

Fundraising av norske venturekapitalfond

En kvalitativ studie som identifiserer avgjørende faktorer i fundraising av norske venturekapitalfond og kartlegging av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor.

AMALIE ØRJANSEN
HEDDA BJUNE PEDERSEN

VEILEDER
Steen Koekebakker

Universitetet i Agder, 2022
Fakultet for Handelshøyskolen
Institutt for økonomi

Master

Sammendrag

Fokuset på klima og miljø, sosiale- og forretningsetiske forhold (ESG) i fondsforvaltning blir stadig viktigere. Private equity er en bransje bestående av fond som tilfører kapital og aktivt eierskap til selskaper i deres ulike utviklingsfaser, der venturekapitalselskaper investerer i startfasen. Norske venturekapitalselskaper står med andre ord i frontlinjen når lovende tidligfase-selskaper stiller med sine løsninger for å redde vår felles fremtid. Det er derfor avgjørende at det er tilstrekkelig med kapitalflyt fra investorer til private equity-fond.

På bakgrunn av dette, identifiserer vi hvilke faktorer som anses avgjørende i fundraising av norske venturekapitalfond, og kartlegging av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor. For å belyse forskningsspørsmålet, gjennomføres seks semistrukturerte dybdeintervjuer med Norsk Venturekapitalforening (NVCA), fondsforvaltere og fondsinvestorer.

Avhandlingens funn viser at viktige faktorer ved innhenting av kapital, er å ha en sterk track record, en klar investeringsstrategi og et bredt nettverk. Når det kommer til strategi, tyder funnene på at en større grad av spesialisering av fond anses attraktivt blant investorene, der teknologi og ESG fremtrer som foretrukket. I tillegg viser funnene våre til et skifte i arbeidet med ESG for aktørene i 2019, noe som gir uttrykk for at innføring av reguleringer har hatt en sterk innvirkning på fremveksten av ESG i det norske private equity-markedet. I tillegg viser det seg at lønnsomhet og press fra investorene fremtrer som viktige årsaker for fokuset på ESG. Nødvendigheten av å være ESG-compliant fremkommer tydelig fra funnene, da det viser seg at dersom dette er fraværende, vil fond utelukkes blant investorene. Vi kan derfor si at ESG har gått fra å være et konkurransefortrinn til å bli en hygienefaktor. Funnene viser dermed at ESG-compliance anses som en avgjørende faktor i fundraising, men vil nødvendigvis ikke tiltrekke kapital. Derimot vil et ytterligere fokus i denne retningen, som ESG-mandat med en høyere grad av ESG integrert i strategien, være en suksessfaktor i fundraising av norske venturekapitalfond.

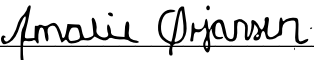
Forord

Denne masteravhandlingen definerer slutten på vårt toårige masterstudium i økonomi og administrasjon innen spesialiseringen analytisk finans. Avhandlingen utgjør 30 studiepoeng, og er utredet over et semester ved Universitetet i Agder.

Interessen for avhandlingens tema startet med et internship i et ventureselskap. Investorer verden over viser en økende interesse for private equity, og aktivaklassen anses særdeles viktig for et lands fostrende næringsliv. Arbeidet med studien har ført til at vi har tilegnet oss kunnskap om forvaltningen på det unoterte markedet, noe masterstudiet ellers ikke inkorporerer. Som Hans Majestet Kongen nevnte i sin tale under åpningen av Stortinget i 2021, er klimaendringer vår tids største utfordring. Vi er derfor nå avhengig av å investere i fremtiden, og det har vært lærerikt å få et innblikk i hvordan dette tar form i aksjehandel utenfor børs.

Avslutningsvis vil vi benytte anledningen til å takke veilederen vår, Steen Koekebakker, for konstruktive tilbakemeldinger, og innspill på veien. Samtidig vil vi rette en stor takk til informantene i studien. Det har vært særdeles lærerikt og givende å få intervjuer dyktige og engasjerte fagfolk.

1. Juni 2022


Amalie Ørjansen


Hedda Bjune Pedersen

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	6
1.1 Bakgrunn	6
1.2 Problemstilling.....	6
1.3 Begrensning	7
1.4 Metode	7
1.5 Struktur	7
2. Det norske private equity-markedet og ESG	8
2.1 Hva er private equity?.....	8
2.2 Limited partnership.....	9
2.3 De involverte partene i et limited partnership - LP, GP og porteføljeselskapet.....	10
2.3.1 LP	10
2.3.2 GP.....	11
2.4 PE-syklusen	12
2.4.1 Fundraising.....	12
2.5 Utviklingen i PE-markedet	14
2.6 ESG i finansmarkedet.....	15
2.6.1 Utviklingen av rammeverk.....	16
2.6.2 Ansvarlige investeringer	17
3. Tidligere forskning	22
3.1 VC-bransjen.....	22
3.2 Fundraising	23
3.3 ESG.....	25
4. Metode	27
4.1 Forskningsdesign	27
4.2 Valg av metode for datainnsamling.....	27
4.2.1 Semistrukturerte individuelle dybdeintervjuer.....	28
4.3 Populasjon og utvalg	29
4.4 Forskningskvalitet	31
4.4.1 Validitet og reliabilitet	31

4.4.2 Etisk forskning	32
5. Funn	34
5.1 Tilgang på kapital	34
5.2 Viktige faktorer i fundraising	36
5.2.1 Track record	36
5.2.2 Nettverk.....	39
5.2.3 Strategi	40
5.3 ESG.....	41
5.3.1 Utviklingen av ESG i den norske VC-bransjen	41
5.3.2 E, S og G	43
5.3.3 Årsaken til fokuset på ESG.....	44
5.3.4 Hvordan anses ESG å ha påvirket fundraising?	45
6. Diskusjon	47
6.1 Tilgang på kapital	47
6.2 Viktige faktorer i fundraising	48
6.2.1 Track record	48
6.2.2 Nettverk.....	50
6.2.3 Strategi	51
6.3 ESG.....	52
6.3.1 Utviklingen av ESG i VC-bransjen.....	52
6.3.2 Årsaken til fokuset på ESG.....	53
6.3.3 Hvordan anses ESG å ha påvirket fundraising?	54
7. Konklusjon.....	56
8. Videre forskning.....	58
9. Referanseliste.....	59
10. Vedlegg.....	68
10.1 Informasjonsskriv	68
10.2 Intervjuguide LP	72
10.3 Intervjuguide GP.....	74
10.4 Intervjuguide bransjeforening.....	76
10.5 Refleksjonsnotat 1	78
10.6 Refleksjonsnotat 2	86

Figuroversikt

Figur 1 Struktureringen av PE-fond (Norsk Venturekapitalforening, 2005, s. 3)	9
Figur 2 Fondsgrupperinger i PE-markedet.	11
Figur 3 PE-syklusen.....	12
Figur 4 Kommitert kapital til norske PE-fond i perioden 2001 til 2021 (Albertsen et al., 2022).	15
Figur 5 Tilnærminger til ansvarlige investeringer (Cozic & Siddique, 2018).....	19
Figur 6 Ulike eierformer (Norsif, 2021, s. 5).....	20
Figur 7 Oversikt over studiens informanter.	30

1. Innledning

1.1 Bakgrunn

EU-reguleringer har i senere tid strukturert arbeidet mot en bærekraftig utvikling i større grad etter at Brundtland-kommisjonen introduserte begrepet i 1987 (Norsk Industri, u.å.; World Commission on Environment and Development, 1987). Norges Forskningsråd påpeker nøkkelrollen det norske næringslivet vil ha i arbeidet med å møte bærekraftsutfordringene (Forskningsrådet, 2017, s. 15). Samtidig understreker FN behovet for å investere i ny kunnskap og teknologi (UN Global Compact, u.å.).

Norsk næringsliv består nesten utelukkende av små og mellomstore bedrifter (SMB Norge, 2020). Selskaper i startfasen «omsetter forskning til innovasjon og bærekraftig verdiskapning», og er blant dem som skaper løsninger som sørger for en bærekraftig utvikling (Forskningsrådet, 2017, s. 15). Disse selskapene vil i flere tilfeller ha problemer med ekstern finansiering, da dette anses risikofyllt. Tidligfase-selskaper blir derfor ofte finansiert ved såkalt private equity.

