilket de själva alltid uppgav som det viktigaste för ett nytt teknikbolag. Detta tyder likt ovan på en form av förgivettagande att nystartade teknikbolag som har en *kontakt med andra investerare* är bättre än dem som inte har det och potentiellt att de som inte ens har lyckats skaffa en rekommendation inte kommer att kunna generera avkastning.

5.3.3 Sammanställning

Kognitiv legitimitet var som det sades i metoden svårt att identifiera, men genom att undersöka sammanhanget som vissa svar gavs i och jämföra dem med andra svar kan vissa tendenser utrönas. För begriplighet är dessa tendenser att VC-bolagen måste förstå syftet med det nystartade teknikbolaget och uppfatta det som rimligt enligt en specifik tankemodell för hur nya teknikbolag blir framgångsrika. Det är dock viktigt att påpeka att bara för att ett VC-bolag begriper syftet, så behöver de inte hålla med eller tycka om beståndsdelarna. Målet kan vara fel för VC-bolagets inriktning, bedrifterna kan vara för få eller för spridda och konkurrensfördelen kan vara otrovärdig både kortsiktigt och långsiktigt.

Vad som VC-bolagen har förgivettaget var desto svårare att identifiera, men gemensamma oförklarade beteende och uttryck har tytt på att höga ambitioner och kontakt med andra investerare är något som VC-bolag tar för givet att ett bra nystartat teknikbolag har.



Figur 7: Sammanställning av kognitiv legitimitet

5.4 SLUTSATS & SVAR PÅ FRÅGESTÄLLNING

Denna studie har haft för avsikt att besvara följande frågeställning:

Hur uppstår olika legitimitetstyper i VC-bolags bedömningar av nya teknikbolag i en finansieringssituation?

För att besvara denna frågeställning togs ett ramverk fram för de legitimitetstyper och legitimitetsmekanismer som påverkar ett investeringsbeslut. Hur dessa mekanismer skapar olika typer av legitimitet identifierades sedan utifrån empiri insamlad genom intervjuer med sådana VC-bolag som fokuserar på investeringar i nystartade teknikbolag. Studien lade grund för följande slutsatser:

Utbyteslegitimitet kan etableras på många sätt och vi fann att alla legitimitetsmekanismer leder hit. Det viktigaste är att förstå syftet och arbetssättet som VC-bolagen har och att presentera sitt nystartade teknikbolag på ett sätt så att det är tydligt hur det kommer att ge avkastning och så att VC-bolagets tid inte uppfattas som bortslösad.

Inflytandelegitimitet kräver att det nystartade teknikbolaget visar att det vill ha en partner som kan hjälpa dem och visar att de är öppna för VC-bolagens sätt att jobba på.

Dispositionslegitimitet kräver att det nystartade teknikbolaget visar att de delar VC-bolagens intresse av att skapa ett enormt stort och framgångsrikt bolag som utmanar och driver marknaden framåt.

Utfallslegitimitet kräver att bolagen tydligt kan visa att de passar in i den riskprofil som VC-bolagen har, det vill säga de har skaffat en konkurrensfördel på en stor och växande marknad där det finns en tydlig möjlighet för att generera vinst och nu är redo för att kapitalisera på denna.

Strukturell legitimitet ges om det nystartade teknikbolaget har kompetensen som krävs för att kapitalisera på sin konkurrensfördel.

Procedurlegitimitet får ett nystartat teknikbolag genom att ha en tydlig process för att sätta och mäta mål.

Personlegitimitet kräver att det finns tydliga ledare med höga ambitioner inom det nystartade teknikbolaget som kan sälja in sin vision till anställda och övriga intressenter.

Begriplighet får ett nystartat teknikbolag om det finns en förklaring och bevis på hur de ska kapitalisera på sin konkurrensfördel som VC-bolagen kan förstå.

Förgivettaget av VC-bolagen verkar vara att bra nystartade teknikbolag har kontakt med andra investerare och har höga ambitioner. Dessa blir därför viktiga för att signalera värde.