Private equity-selskaper har en tilnærming til investeringer hvor de går inn med aktiv eierkapital og tilfører selskapene kunnskap og kapital som er nødvendig for at de skal vokse. I økende grad har denne typen kapital implementert faktorer som klima og miljø, sosiale- og forretningsetiske forhold (ESG) i sin kapitalforvaltning. I tillegg er dette en bransje som har investert i teknologi siden dens spede begynnelse, og i 2021 var det det teknologiske investeringsuniverset som tiltrakk seg flest investeringer fra private equity-fond (Albertsen et al., 2022; St.Meld. 7 (2008-2009)). Det er med andre ord ingen tvil om at dette er en bransje som bidrar til «å omsette forskning til innovasjon og bærekraftig verdiskapning». For å fostre bærekraftig utvikling i norsk næringsliv, vil det være avgjørende å utnytte de investeringstilnærmingene private equity tilbyr som en katalysator på veien.

1.2 Problemstilling

For å kunne utnytte private equity til å skape et nyskapende norsk næringsliv, er man avhengig av at tilgangen på kapital til norske private equity-fond er tilstrekkelig nok. Dette for at de kan gjøre det de er best på, nemlig selektare og skalere (Grimsby et al., 2019). I avhandlingen ønsker vi å belyse problemstillingen fra både investor- og forvaltersiden, samt avdekke hvilke faktorer hos fondsforvalterne som anses avgjørende ved innhenting av kapital. Med bakgrunn

i et økende fokus på bærekraftig utvikling de siste årene, vil vi også undersøke hvorvidt et sterkere fokus på ESG i fondsforvaltningen forenkler fundraising. Vi har derfor utarbeidet følgende problemstilling for denne masteravhandlingen:

Identifisering av avgjørende faktorer i fundraising av norske venturekapitalfond og kartlegging av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor.

1.3 Begrensning

Det foreligger lite tidligere forskning om det norske private equity-markedet, og vi begrenser derfor masteravhandlingen deretter. Private equity-markedet organiseres normalt sett i tre grupperinger som baserer seg på hvilken fase de investerer i, såkorn, venture og oppkjøp. For å styrke studiens funn har vi derfor også begrenset oss til venturesegmentet i private equity. Tid og ressurser er årsaken til begrensningene av avhandlingens forskningsspørsmål.

1.4 Metode

For å besvare problemstillingen, har vi valgt å benytte oss av det eksplorative forskningsdesignet, og den metodiske tilnærmingen er kvalitativ. Vi har derfor utarbeidet tre intervjuguider for å innhente informasjon fra bransjeforeningen, to fondsforvaltere og tre investorer. Med dette kartlegger vi hvilke faktorer som er avgjørende for fundraising i norske venturekapitalfond, og i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor.

1.5 Struktur

Denne masteravhandlingen inneholder åtte kapitler, hvor kapittel 1 innleder avhandlingen. I kapittel 2 gis en innføring i private equity og ESG. Videre i kapittel 3 presenteres tidligere forskning, før vi i kapittel 4 introduserer anvendt metode. I kapittel 5 fremlegges våre funn, som er grunnlaget for diskusjonen presentert i kapittel 6. Avslutningsvis oppsummerer og konkluderer vi studiens funn og besvarer problemstillingen i kapittel 7. Til slutt presenterer vi forslag til videre forskning i kapittel 8.

2. Det norske private equity-markedet og ESG

Dette kapittelet er delt i to hoveddeler. I den første delen gir vi en innføring i det norske private equity-markedet, før vi plasserer ESG i samme marked. Innledningsvis forklares private equity og struktureringen i markedet som fremkommer ved limited partnerships. Videre beskrives markedets syklus og ulike aktører, før vi avslutter med en beskrivelse av PE-markedets utvikling. I kapittelets andre del gis det en kort innføring i ESG, og utviklingen av rammeverk på området. Avslutningsvis introduseres ansvarlige investeringer og hvordan disse operasjonaliseres i private equity-markedet.

2.1 Hva er private equity?

Entreprenørens finansieringsbehov blir ofte oppfylt ved såkalt private equity, heretter omtalt som PE. PE omtales også som aktiv eierkapital. Tilbake i 2008 definerte regjeringen denne typen kapital som «aksjekapital i ikke-børsnoterte selskaper der eierne er direkte involvert i virksomhetens utvikling» (St.Meld. 7 (2008-2009), s. 57). I korte trekk kan det oppsummeres som «en samlebetegnelse på langsiktige, lite likvide investeringer i unoterte aksjer ... » (NBIM, u.å.).

En investor kan foreta en direkte investering i PE-markedet, men med bakgrunn i stor usikkerhet og asymmetrisk informasjon, anses markedet som komplekst for en uprofesjonell investor å operere i. Det inngår derfor i normalen at investeringer i dette markedet foregår via finansielle mellomledd, i denne avhandlingen omtalt som PE-fond (Gompers et al., 1998; NOU 2018:5). Et PE-fond anses som et finansielt mellomledd da det reiser kapital fra investorer, og plasserer dette i porteføljeselskaper på det unoterte aksjemarkedet. Det som er særegent med fond i denne bransjen, er at de tar et aktivt eierskap i investeringsobjektet, hvor fondets overordnede mål er å oppnå maksimal avkastning (Metrick & Yasuda, 2011).

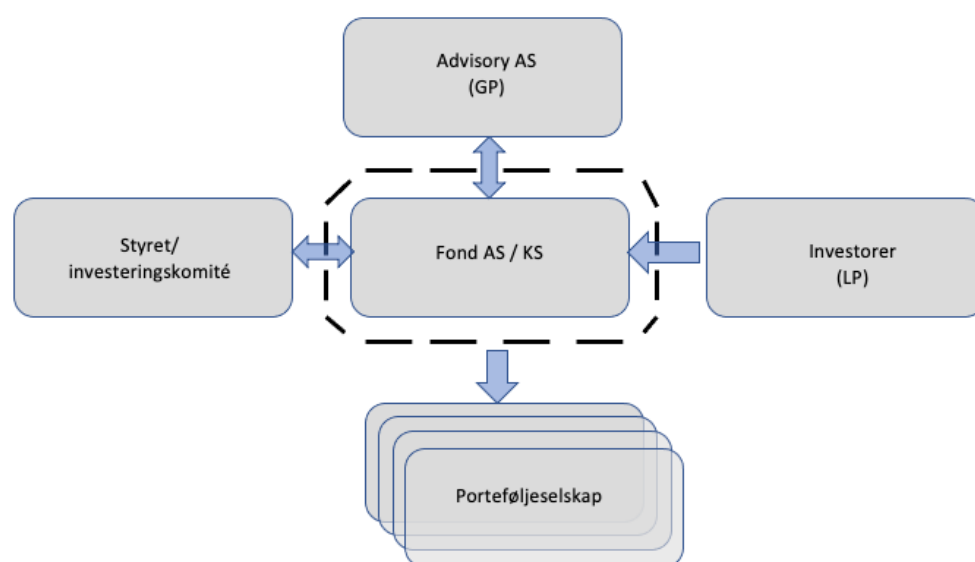
Definisjonen av PE og de ulike grupperingene i markedet, varierer i ulike deler av verden, og baserer seg ofte på den nasjonale foreningens definisjon (Lerner et al., 2012, s. 4). Siden vi fokuserer på det norske markedet, benytter vi oss av Norsk Venturekapitalforenings (NVCA) høringsuttalelse til reguleringen av «spesialfond» som beskriver sondringen mellom såkorn, venture og oppkjøp (Norsk Venturekapitalforening, 2005). I høringsuttalelsen benyttes grupperingene om de ulike fasene, og PE om hele bransjen. Disse betegnelse vil også benyttes i denne masteravhandlingen. Bransjen preges av engelske begreper, som benyttes

uavhengig av hvor i verden PE-markedet befinner seg. Bruk av disse begrepene vil derfor være uunngåelig i denne avhandlingen, selv om den fokuserer på det norske markedet.

Kort oppsummert kan man si at PE er tilførsel av intelligent kapital til porteføljeselskapet, tilpasset dets ulike faser i livssyklusen. Fondene går inn i et selskap og opptrer som aktiv eier ved styreverv, tilbyr rådgivning og oppfølging av selskapets ledelse. Bransjen har «spesialkompetanse på eierskap i en usikker fase» (Norsk Venturekapitalforening, 2005, s. 3).

2.2 Limited partnership

En investering i et PE-fond, blir regnet som en indirekte investering, da kapitalflyten går via finansielle mellomledd (Hubbard & O'Brien, 2012, s. 4). Forholdet mellom investor og fondsforvalterne defineres i hovedsak ved et «limited partnership», hvor investorene omtales som «limited partners» (LP) og fondsforvalterne benevnes som «general partner» (GP) (Lerner et al., 2012, s. 19). Et limited partnership defineres ved kommandittselskap (KS) i Norge. Dette er imidlertid ingen foretrukken selskapsform, da Selskapsloven av 1986 §3-1 tredje ledd tilsier at investoren i et KS, med ubegrenset ansvar, må «skyte inn ... og til enhver tid eie minst en tidel av selskapets nettoformue». I de fleste tilfeller vil man derfor observere at limited partnerships operasjonaliseres ved bruk av vanlige aksjeselskap (AS) (Caselli, 2010, s. 62; Norsk Venturekapitalforening, 2005). I figur 1 illustreres struktureringen av PE-fond.



Figur 1 Struktureringen av PE-fond (Norsk Venturekapitalforening, 2005, s. 3)

Siden PE-markedet har sitt utgangspunkt i USA, vil struktureringen av PE-fond i de fleste tilfeller basere seg på den amerikanske modellen, men tilpasses det landet hvor fondet opererer. For at norske PE-fond skal kunne tiltrekke seg investorer fra utlandet, må struktureringen være tilnærmet lik internasjonal standard. Samtidig er det viktig å tiltrekke seg norske investorer, og hindre at disse foretrekker utenlandsinvesteringer på bakgrunn av bedre rammevilkår utenfor Norges grenser (Norsk Venturekapitalforening, 2005).

2.3 De involverte partene i et limited partnership - LP, GP og porteføljeselskapet

LP har et begrenset ansvar og har derfor ikke en deltakende rolle i styringen av fondet (Caselli, 2010, s. 69 & 306). GP er derimot den styrende part, og er ansvarlig for alle beslutninger som tas på vegne av partnerskapet (Caselli, 2010, s. 69 & 304). Denne parten opptrer som fondsforvalter og forvalter kapitalen ved å analysere, velge og overvåke investeringer. Siste involverte part er porteføljeselskapet, som er mottaker av de finansielle ressursene. Dette er som regel entreprenørbedriften, eller selskapet under restrukturering, heretter omtalt som porteføljeselskap (Norsk Venturekapitalforening, 2005).

2.3.1 LP

En typisk investor i PE-markedet er livs- og pensjonsforsikringsselskaper, bedrifter, fond-i-fond og andre investeringsselskaper, samt staten. Disse er risikovillige, og har muligheten til å foreta langsiktige investeringer (Lerner et al., 2012, s. 24-29; Norsk Venturekapitalforening, 2005). Livs- og pensjonsforsikringsselskapene plasserer kapitalen mottatt fra kundene i ulike fond, slik at det oppnås nødvendige midler for å foreta kontinuerlige utbetalinger til kundene (Hubbard & O'Brien, 2012, s. 8).

Når GP skal innhente kapital vil den institusjonelle investor være å foretrekke fremfor den private. Dette med bakgrunn i den profesjonelle investors kjennskap og kompetanse om finansmarkedet som den selv opererer i. I tillegg vil den institusjonelle investor vanligvis ha langt mer finansiell kapital tilgjengelig, og derfor ha muligheten til å investere med et mer langsiktig perspektiv (Caselli, 2010, s. 36).

Fond-i-fond investorer innhenter kapital fra sine egne LP-er, og investerer disse pengene i andre PE-fond. De opptrer som både LP og GP, og hjelper store klienter til å fordele kapitalen

sin på flere mindre fond. De hjelper også mindre klienter ved å gi tilgang til, og diversifisere, på tvers av flere fond (Lerner et al., 2012, s. 29-30).

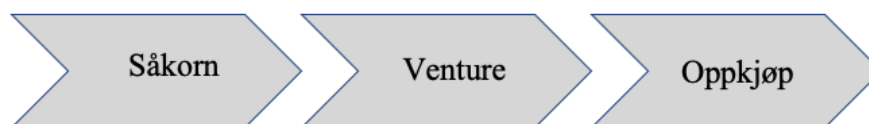
2.3.2 GP

Som nevnt i kapittel 2.1, organiseres PE-markedet i tre ulike grupperinger av fond basert på hvilken fase de investerer i, nemlig såkorn-, venture- og oppkjøpsfond. Dette illustreres i figur 2.

Såkornfond baserer seg på bedriftens tidligste faser, finansiering av såkorn- og start-up fasen. En investering i denne fasen innebærer i de fleste tilfeller null omsetning. Den teknologiske usikkerheten er stor, og fondsforvalternes viktigste oppgave er å skille ut vinnere (Norsk Venturekapitalforening, 2005).

Venturekapitalfond, heretter omtalt som VC-fond, tilfører venturekapital (VC) til selskaper i tidlig- og ekspansjonsfasen. NVCA presiserer imidlertid at denne grupperingen kan overlape mot både såkorn- og oppkjøpsfond ut ifra venturefondets investeringsfokus. Dersom venturefondet går inn i en bedrift i såkornfasen, vil investeringen ha en lengre varighet, gjerne helt opp til 15 år. For fondsforvalterne i disse fasene vil det være den markedsmessige risikoen som gjør seg betydelig (Norsk Venturekapitalforening, 2005).

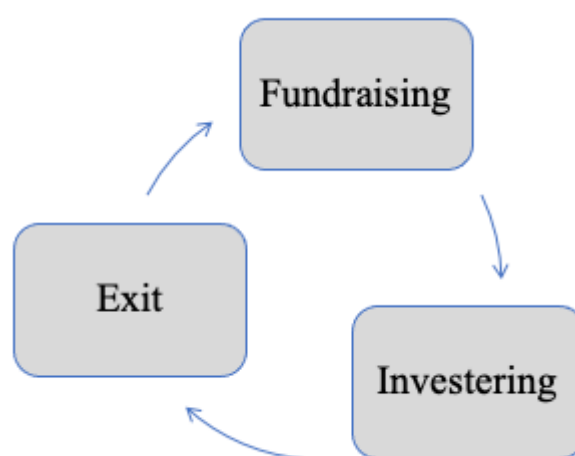
Oppkjøpsfond, også omtalt som buyout, investerer i selskaper i modenhets- eller restruktureringsfasen. Varigheten på denne typen fond er normalt 10 år. Fondsforvalterne går inn med sin kompetanse innenfor restruktureringer og bedriftsutvikling i et selskap som gjerne har stagnert de siste årene, men som de anser som et potensiale for ytterligere vekst (Norsk Venturekapitalforening, 2005).



Figur 2 Fondsgrupperinger i PE-markedet.

2.4 PE-syklusen

Gompers og Lerner beskrev, som henvist i Caselli (2010, s. 34), VC-syklusen ved de tre stegene fundraising, investering og exit, som illustrert i figur 3. Fundraising handler om å promotere et fond for å samle inn tilstrekkelig kapital, og skape forpliktelse blant investorer. Neste fase baserer seg på selve investeringsbeslutningene, men også andre beslutninger som må tas i forbindelse med forvaltning av fondet og bistand til porteføljeselskapene. Exit er den siste fasen i PE-syklusen, som handler om salg av eierandelene i porteføljeselskapene (Caselli, 2010, s. 108-112). Problemstillingen omhandler første fase av denne syklusen. Vi vil derfor i det følgende gi en nærmere innføring i hva fundraisingsprosessen innebærer.



Figur 3 PE-syklusen

2.4.1 Fundraising

Det er markedets tilbud og etterspørsel etter PE som avgjør hvordan fundraisingsaktiviteten er på et gitt tidspunkt. Tilbud representerer i denne sammenheng investors ønske om å plassere sin kapital i denne typen fond, mens porteføljeselskapets behov om PE-finansiering fremkommer ved etterspørsel. Det er utført flere studier som forsøker å si noe om hvilke faktorer som påvirker fundraisingsaktiviteten i markedet. Man har blant annet funnet at gevinstbeskatning og aksjemarkedets status har innvirkning på aktiviteten (Caselli, 2010, s. 109; Gompers et al., 1998). I vår studie inkorporeres ikke slike faktorer, da vi analyserer egenskaper ved fond og fondsforvaltere i selve salgsfasen av fondet.

GPs fundraisingsprosess består av flere faser, og følgende nøkkeltrinn i denne delen av PE-fondets syklus er formulering av forretningsidé, promotering/salg av fondet til potensielle

investorer, fastsettelse av regler og bestemmelse av hvilke investeringer som skal tas, samt opprettelse av en «calling plan» (Caselli, 2010, s. 118). Med bakgrunn i at formålet med vår avhandling er å identifisere avgjørende faktorer i fundraisingen av norske VC-fond, og kartlegge i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor her, behandles ikke alle nøkkeltrinnene som ble nevnt over. For å besvare problemstillingen tar vi sikte på GP-er i «salgsfasen».