6. DISKUSSION

6.1 STUDIENS BIDRAG

Genom att besvara denna studies frågeställning har vi uppnått syftet med studien att, med konstruktionistisk ståndpunkt, förstå hur legitimitet i VC-bolagets sociala system skapas i en finansieringssituation för att ge större förståelse för hur nystartade teknikbolag blir bedömda och finansierade. Studien bidrar specifikt till att minska två identifierade kunskapsluckor i tidigare forskning inom legitimering av nystartade företag och resursanskaffning:

För det första har studien skapat bättre förståelse för de olika typer av legitimitet som påverkar ett VC-bolag genom att vi har tagit fram ett ramverk som beskriver dessa, samt använt detta ramverk för att analysera hur olika legitimitetsmekanismer kan ge upphov till olika typer av legitimitet.

Vidare har studien, genom att, till skillnad från tidigare studier som undersöker vad nystartade bolag kan göra, undersökt hur dessa handlingar uppfattas, breddat förståelsen och nyanseringen för för dessa tidigare etablerade mekanismer.

För det andra genom att ta särskilja VC-bolagens specifika logik med hjälp av tidigare forskning och endast generalisera inom detta sociala system har vi bidragit till att skapa närmare förståelse för hur denna omgivning gör legitimitetsbedömningar vilket kan hjälpa framtida forskare som vill kontrastera olika omgivningars legitimitetsbedömningar, i linje med Überbachers (2012) rekommendation.

Dessa bidrag får implikationer för framtida forskning inom legitimering av nystartade företag och resursanskaffning. Då tidigare forskning har identifierat att olika legitimitetstyper får olika konsekvenser för de legitimerade subjekten (Suchman, 1995; Cashore, 2002) samt att vår studie har identifierat att olika mekanismer leder till olika typer av legitimitet kan inte forskare anta att alla mekanismer får samma konsekvenser för nystartade företags resursanskaffning (cf. Fisher et al., 2017). Dessa bidrag får även implikationer för entreprenörer som startar teknikbolag då de kan använda sig av slutsatserna och ramverket för att förstå hur de ska presentera sitt bolag samt om de ens är tillräckligt mogna för att få den legitimitet som krävs för att få finansiering. Detta antas av författarna bli extra kritiskt i framtiden, då teknisk utveckling antas skapa många nya möjligheter för företagande vilket kommer öka konkurrensen om de finansiella resurserna och därmed göra behovet av legitimitet större.

6.2 GENERALISERBARHET

Som ett resultat av studiens syfte, utformning och avgränsning antogs det i början av studien att resultaten av studien främst skulle vara generaliserbara till bedömningar som görs av VC-bolag som investerar i nystartade teknikbolag. Efter studiens genomförande verkar detta antagande stämma då stora delar av resultatet visar att VC-bolagen inte lägger stort fokus vid vinst, uppnådd marknadsandel eller tydliga strukturer och processer, något som antas krävas av mindre riskbenägna investerare, utan främst bryr sig om potential för snabb tillväxt. Resultatet anses av denna anledning främst vara generaliserbar till bolag som investerar i nystartade teknikbolag.

Då studien endast har genomförts med VC-bolag, på grund av tidigare forskning som visar på att dessa har en logik som skiljer sig från andra investerare i nystartade teknikbolag (Fisher et al., 2017; Pahnke et al., 2015), är det svårt att avgöra hur väl resultatet går att applicera på andra typer av investerare i nystartade teknikbolag då ingen jämförelse har gjorts med dessa. Av samma anledning är det svårt att avgöra huruvida den är generaliserbar utanför Norden då VC-bolagen vi har studerat främst har gjort investeringar i denna geografi. Dock finns det tidigare forskning som indikerar att det finns viss homogenitet inom Europa (Manigart et al., 1997; Elango et al., 1995), vilket därmed kan innebära att studien har viss generaliserbarhet även utanför Norden.

En annan effekt som har kunnat ses efter genomförandet av studien är svårigheten att utröna kognitiv legitimitet. Detta har haft effekten att slutsatserna kring denna legitimitetstypen har lägre kredibilitet än resten av slutsatserna. På grund av detta ser vi flera möjligheter där framtida forskare kan bygga vidare på vårt ramverk och våra slutsatser.

6.3 VIDARE FORSKNING

I relation till problemet att identifiera kognitiv legitimitet samt för att empiriskt testa vårt ramverk skulle vidare forskning kunna använda den typen hybrid conjoint analysmetod som förespråkas av Riquelme (1992). Detta skulle kunna göras genom att koda affärsplaner med olika kombinationer av legitimeringsmekanismerna presentera dem för VC-bolag och låta dem bedöma dem samtidigt ställa frågor avseende dessa beslut för att förstå vilken legitimitets typ de leder till. Genom att inkorporera de tendenser som sågs i våran studie kring vad VC-bolaget har som förgivettaget och inkorporera dessa i testet skulle det kunna skapas större tydlighet kring förgivettagandet.

Vi ser även möjlighet för att använda vårt ramverk för att undersöka de mekanismer som identifierades av Fisher et al. (2017) för andra logiker och därefter jämföra resultaten av dessa studier med våra för att ytterligare skapa större förståelse för hur bedömningar av nystartade teknikbolag skiljer sig bland olika investerare i linje med Überbachers (2014) rekommendation.

Slutligen ser vi en möjlighet att bygga vidare från vårt ramverk och undersöka hur den legitimitet som skapats hos VC-bolagen dissemineras ut till de nystartade teknikbolagens omgivning. För att ge en bredare förståelse för hur legitimitet påverkar nystartade teknikbolag både före och efter en investering.

REFERENSLISTA

TRYCKTA KÄLLOR

- Aldrich, H.E. & Fiol, C.M. 1994, "Fools rush in? The institutional context of industry creation", *Academy of management review*, vol. 19, no. 4, pp. 645-670.
- Barney, J. 1991, "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of management*, vol. 17, no. 1, pp. 99-120.
- Baum, J.A. & Oliver, C. 1996, "Toward an institutional ecology of organizational founding", *Academy of Management Journal*, vol. 39, no. 5, pp. 1378-1427.
- Baum, J.A. & Oliver, C. 1991, "Institutional linkages and organizational mortality", *Administrative Science Quarterly*, pp. 187-218.
- Baur, E.J., Parsons, T. & Martindale, D. 1960, *Structure and Process in Modern Societies*, JSTOR.
- Beckman, C., Eisenhardt, K., Kotha, S., Meyer, A. & Rajagopalan, N. 2012, "Technology entrepreneurship". *Strategic Entrepreneurship Journal*, vol. 6, no. 2, pp. 89-93.
- Berger, P.L., Berger, B. & Kellner, H. 1973, "The homeless mind: Modernization and consciousness."
- Boocock, G. & Woods, M. 1997, "The evaluation criteria used by venture capitalists: evidence from a UK venture fund", *International Small Business Journal*, vol. 16, no. 1, pp. 36-57.
- Brander, J.A., Amit, R. & Antweiler, W. 2002, "Venture-capital syndication: Improved venture selection vs. the value-added hypothesis", *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 11, no. 3, pp. 423-452.
- Bruton, G.D. & Ahlstrom, D. 2003, "An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West", *Journal of Business Venturing*, vol. 18, no. 2, pp. 233-259.
- Bryman, A. & Bell, E. 2015, *Business research methods*, Oxford University Press, USA.
- Cashore, B. 2002, "Legitimacy and the privatization of environmental governance: How non--state market--driven (NSMD) governance systems gain rule--making authority", *Governance*, vol. 15, no. 4, pp. 503-529.
- Certo, S.T. 2003, "Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures", *Academy of management review*, vol. 28, no. 3, pp. 432-446.
- Cohen, B.D. & Dean, T.J. 2005, "Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal", *Strategic Management Journal*, vol. 26, no. 7, pp. 683-690.
- Conti, A., Thursby, M. & Rothaermel, F.T. 2013, "Show Me the Right Stuff: Signals for High-Tech Startups", *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 22, no. 2, pp. 341-364.
- Cooper, A.C., Gimeno-Gascon, F.J. & Woo, C.Y. 1994, "Initial human and financial capital as predictors of new venture performance", *Journal of business venturing*, vol. 9, no. 5, pp. 371-395.
- Cumming, D. 2012, *The Oxford handbook of venture capital*, Oxford University Press.
- Daft, R.L. & Lewin, A.Y. 1990, "Can organization studies begin to break out of the normal science straitjacket? An editorial essay", *Organization Science*, vol. 1, no. 1, pp. 1-9.
- Deephouse, D.L. & Suchman, M. 2008, "Legitimacy in organizational institutionalism", *The Sage handbook of organizational institutionalism*, vol. 49, pp. 77.
- Denis, D.J. 2004, "Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence", *Journal of corporate finance*, vol. 10, no. 2, pp. 301-326.
- DiMaggio, P.J. 1988. "Interest and agency in institutional theory." Pp. 3-21 in *Institutional Patterns and Organizations: Culture and Environment*, Lynne G. Zucker, ed. Cambridge, MA: Ballinger.
- DiMaggio, P.J. & Powell, W.W. 1991, "Introduction." Pp. 1-38 *The New Institutionalism in Organization Analysis*, Walter W. Powell and Paul J. DiMaggio, eds. Chicago: University of Chicago Press.