I fundraisingen er tidlig planlegging og design av fondet avgjørende. Ved planlegging av fondet setter fondsforvalterne blant annet et mål på hvor mye kapital som ønskes reist før «initial close», og hva som er maks kapital fondet kan innhente før «final close». Å lykkes med fundraising vil si at fondsforvalterne klarer å innhente nok kapital til initial close, slik at investeringer i porteføljeselskap kan starte. Selve fundraisingsprosessen kan ta opptil to år, fra den starter til «final close», men kan også ha et kortere tidsaspekt dersom for eksempel en sterk track record foreligger, som igjen kan attrahere flere LP-er (Caselli, 2010, s. 117; Caselli & Negri, 2021, s. 239).

Den direkte kontakten mellom fondsforvalterne og investorene utgjør nettverket, som er hovedkanalen for fundraising. En kritisk fase i fundraisingen vil derfor være å identifisere potensielle investorer. Med andre ord kartlegge hvem fondsforvalterne kan selge inn fondet til. Strategivalget når det gjelder innhenting av kapital, avhenger av om det er et nytt fond, eller om det er fortsettelsen på et tidligere initiativ (Caselli, 2010, s. 123). Kommunikasjon fremtrer dermed som et nøkkelelement i nettverksskaping og -vedlikehold (Caselli & Negri, 2021, s. 245).

2.4.1.1 LPs due diligence

På den ene siden innleder fondsforvalterne fundraising til sitt fond. På den andre siden foretar potensielle investorer en due diligence av fondet og fondsforvalterne, som en del av sin investeringsbeslutning. Due diligence kan omtales som en selskapsgjennomgang, hvor LP-en foretar en vurdering av hvorvidt investeringen i fondet vil komme dem til gode. Investoren vurderer her om GP-ens mål stemmer overens med sine egne. Hvis ikke, tas ikke fondet videre i prosessen som mulig investeringsobjekt. I løpet av due diligence-prosessen vurderes også fondets eller fondsforvalternes track record, med andre ord historiske resultater. Ved en investering i et fond er det som regel ikke oppgitt eksplisitt hvilke porteføljeselskaper fondet skal investere i, men investeringsmandatet er definert. Med andre ord foretar LP investeringer

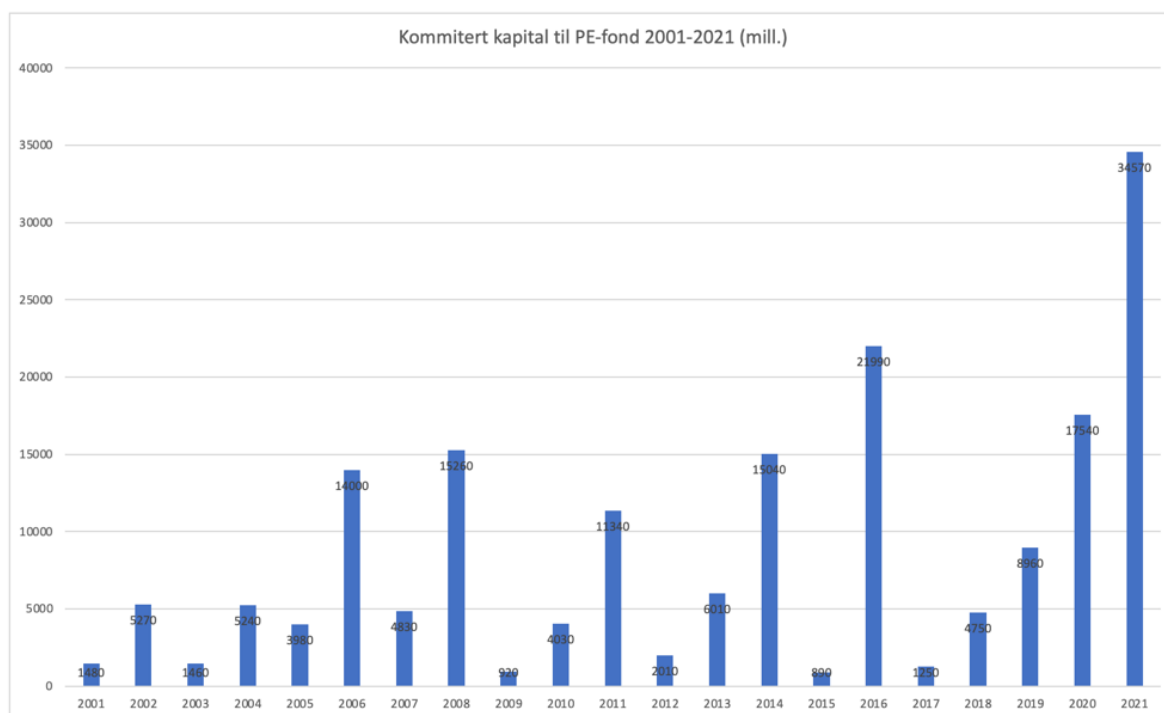
i en «blind pool». LP foretar derfor sin investering basert på informasjonen som utarbeides i due diligence-prosessen. Den beste muligheten til å kunne si noe om hvorvidt fondet vil lykkes med sine investeringer er derfor en grundig vurdering av tidligere fonds resultater, eller fondsforvalternes track record (Lerner et al., 2012, s. 50-51).

Med tiden har det utviklet seg et behov for å foreta en due diligence på ESG. Dette med bakgrunn i et økende regelverk på området som hemmer levedyktigheten til fond og porteføljeselskaper som ikke er i samsvar med disse. I en slik gjennomgang får LP-en innblikk i hvordan fondsforvalterne arbeider med ESG-spørsmål i forvaltningens faser (PRI, 2021).

2.5 Utviklingen i PE-markedet

Til å begynne med var PE et amerikansk fenomen, men nådde etter hvert også Europa og Norge. På hvilket tidspunkt fenomenet nådde Norge, er tvetydig, men en indikasjon gis i en Stortingsmelding hvor det fremgår at investeringer via PE-fond var relativt sjeldent i tidsperioden før 2010 (St.Meld. 7 (2008-2009)). I perioden rundt 2005 fremkommer det at kampen om kapital var krevende, og at Norge kunne vise til relativt lavere tilstrømming av kapital i norske fond kontra de andre nordiske landene (Norsk Venturekapitalforening, 2005). I 2007 eksisterte det 103 PE-fond, hvor forvaltet kapital var 42,6 mrd. NOK. Det norske PE-markedet var lite i internasjonal sammenheng. (Norsk Venturekapitalforening, 2005). Fra 2007 til 2010 økte andelen kommitert kapital fra utenlandske investorer med 20 prosent. Basert på en økning i kommitert kapital på 700 prosent vil det være rimelig å si at PE-markedet gjennomgikk en eksplosiv vekst fra 2001 til 2011 (Traaseth et al., 2011).

Hvis vi går omtrent et tiår frem i tid, stod verden overfor en verdensomspennende krise. COVID-19 pandemien medførte en nedgang i PE-markedet, men allerede utover høsten 2020 begynte det å ta seg opp igjen (Argentum, u.å.). Markedet viste, på tross av pandemiens innmarsj, til kommitert kapital på 20 bn. NOK (Albertsen et al., 2021). Bransjen er nyskapende av natur, og viste seg i denne krisen til å være særdeles tilpasningsdyktig (Framstad, 2021). Veksten fortsatte ut i 2021, og året representerer et rekordår med innhentet kapital på omtrent 34,4 bn. NOK, hvor VC-fond står for omtrent 11,4 mrd. NOK (Albertsen et al., 2022). Med bakgrunn i økningen av kommitert kapital fra 2001 til 2021, fremstilt i figur 4, kan vi si at det norske PE-markedet har hatt en sterk utvikling de to siste tiår.



Figur 4 Kommitert kapital til norske PE-fond i perioden 2001 til 2021 (Albertsen et al., 2022).

Den samme økningen kan observeres i Europa. Innhentet kapital til VC-fond har også her slått rekorder i 2021, med reist kapital på 18 bn. EUR. PE-markedet i Europa utgjør per 2021 0,76 prosent av verdensdelens BNP (Invest Europe, 2022). Norges marked utgjorde 0,25 av landets BNP i 2020 (Statista, 2022). Med bakgrunn i disse tallene kan man si at uttalelsen i St.meld. nr. 7 (2008-2009) om at det norske PE-markedet er lite i internasjonal sammenheng fortsatt er gjeldende.

2.6 ESG i finansmarkedet

ESG er en engelsk forkortelse for Environmental, Social og Governance, som er tre ikke-finansielle grunnpilarer selskaper må jobbe mot for å bidra til en bærekraftig utvikling (FN, 2021). I tillegg bidrar det til hvordan selskaper håndterer risiko i forhold til å eliminere faktorer som påvirker samfunnet og miljøet på en negativ måte (Nordea, u.å.). Med andre ord tar begrepet for seg de miljømessige-, sosiale- og forretningsetiske forhold til et selskap, som omfatter både risikoer og muligheter.