- DiMaggio, P.J. & Powell, W.W. 1983, "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields," *American Sociological Review* 48:147-60.
- Eisenhardt, K.M. 1989, "Building theories from case study research", *Academy of management review*, vol. 14, no. 4, pp. 532-550.
- Elango, B., Fried, V.H., Hisrich, R.D. & Polonchek, A. 1995, "How venture capital firms differ", *Journal of Business Venturing*, vol. 10, no. 2, pp. 157-179.
- Fisher, G., Kuratko, D.F., Bloodgood, J.M. & Hornsby, J.S. 2017, "Legitimate to whom? The challenge of audience diversity and new venture legitimacy", *Journal of Business Venturing*, vol. 32, no. 1, pp. 52-71.
- Fried, V.H. & Hisrich, R.D. 1994, "Toward a model of venture capital investment decision making", *Financial Management*, pp. 28-37.
- Geertz, C. 1994, "Thick description: Toward an interpretive theory of culture", *Readings in the philosophy of social science*, pp. 213-231.
- Gornall, W. & Strebulaev, I.A. 2015, "The economic impact of venture capital: Evidence from public companies".
- Guba, E.G. & Lincoln, Y.S. et al. 1994, "Competing paradigms in qualitative research", *Handbook of qualitative research*, vol. 2, no. 163-194, pp. 105.
- Gulati, R. & Higgins, M.C. 2003, "Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success", *Strategic Management Journal*, vol. 24, no. 2, pp. 127-144.
- Higgins, M.C. & Gulati, R. 2006, "Stacking the deck: The effects of top management backgrounds on investor decisions", *Strategic Management Journal*, vol. 27, no. 1, pp. 1-25.
- Kunkel S., Hofer C.W. 1990, "Why study the determinants of new venture performance: A literature review and rationale", *Academy of Management Proceedings*
- Landström, H. 2007, *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar Publishing.
- Lee, T.W. 1999, *Using qualitative methods in organizational research*, Sage.
- Lincoln, Y.S. & Guba, E.G. 1985, *Naturalistic inquiry*, Sage.
- Lounsbury, M. & Glynn, M.A. 2001, "Cultural entrepreneurship: Stories, legitimacy, and the acquisition of resources", *Strategic Management Journal*, vol. 22, no. 6-7, pp. 545-564.
- MacMillan, I.C., Siegel, R. & Narasimha, P.S. 1985, "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals", *Journal of Business venturing*, vol. 1, no. 1, pp. 119-128.
- MacMillan, I.C., Zemann, L. & Subbanarasimha, P. 1987, "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process", *Journal of business venturing*, vol. 2, no. 2, pp. 123-137.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P. & De Waele, K. 1997, "Venture capitalists' appraisal of investment projects: An empirical European study", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 21, no. 4, pp. 29-44.
- Meyer, J.W. & Rowan, B. 1977, "Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony", *American journal of sociology*, vol. 83, no. 2, pp. 340-363.
- Meyer, J.W., Rowan, B., Powell, W.W. & DiMaggio, P.J. 1991, "The new institutionalism in organizational analysis", *The new institutionalism in organizational analysis*, .
- Meyer, J.W., Scott, W.R., Rowan, B. & Deal, T.E. 1983, *Organizational environments: Ritual and rationality*, Sage Beverly Hills, Calif.
- Muzyka, D., Birley, S. & Leleux, B. 1996, "Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists", *Journal of Business Venturing*, vol. 11, no. 4, pp. 273-287.
- Nesheim, J.L. 2000, *High tech start up, revised and updated: The complete handbook for creating successful new high tech companies*, Simon and Schuster.
- Pahnke, E.C., Katila, R. & Eisenhardt, K.M. 2015, "Who takes you to the dance? How partners' institutional logics influence innovation in young firms", *Administrative Science Quarterly*, vol. 60, no. 4, pp. 596-633.

- Parsons, T. 1956, "Suggestions for a Sociological Approach to the Theory of Organizations-I", *Administrative Science Quarterly*, pp. 63-85.
- Pfeffer, J. & Salancik, G.R. 1978, "The external control of organizations: A resource dependence approach", NY: Harper and Row Publishers.
- Rah, J., Jung, K. & Lee, J. 1994, "Validation of the venture evaluation model in Korea", *Journal of Business Venturing*, vol. 9, no. 6, pp. 509-524.
- Rao, H. 1994, "The social construction of reputation: Certification contests, legitimation, and the survival of organizations in the American automobile industry: 1895--1912", *Strategic Management Journal*, vol. 15, no. S1, pp. 29-44.
- Riquelme, H. & Rickards, T. 1992, "Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions", *Journal of Business Venturing*, vol. 7, no. 6, pp. 505-518.
- Sandberg, W.R. 1986, *New venture performance: The role of strategy and industry structure*, Lexington Books.
- Scott, W.R. et al. 1995, *Institutions and organizations*, Sage Thousand Oaks, CA.
- Scott, W. R. 1992. *Organizations: Rational, natural and open systems* (3rd ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Scott, W.R. 1977, "Effectiveness of organizational effectiveness studies", *New perspectives on organizational effectiveness*, pp. 63-95.
- Shane, S. & Stuart, T. 2002, "Organizational endowments and the performance of university start-ups", *Management science*, vol. 48, no. 1, pp. 154-170.
- Shepherd, D.A. 1999, "Venture capitalists' introspection: A comparison of in use and espoused decision policies", *Journal of Small Business Management*, vol. 37, no. 2, pp. 76.
- Shepherd, D.A. & Zacharakis, A. 1999, "Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, no. 3, pp. 197-217.
- Singh, J.V., Tucker, D.J. & House, R.J. 1986, "Organizational legitimacy and the liability of newness", *Administrative Science Quarterly*, pp. 171-193.
- Smart, G.H. 1999, "Management assessment methods in venture capital: An empirical analysis of human capital valuation", *The Journal of Private Equity*, vol. 2, no. 3, pp. 29-45.
- Sorenson, O. & Stuart, T.E. 2001, "Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments 1", *American journal of sociology*, vol. 106, no. 6, pp. 1546-1588.
- Stinchcombe, A.L. & March, J. 1965, "Social structure and organizations", *Handbook of organizations*, pp. 142-193.
- Strauss, A. & Corbin, J. et al. 1990, *Basics of qualitative research*, Newbury Park, CA: Sage.
- Suchman, M.C. 1995, "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches", *Academy of management review*, vol. 20, no. 3, pp. 571-610.
- Timmons, J.A. 1994, *"New Venture Creation, Irwin"*, Boston, MA.
- Tyebjee, T.T. & Bruno, A.V. 1984, "A model of venture capitalist investment activity", *Management science*, vol. 30, no. 9, pp. 1051-1066.
- Uberbacher, F. 2014, "Legitimation of new ventures: A review and research programme", *Journal of Management Studies*, vol. 51, no. 4, pp. 667-698.
- Weber, M. 1978, *Economy and society: An outline of interpretive sociology*, Univ of California Press.
- Zacharakis, A.L. & Meyer, G.D. 1998, "A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?", *Journal of business venturing*, vol. 13, no. 1, pp. 57-76.
- Zimmerman, M.A. & Zeitz, G.J. 2002, "Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy", *Academy of Management Review*, vol. 27, no. 3, pp. 414-431.
- Zucker, L.G. 1991, "Postscript: Microfoundations of institutional thought", W.W.Powel, & P.J. DiMaggio, pp. 103-106.