De fleste forretnings- og samfunnsforskere anser Howard Bowen som grunnleggeren av Corporate Social Responsibility (CSR) (Caulkins, 2013). CSR er et begrep som har eksistert i

flere tiår, og mange vil nok si at bedriftens samfunnsansvar er forgjengeren til ESG. Cini og Ricci (2018) poengterer at det å være CSR-orientert ikke lenger er et valg, men helt avgjørende for selskapets eksistens. Tilnærmingen anses som forløperen for de sosiale forholdene (S) i ESG, som fikk økt fokus etter andre verdenskrig da menneskers grunnlag for et anstendig liv ble en viktig prioritet. I løpet av 1990-tallet utviklet det seg et fokus på klima og miljø (E) som handler om å ta vare på naturen og klimaet på en måte som reduserer de miljømessige fotavtrykkene (Waas, 2021). Det er ikke før i det siste tiåret at selskapsstyrings (G) ble et vel så anerkjent og sentralt punkt hvor fokuset er å sikre økonomisk trygget for alle (Bengo et al., 2022; Tang, 2019)

I dag er klimaendringer en av de høyeste rangerte sakene på den politiske og sosiale agendaen. Kapitalforvalterne har et enormt ansvar når det kommer til hvilke bedrifter de ønsker å investere i, og hvilket fokus de bør ha for å skape langsiktige verdier. Finansmarkedet har med andre ord en sentral posisjon i utviklingen av det grønne skiftet (Gözlügöl, 2022).

Kort oppsummert presenterer ESG de tre viktigste faktorene som bør vurderes i analysen av den langsiktige levedyktigheten og den etiske effekten av en virksomhet. Hvordan faktorene innlemmes i kapitalforvalternes investeringer avhenger derimot av hva som anses som vesentlige risikofaktorer i bestemte sektorer og bransjer (Amel-Zadeh & Serafeim, 2017).

2.6.1 Utviklingen av rammeverk

Bærekraft i finansnæringen har gjennomgått ulike stadier de siste tiårene, og fokuset har skiftet gradvis fra kortsiktig profitt til langsiktig verdiskapning (Schoenmaker, 2017, s. 8). Som en del av den grønne omstillingen av økonomien, har EUs rammeverk for bærekraftig finans fastsatt et mål om å mobilisere privat kapital over på mer bærekraftige investeringer for at det skal være mulig å nå målet om et netto nullutslipp i Europa innen 2050 (Norsk Industri, u.å.). Dersom finanssektoren allokere midler til dets mest produktive bruk, og velger å finansiere bærekraftige selskaper og prosjekter, kan dette fremskynde omstillingen (Schoenmaker, 2017, s. 8). I hele finansnæringen etableres det strategier for å integrere ESG i de ulike aktørenes arbeid. Finansiell risiko knyttet til ESG-utfordringer skal håndteres, og det skal fokuseres på å fremme åpenhet, langsiktig finansiell avkastning og økonomisk aktivitet (Norsk Industri, u.å.).

Over tid har EU utarbeidet handlingsplaner, lovendringer og initiativer som skal påvirke bedrifter i alle bransjer til å føle et press til å ta sin rolle i bærekraftsutviklingen. Det var først i 2010 at ESG-rammeverket ble konsolidert på EU-nivå. I 2015 vedtok FN 2030-agendaen og Parisavtalen som blir sett på som en mer strukturert bærekraftspolitikk fra EUs side. Ryggraden i den nye EU-strategien ble å reorientere investeringer mot mer bærekraftige teknologier og virksomheter med en langsiktig visjon (Bengo et al., 2022). Europaparlamentet og EU-landene ble i 2019 enige om regler for avsløring av bærekraftige investeringer for institusjonelle investorer. Det kreves at kapitalforvaltere integrerer ESG i sine investeringsbeslutninger, samtidig som de må avsløre hvordan de gjør det (Davis & Lescott, 2019). Økende reguleringer på området gjør det stadig krevende for aktører i finansbransjen å være ESG-compliant. Det handler om å være tidlig ute med å implementere faktorene som kreves for å være i samsvar med eksisterende og kommende regelverk (Eide, u.å.).

2.6.2 Ansvarlige investeringer

Ansvarlige investeringer innebærer å ta hensyn til ESG ved investeringsbeslutninger, og regnes som en form for Socially Responsible Investments (SRI) (PRI, u.å.-c). Strategien har sitt opphav i det vanlige aksjemarkedet, men har med årenes løp utvidet seg til andre markeder som eiendom, infrastruktur og PE (Hebb, 2012, s. 1-2).

2.6.2.1 Principles for Responsible Investments

Principles for Responsible Investments (PRI) er et investorinitiativ for ansvarlige investeringer etablert i samarbeid med UNEP Finance Initiative og UN Global Compact. Initiativet oppfordrer investorer til å investere mer ansvarlig for å øke avkastning, og for å oppnå ytterligere risikohåndtering (PRI, u.å.-d). PRI har i flere år utarbeidet rapporter for de institusjonelle investorene, men ikke før i januar 2022 utarbeidet PRI en egen rapport om VC. For å sørge for økt anvendelse av ansvarlig investering i VC-bransjen, må forståelsen og kunnskapen om dens anvendelse og fordeler forbedres i alle stadier av VC-fundrasingen og investeringsprosessen (PRI, 2022, s. 6). Interessen og bevisstheten fra investorsiden av å integrere ESG i sine porteføljer har økt betraktelig. Dette kan forklares med at ESG har vært et konkurransefortrinn i produkt-, arbeids- og kapitalmarkedene (Kotsantonis et al., 2016).

PRI er verdens største frivillige bærekraftsinitiativ med nesten 5 000 signatarer, som forplikter seg til å integrere følgende seks prinsipper rettet mot integrasjon av ESG (PRI, u.å.-a, u.å.-b, u.å.-d).

1. «Vi vil inkorporere ESG-utfordringer i investeringsanalyser og beslutningsprosesser.»
2. «Vi vil være aktive eiere og implementere ESG-utfordringer i vår eierskapsutøvelse.»
3. «Vi vil søke hensiktsmessig informasjon om ESG-utfordringer fra selskapene vi investerer i.»
4. «Vi vil fremme aksept og implementering av prinsippene i finansmarkedet.»
5. «Vi vil samarbeide for å øke effektiviteten i implementeringen av prinsippene.»
6. «Vi vil rapportere om våre aktiviteter og fremdrift mot implementering av prinsippene.»

2.6.2.2 Tilnærminger til ansvarlige investeringer

Det foreligger syv ulike tilnærminger til ansvarlige investeringer som integrerer ESG i ulik grad. Selv om det vil være graderinger innad i, og overlapping mellom kategoriene, vil et forslag til en slik rang fremstilles i figur 5 (Eurosif, u.å.; Piu, 2020, s. 13-14; Uzsoki, 2020, s. 5).

1. «Integrering av ESG i finansiell analyse»

Denne tilnærmingen innebærer integrering av ESG-data i tradisjonell analyse da disse anses å ha finansiell innvirkning. Integrasjonsprosessen fokuserer på den potensielle effekten av ESG-spørsmål på selskapets økonomiske forhold, som igjen kan påvirke investeringsbeslutningen.

2. «Aktivt eierskap»

Aktivt eierskap er en tilnærming til ansvarlige investeringer som hvor eierne benytter sin innflytelse til å fremme integreringen av ESG i selskapets drift.

3. «Best in class»

En investeringstilnærming som foretrekker selskaper eller fond som viser til bedre ESG-praksis enn andre, med andre ord lederne på området. Omtales også som «positive screening».

4. «Tematiske investeringer rettet mot ESG»

Tematiske investeringer går ut på å foreta kapitalallokering til investeringsunivers som vil, eller som allerede anses, attraktive når det kommer til å løse problemer relatert til ESG. Fond er pålagt å ha en ESG-analyse av investeringen for å bli inkludert i denne tilnærmingen.