Zucker, L.G. 1983, "Organizations as institutions", *Research in the Sociology of Organizations*, vol. 2, no. 1, pp. 1-47.

Zucker, L.G. 1977, "The role of institutionalization in cultural persistence", *American Sociological Review*, pp. 726-743.

DIGITALA KÄLLOR

- Arnander, F., 2016, 100 Tech Investors Active in the Nordics - Standout Capital, Standout Capital, <http://www.standoutcapital.com/blog/100-tech-investors-active-nordics/> (Hämtad 2017-03-22)
- Carlsson, S., 2016, Klarna-grundaren bygger välgörenhetshub i centrala Stockholm. DI Digital, <http://digital.di.se/artikel/klarna-grundaren-bygger-valgorenhetshub-i-centrala-stockholm> (Hämtad 2017-05-11)
- Crunchbase, 2017, Investors, <https://www.crunchbase.com/app/search/investors> (Hämtad 2017-03-22)
- Davidson, L. 2015, How Sweden became the startup capital of Europe, The Telegraph, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/mediatechnologyandtelecoms/11689464/How-Sweden-became-the-startup-capital-of-Europe.html> (Hämtad 2017-05-10)
- European Commission, 2012, Jobs, growth and investment, https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment_en (Hämtad 2017-05-10)
- Gage, D., 2012, The Venture Capital Secret: 3 Out of 4 Start-Ups Fail, The Wall Street Journal, <https://www.wsj.com/articles/SB10000872396390443720204578004980476429190> (Hämtad 2017-05-10)
- GP Bullhound, 2016, EUROPEAN UNICORNS 2016, <http://www.gpbullhound.com/wp-content/uploads/2016/06/GP-Bullhound-Research-European-Unicorns-2016-Survival-of-the-fittest.pdf> (Hämtad 2017-05-11)
- Hunckler, M., 2014, The Top 20 Startups of All Time [INFOGRAPHIC], The Verge, <https://vergehq.com/2014/01/30/top-20-startups-of-all-time/> (Hämtad 2017-05-11)
- Lange, J., 2016, Avito-grundarna: "Vill hjälpa till nu innan vi blir 100 år eller dör", Breakit, <http://www.breakit.se/artikel/4367/avito-grundarna-borjar-med-goda-investeringar> (Hämtad 2017-05-14)
- Lundell, S., 2017, A till Ö: Här är riskkapitalbolagen som investerar i svenska startups, Breakit, <http://www.breakit.se/artikel/6893/lista-fran-a-till--har-ar-riskkapitalbolagen-som-investerar-i-startups-och-tech-i-sverige> (Hämtad 2017-05-14)
- Palicki, L., 2016, Årets nyordslista – 43 nykomlingar i svenskan, Institutet för språk och folkminnen, <http://www.sprakochfolkminnen.se/om-oss/nyheter-och-press/nyhetsarkiv/nyheter-2016/2016-12-27-arets-nyordslista--43-nykomlingar-i-svenskan.html> (Hämtad 2017-05-12)
- Pollack, A., 1989, Venture Capital Loses Its Vigor, The New York Times, <http://www.nytimes.com/1989/10/08/business/venture-capital-loses-its-vigor.html?pagewanted=all> (Hämtad 2017-05-10)
- Rao, D., 2013, Why 99.95% Of Entrepreneurs Should Stop Wasting Time Seeking Venture Capital, Forbes, <https://www.forbes.com/sites/dileeprao/2013/07/22/why-99-95-of-entrepreneurs-should-stop-wasting-time-seeking-venture-capital/#7fc7681046eb> (Hämtad 2017-05-11)
- Statista, 2015, Value of venture capital investment in the U.S. 1995-2016 | Statistic, <https://www.statista.com/statistics/277501/venture-capital-amount-invested-in-the-united-states-since-1995/> (Hämtad 2017-05-10)
- SVCA, 2015, Private Equity Performance Study 2015, <https://www.svca.se/wp-content/uploads/2015/11/Private-Equity-Performance-Study-2015.pdf> (Hämtad 2017-04-22)
- SVCA, 2017, Medlemmar i SVCA, <https://www.svca.se/medlemmar/> (Hämtad 2017-05-14)
- Veckans affärer, 2015, Därför är Sverige bäst i världen på Unicorns (efter Silicon Valley), <https://www.va.se/nyheter/2016/11/11/darfor-ar-sverige-bast-i-varlden-pa-unicorns-efter-silicon-valley/> (Hämtad 2017-05-14)
- Weinberger, M., 2016, Why entrepreneurs are essential to the global economy — EY, The Financial Times, <https://www.ft.com/content/c1d2736c-1cdc-11e6-a7bc-ee846770ec15> (Hämtad 2017-05-14)