5. «Impact investing»

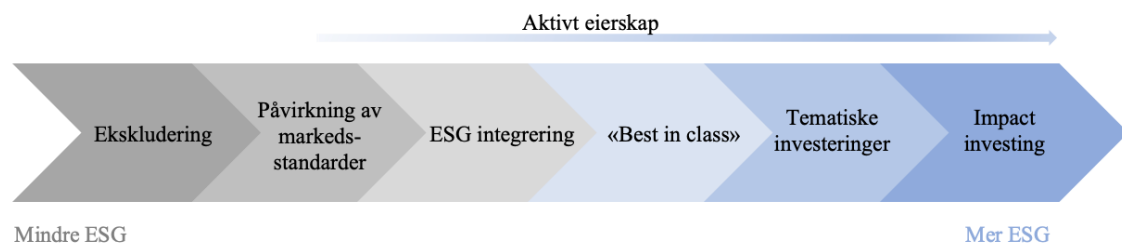
Impact investing, eller formålstjenlige investeringer, går ut på å plassere kapital i investeringsobjekt hvor det er fastsatt, og jobbes mot et sosialt eller miljømessig mål. Hensikten med investeringen er med andre ord å generere positive effekter som sosiale og miljømessige påvirkninger.

6. «Påvirkning av markedsstandarder»

Er en tilnærming til ansvarlige investeringer med et større samfunnsmessig mål. Hensikten med investeringene kan være å endre aksjonærenes rettigheter, eller å oppnå strengere rapporteringskrav knyttet til ESG. Dette kan gjennomføres ved å avgi høringsuttalelser eller medlemskap i organisasjoner som for eksempel Norsif.

7. «Ekskludering»

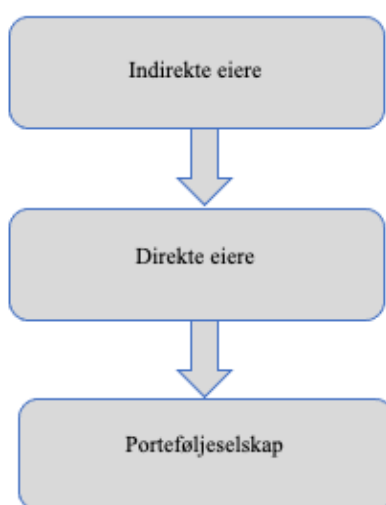
Ekskludering er en tilnærming til investeringer som baserer seg på utelukkelse, og omtales også som «negative screening». Utelukkelsen kan ta utgangspunkt i selskaper, sektorer eller land som gjør at investeringsobjektene utgår fra investeringsuniverset. Denne metodikken har vært den mest anvendte investeringsstrategien i Europa.



Figur 5 Tilnærminger til ansvarlige investeringer (Cozic & Siddique, 2018).

2.6.2.3 Ansvarlige investeringer i PE-markedet

Figur 6 illustrerer de ulike eierskapene i et porteføljeselskap som fremkommer i den delen av PE-markedet avhandlingen omfatter. LP-ene er indirekte eiere, mens fondsforvalterne er direkte eiere av porteføljeselskapet. Utførelsen av ansvarlige investeringer avhenger av investors posisjon i forhold til selskapet. LP, som investor i PE-fond, er avhengige av at det tilbys fond i markedet som er ESG-compliant. Her kan dog investorene selv fremme behovet for slike fond, og sørge for at tilbudet øker (Norsif, 2021).



Figur 6 Ulike eierformer (Norsif, 2021, s. 5).

I PE-markedet forekommer ansvarlige investeringer proaktivt gjennom aktive eierskap. Med tanke på verdens utvikling med hensyn til regulatoriske føringer, vil det å fokusere på ESG-faktorer i sine investeringer redusere porteføljens risiko, og føre til ESG-compliance (Hebb, 2012, s. 1-2). Det vil derfor være hensiktsmessig for PE-aktører å foreta ansvarlige investeringer med hensyn til de langsiktige investeringshorisontene. Med aktivt eierskap kan investorer oppmuntre investeringsobjektene til å forbedre sin risikostyring i henhold til faktorene E, S og G, eller til å utvikle en mer bærekraftig forretningspraksis (PRI, u.å.-c).

Som et supplement til aktivt eierskap, fremkommer også ofte bruken av tematiske investeringer i PE-markedet. Et av de mest aktuelle tematiske investeringsuniversene er det teknologiske, og VC-bransjen har vært en av drivkreftene bak høyteknologiske industrier (MacArthur et al., 2022, s. 23). Økt bruk av teknologi er et resultat av den grønne omstillingen, mye grunnet teknologiens potensiale til å videreutvikles og skaleres. Teknologi og innovasjon kan skape

økonomisk vekst, effektivisere og løse miljømessige utfordringer (Argentum, 2017). Det teknologiske investeringsuniverset attraherte flest investorer i PE-markedet i 2021 (Albertsen et al., 2022). I følge Uzsoki (2020) er tematiske investeringer den raskest voksende metoden for å utføre ansvarlige investeringer.

3. Tidligere forskning

Dette kapitlet vil gi en innføring i tidligere forskning som har relevans for masteravhandlingen. Det foreligger sparsomt med akademisk litteratur om fundraising i sammenheng med VC-fond. Enda mindre er det skrevet om kapitalinnhenting til VC-fond i forbindelse med fokus på ESG. Vi vil starte med å presentere tidligere litteratur om VC og dets utvikling. Videre presenteres studier omkring påvirkende faktorer ved fundraising, før vi avslutningsvis vil presentere eksisterende litteratur rundt ESG i PE-markedet.

3.1 VC-bransjen

Boquist & Dawson (2004) studerte VC-strømningene mellom USA og Europa på 1980- og 1990-tallet. De trekker frem at VC-bransjen i USA gjennomgikk en stabil utvikling etter andre verdenskrig, mens det i Europa stod stille frem til 1980. Den europeiske utviklingen stimulerte til lokal industri, og samtidig økte interessen for investeringer fra den amerikanske bransjen. Bottazzi et al. (2004) gjorde en studie fra 1998 til 2001 som viste at den europeiske VC-bransjen var mer integrert enn hva en tidligere hadde trodd. De fant også at sterke bånd til USA førte til at fondsforvalterne i Europe i stor grad emulerte amerikanske investeringsmetoder. Guler & Guillén (2010) har også undersøkt internasjonaliseringen av VC-bransjen. Resultatene fremhever viktigheten av nasjonale innovasjonssystemer for å tiltrekke utenlandske investeringer. De finner at fondsforvaltere investerer i land som er preget av teknologi, juridiske-, finansielle- og politiske institusjoner. Dette skaper innovative muligheter, beskytter investors rettigheter og legger til rette for gode exit-muligheter. I tillegg avdekker studien at etter hvert som bedriftene innehar mer internasjonal erfaring, er det mer sannsynlig at de overviner begrensninger knyttet til disse institusjonene.

Gompers (1998) undersøkte nyere trender i VC-bransjen på 1990-tallet, og fant at den betydelige økningen i fundraising kunne indikere at markedet var i ferd med å overopphetes. Samme år undersøkte Kortum & Lerner (1998) innvirkningen VC har på innovasjon, og fant at mengden risikokapital i bransjen hadde en signifikant positiv påvirkning på patenteringsraten. VC-bransjen har vært en av de store drivkreftene bak innovativ aktivitet og vekst av høyt teknologiske industrier, og kan sies å ha hatt en betydelig innvirkning på innovasjon i den amerikanske økonomien. På dette tidspunktet antydte deres estimater at VC utgjorde rundt 15 prosent av industrielle innovasjoner i USA.

I løpet av det siste tiåret har EU i økende grad fokusert på den uformelle VC-bransjen som et middel for å øke tilgangen på tidligfase-fond (Mason, 2009). Reitan & Sorheim (2000) undersøkte den uformelle VC-bransjen i Norge, og beskriver de norske private investorenes demografi, investeringsaktivitet, atferd og investeringspreferanser. Funnene viser et mannsdominerende yrke med høy utdanning og lang arbeidserfaring. De finner også at private investorer vanligvis bruker eksterne informasjonskilder for å identifisere investeringsmuligheter. Personlig nettverk, media og forretningsforbindelser viser seg å være noen av de viktigste kildene til informasjon om investeringsmuligheter. Denne studien gjør også sammenlikninger med blant annet Sverige og Storbritannia. En betydelig forskjell blant de private investorene er at det fokuseres mer på industri- og teknologirelaterte sektorer i Norge enn i de andre landene. Videre fremkommer det at de norske investorene er mindre aktivt involvert i virksomhetene de investerer i, enn hva de svenske og britiske investorene er.

3.2 Fundraising

Det er ingen tvil om at å ha en sterk track record å vise til er uvurderlig i finansbransjen. Det er gjort en god del studier på dette knyttet opp mot VC-bransjen, og også her finner de store verdier i det å ha levert gode historiske resultater. Gompers et al. (1998) ga ut en artikkel som tok for seg påvirkende faktorer ved fundraising av VC-selskaper fra 1972 til 1994. Resultatene de fant tilsa at VC-fondets historiske prestasjon var en viktig bestemmende faktor for VC-selskapers evne til å skaffe ny kapital.

Dette ble også stadfestet året etter, da Gompers & Lerner (1999) fant det krevende å opprette nye VC-fond uten å vise til en sterk track record, og at det i tillegg var vanskelig og tidkrevende å tilegne seg ferdighetene og kompetansen som var nødvendig for å gjennomføre vellykkede investeringer. LP-ene er svært interessert i track record når de foretar langsiktige investeringer i en «blind pool». GPs tidligere resultater er det eneste som kan fortelle LP-ene om deres kompetanse (Lerner et al., 2012, s. 49). Zarutskie (2010) fant at den menneskelige kapitalen i forvaltningsteamet for førstegangsfond kan benyttes til å forutsi noe om fondets fremtidige ytelse. I studien fremkommer det at dersom forvaltningsteamet består av personer med erfaring fra entreprenørselskaper eller tidligere venturekapitalister, er det større sannsynlighet for at de har hyppigere exit fra fondets porteføljeselskaper. Hüther (2016) og Barber & Yasuda (2017) fant at GP-er med sterk track record har betydelig større sannsynlighet for å finansiere oppfølgingsfond, og fondene som blir finansiert er større. Lignende funn ble også gjort av

Barko et al. (2018) som viser til at aktivisme har størst sannsynlighet for suksess når selskapene har en sterk track record knyttet til ESG.

Gitt viktigheten av å kunne vise til gode historiske resultater, er det gjort noen studier som ser på hvordan PE-selskapene kan manipulere resultatene til å se ekstra gode ut for potensielle investorer. Bienz et al. (2017) ser på fundraisingens påvirkning på PE-fonds verdivurdering av eksisterende porteføljeselskaper. De argumenterer for at PE-selskaper har både insentivene og mulighetene til å tilpasse de eksisterende fondenes track record for å legge til rette for en vellykket fundraising. De finner at PE-selskaper strategisk flytter på urealisert avkastning for å pynte på avkastningen i oppløpet til fundraising. Dette er også sett på Brown et al. (2016), Jenkinson et al. (2013), og Barber & Yasuda (2017), som alle påstår at fondsforvaltere manipulerer verdsettelse oppover før en potensiell fundraising, med intensjon om å vise til bedre resultater.

Omdømme er ofte påvirket av både historiske resultater og bedriftens alder og størrelse, noe som virker å ha en positiv innvirkning på muligheten til å skaffe ny kapital. Dette ble undersøkt av Diamond (1989) som fant at omdømme og fundraising har en positiv korrelasjon. Med alder og et godt renommé skaper man raskt nettverk, og disse har vist seg å være avgjørende å ha ved kapitalinnhenting. I tillegg argumenterer Lin (2022) for at VC-bransjen baserer seg på omdømmemekanisme, der alternative investorer vil finne prosjektet mindre attraktivt hvis eksisterende investorer slutter å tilføre kapital. Milosevic (2018) fant at nettverk mellom LP og GP, opparbeidet gjennom tidligere erfaring fra offentlig sektor og høyere utdanning kan ha stor påvirkning på fundraising til VC.

Men, det er viktig å være klar over at det ikke kun er track record og omdømme som spiller inn på en vellykket fundraising. I 2014 gjennomførte Kollmann et al. en studie som baserer seg på en modell for suksess i fundraising. Resultatene fastslo at i tillegg til VC-selskaps track record, er tillit og kontroll viktige faktorer ved LPs investeringsbeslutning. I fundraisingsprosessen anbefales VC-selskaper å fremlegge sine resultater tydelig, finne likhet med LP-ene, være åpne under due diligence-prosessen, og samtidig være medgjørliche i forhandlinger om vilkår og betingelser. Kuckertz et al. (2015) gjorde en verdensomspennende undersøkelse året etter som inkluderte 148 LP-er. Studien omfattet investorers beslutninger når det kommer til valg av VC-fond. De fant at pålitelighet, integritet, oppfattelsesevne og ydmykhet var viktige faktorer i

forholdet mellom fondsforvaltere og deres potensielle investorer. Likevel er ikke pålitelighet noe som kan erstatte track record, men heller være komplimenterende i en fundraisingsprosess.

Det finnes også faktorer som kan gjøre det vanskelig for fondsforvaltere å innhente kapital. I 2020 gjorde Lahr & Trombley en studie som undersøker hvordan GP-enes fundraising påvirkes av deres investeringsvalg. De fant at LP-er vurderer egenskapene ved fondsforvalternes investeringer når de tar beslutninger. I tillegg unngås VC-fond som tar investeringsvalg som viker fra selskapets investeringsfilosofi, oppfølgingsinvesteringer og investeringer der VC-selskapet ikke er hovedinvestor i porteføljeselskapet. Studien konkluderer med at slike trekk gjør fundraisingsprosessen krevende, og volum på kommitert kapital er lavere.

3.3 ESG

Forskningen på bærekraftig finans har økt betraktelig det siste tiåret, og det samme har selskapers engasjement rundt bærekraft. Om dette er fordi de virkelig tror på bærekraft, eller fordi de ønsker å tiltrekke kapital, er derimot vanskeligere fastslå. Coquert (2021) mener fremveksten av ESG-investeringer ikke har en åpenbar betydelig global innvirkning, og at det er for tidlig å konkludere med at institusjoner som investerer i bærekraftige selskaper aktivt deltar i arbeidet med ESG. Selv om flere fondsforvaltere integrerer ESG i sine investeringsstrategier, har forståelsen av årsakene bak implementeringen av ESG vært uklar. Det kan virke som om bærekraftige investeringer fratår ikke-bærekraftige selskaper tilgang på kapital. Faktisk kan forurensende bedrifter noen ganger være de som investerer mest i bærekraftige teknologier. Dette blir bestridt av Blitz et al. (2021) som sier at selv om bærekraftig investering øker bærekraftige selskapers tilgang til kapital, begrenser det ikke finansieringsmulighetene for ikke-bærekraftige selskaper. Det er altså uenighet om hvorvidt ekskludering faktisk er et godt tiltak eller ikke. Allikevel velger mange investorer å allokere en større andel av sin kapital bort fra ikke-bærekraftige selskaper, da disse i økende grad oppfattes å bære risikoer som er vanskelige å vurdere.

Nylig gjennomførte Barber et al. (2021) en studie som omhandlet avkastning i VC-fond med fokus på «impact investing» i perioden 1995-2014. De konkluderte med at investorer er villige til å akseptere lavere økonomisk avkastning til fordel for ikke-økonomisk gevinst. Ved å benytte seg av institusjonelle eierandeler kombinert med etterspørslestimering, fant Noh & Oh (2020) at investorer er i stand til å legge indirekte press på selskaper. De mener at det

institusjonelle presset for bærekraft er positivt knyttet til bedrifters fremtidige miljøprestasjoner. Indahl & Jacobsen (2019) argumenterer for hvordan Summa Equity bruker ESG med FNs bærekrafts mål i spissen, til å skape verdi og samtidig ta mindre risiko. De mener at PE-selskaper som lykkes med å inkorporere ESG-risikoer og muligheter i sin investeringsstrategi og verdiskapende tilnærming, sannsynligvis vil forbedre avkastningen samtidig som de reduserer risiko.

Eccles et al. (2020) fant at LP-miljøet er en tydelig kilde til endringspress. De trekker spesielt fram de store LP-ene som har plassert, og som i fremtiden vil fortsette å plassere, kapital hos de store fondsforvalterne. I tillegg poengterer de at LP-er må tydeliggjøre sine ønsker og sette strengere krav til hva de trenger fra GP-ene. Å forholde seg passiv til dette setter avkastningen i fare. I undersøkelsen til Zaccone & Pedrini (2020) svarte 68 prosent av respondentene at de sørget for at porteføljeselskapene hadde ESG-policyer og planer på plass før de ble inkludert i fondet. De fant også at de fleste PE-selskapene integrerer ESG-utfordringer fordi investorer og andre interessenter legger stadig større press på dem. I tillegg viser studien at de fleste fokuserte på ESG under due diligence-fasen før de investerte, eller før de avsluttet en avtale. Cumming & Johan (2007) sammenligner sosialt ansvarlige investeringer på tvers av ulike aktiva klasser og ulike typer institusjonelle investorer. Det fremkommer av resultatene at SRI i PE er mer vanlig blant institusjonelle investorer med et større internasjonalt investeringsfokus, og mindre vanlig blant fond-i-fond.