APPENDIX

APPENDIX 1 – MARKNADSESTIMERING

Fond	Storlek (mSEK)	Källa
Atomicco	6 500	1
Almi invest	1 000	2
Backing minds	n/a	Ej publikt
Balderton	n/a	Ej publikt
Blueyard Capital	n/a	Ej publikt
Cherry ventures	n/a	Ej publikt
NFT Ventures	100	1
Creandum	2 000	1
Eequity	750	1
EQT Ventures	5 000	1
Gullsprång Invest	n/a	Ej publikt
GP Bullhound	n/a	Ej publikt
Inbox Capital	n/a	Ej publikt
Industrifonden	4 000	1
Inventure	1 000	1
Nordic Makers	n/a	Ej publikt
Northzone	3 500	1
Open Ocean	400	1
SEB Venture Capital	2 400	2
Spintop	300	1
Sunstone Capital	1 000	1
Sweet Capital	90	1
Swedia Capital	n/a	Ej publikt
Verdane	3 000	1
TOTAL	31 040	
VÅRT URVAL	20 000	
ANDEL	64%	

Appendix 1 källor

- 1: www.breakit.se/artikel/6893/lista-fran-a-till--har-ar-riskkapitalbolagen-som-investerar-i-startups-och-tech-i-sverige
- 2: www.standoutcapital.com/blog/100-tech-investors-active-nordics/
- 3: www.crunchbase.com/organization/almi-invest#/entity

APPENDIX 2 – INTERVJUGUIDE

1. Vi inleder intervjun med att berätta vem vi är och vad vår uppsats i stora drag handlar om. Vi berättar även att det finns möjlighet för personen att vara anonym om så önskas. Vi frågar även om det är okej att vi spelar in intervjun så att vi istället kan fokusera på att ställa rätt följdfrågor istället för att distraheras av att anteckna.

2. Vi börjar sedan med att ställa enklare frågor om vad intervjuobjektets roll på företaget är och hur deras dagliga arbete ser ut.

3. Sedan ställer vi frågor som rör hur de ser på VC bolagens roll och vad deras uppdrag är och vad som utgör en bra investering.

3. Sedan går vi över och börjar ställa frågor kring hur en investeringsprocess ser ut och ber intervjupersonen att leda oss igenom hur det går till från början till slut. Här är det viktigt att få med:

- a) Hur de får kontakt med bolagen.
- b) Vilken sorts material de efterfrågar innan första träff.
- c) Vilken utvärdering som görs innan första träff.
- d) Hur första träff går till.
- e) Vad som händer efter första träff.
- f) Hur många gånger som de brukar träffa bolagen.
- g) Vilka delar de fokuserar på i de olika delarna av processen.

4. Om inte detta uppkommer under denna genomgång så ställer vi sedan frågor kring hur det utvärderar en bra marknad och vad som utgör en konkurrensfördel, hur de utvärderar ett bra team, hur de ställer sig till att bolagen har andra investerare, hur de utvärderar en bra produkt och hur de utvärderar bolagets allmänna potential.

5. Följdfrågor ställs kontinuerligt då de uppkommer, skulle detta inte gå eller vara önskvärt på grund av att det hade avbrutit ett intressant svar ställs dessa frågor i slutet och sedan avslutas intervjun.