4. Metode

I dette kapittelet vil vi gjøre rede for hvilken metode som er benyttet i masteravhandlingen. Vi vil begynne med å beskrive designet som ligger til grunn for forskningen som er gjennomført, før vi begrunner valg av metode for innhenting av primærdata. Videre fremstiller vi den aktuelle populasjonen, og viser til vurderingsutvalget som er gjort. Til slutt foretar vi en kvalitetsvurdering av egen studie hvor vi drøfter begreper som validitet, reliabilitet og forskningsetikk.

4.1 Forskningsdesign

Forskningsdesignet legger grunnlaget for hvordan problemstillingen skal besvares, og deles i hovedsak i tre typer: Kausalt, deskriptivt og eksplorativt forskningsdesign. Sistnevnte, også omtalt som det utforskende designet, er det vi benytter i avhandlingen (Gripsrud et al., 2016, s. 47). Dette anses som den beste fremgangsmåten da det eksisterer relativt lite håndfast kunnskap om temaet, og siden hovedmålet med avhandlingen er å identifisere avgjørende faktorer i fundraising av norske VC-fond, og kartlegge i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor. Det finnes en del forskning om utviklingen av VC og om hvordan fundraising av slike fond stimuleres. Etter å ha gjennomført litteratursøk, anser vi det rimelig å konkludere med at det foreligger lite forskning om ESGs påvirkning på fundraising. Gjennom sekundærdataen har vi imidlertid opparbeidet oss en grunnleggende forståelse av temaet før vi startet datainnsamlingen (Gripsrud et al., 2016, s. 115-116).

4.2 Valg av metode for datainnsamling

Den metodiske tilnærmingen vi har benyttet oss av i denne masteravhandlingen er den kvalitative, nærmere bestemt gjennom semistrukturerte individuelle dybdeintervjuer. Dette strider imot tradisjonelle studier innen finans da kun et fåtall benytter seg av kvalitativ metode, og da som regel som et supplement til kvantitativ analyse (Kaczynski et al., 2014). Kaczynski et al. (2014, s. 1) understreker viktigheten av at forskningsspørsmålet i seg selv skal avgjøre forskningstilnærmingen, og uttaler følgende: «Imagine the benefits to finance if we expand our empirical sources of data to include what people have to say, which then allows us to explore the complex reasoning behind these conversations.» I tillegg påpeker Levasseur et al. (2022) at en kombinasjon av kvantitativ og kvalitativ metode kan tilføre verdi til forskning vedrørende VC. Med bakgrunn i avhandlingens problemstilling har vi derfor valgt å begrense oss til kun kvalitativ metode. Vi anser dette som den beste måten å besvare forskningsspørsmålet, da dette

gir oss muligheten til «å gå i dybden for å forstå» hvordan de identifiserte faktorene, samt ESG, påvirker fundraisingen (Dalland, 2017, s. 52; Gripsrud et al., 2016, s. 103). I tillegg vil vår masteravhandling da supplere finansiell litteraturen med hensyn til kvalitative data.

4.2.1 Semistrukturerte individuelle dybdeintervjuer

Ifølge Gripsrud et al. (2016, s. 49-50) er det i de fleste tilfeller nødvendig med innsamling av primærdata ved et eksplorativt forskningsdesign. Vi har benyttet oss av semistrukturerte individuelle dybdeintervjuer som gir oss tilgang på individuell informasjon fra informantene. Dette er også en teknikk som hindrer at informantene blir påvirket av resten av utvalget (Gripsrud et al., 2016, s. 116). Metodikken anses også hensiktsmessig med bakgrunn i masteravhandlingens problemstilling, da det er utvalgets egne erfaringer og oppfatninger som er av interesse (Johannessen et al., 2020, s. 34).

Som utgangspunkt for intervjuene har vi utarbeidet tre ulike intervjuguider. En for bransjeforeningen, en til GP og en til LP. Se vedlegg 10.2-10.4 for intervjuguider. Disse intervjuguidene ble benyttet som en veileder under intervjuene, men siden samtalen med informantene var av avgjørende interesse for datainnhentingens vår, ble intervjuguidene i enkelte tilfeller fraveket noe. Gjennomføringen av intervjuer tillot oss å tilpasse spørsmålene til hver enkelt informant (Malt & Grønmo, 2020).

I forkant av intervjuene leste vi oss opp på sekundærlitteratur for å tilegne oss relevant kunnskap som gjorde det mulig å sørge for at nødvendig data kom frem i intervjuene. Vi leste oss også opp på de ulike selskapene, slik at vi ikke brukte unødvendig tid i intervjuet på å be om informasjon som vi kan finne på selskapenes nettsider.

I utgangspunktet er det å foretrekke at denne type intervjuer gjennomføres ved et fysisk møte mellom forsker og informant. Informantene i studien vår, er imidlertid spredt rundt i Norge, og intervjuene ble derfor gjennomført i Microsoft Teams. Det kan diskuteres hvorvidt dette svekker forskningens validitet og reliabilitet, men fordeler som endring av tidspunkt i siste liten og ingen geografiske begrensninger er noe som har vært avgjørende i intervjuprosessen vår (Hanna, 2012). Studien utført av Hanna (2012) argumenterer dessuten for bruk av visuelle kommunikasjonsmedium i intervjuprosessen.

Etter at intervjuene var gjennomført, ble det utarbeidet en transkribert versjon av dem. Det vil si at lyden ble gjort om til skriftlig materiale. Like viktig som at intervjuet er av høy kvalitet, er det at transkripsjonen kvalitetssikres (Kvale & Brinkmann, 2015, s. 204-205). Videre bearbeiding av materialet innebar tematisk analyse hvor vi så etter gjentakende temaer og andre identifiserbare mønstre (Saunders et al., 2019, s. 651). Resultatene fra den tematiske analysen ble oppsummert, og dette sammendraget ble sendt til informantene for verifisering. I tillegg ble også informantene tilbudt å kontrollere sine sitater. Her fikk informantene mulighet til å komme med tilbakemeldinger eller andre rettelser. På den måten hindret vi misoppfattelser og sikret kvaliteten på transkripsjonene.

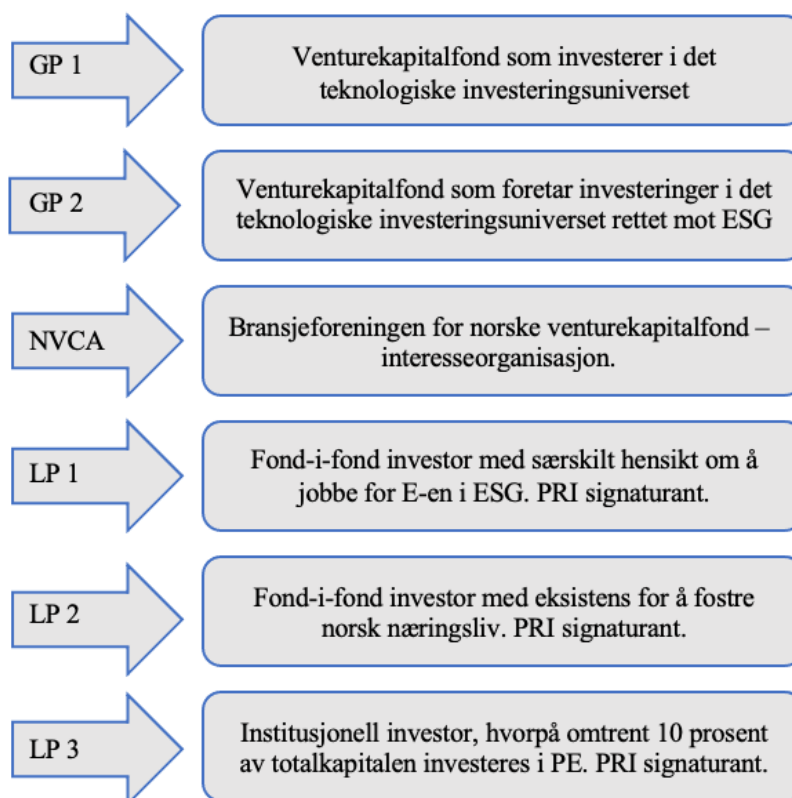
4.3 Populasjon og utvalg

Elementene i denne studien er norske VC-fond, samt eventuelle investorer i fondene (LP-er). Disse utgjør samlet sett studiens populasjon. Hvem som er LP er nøyere beskrevet i kapittel 2.3.1. Funnene ved kvalitative studier skal ikke benyttes til å si noe om populasjonen i statistisk forstand, men utvalget er i de fleste tilfeller likevel valgt med en viss form for hensiktsmessighet (Gripsrud et al., 2016, s. 167-168).

Ved bestemmelse av utvalget vårt har vi foretatt et vurderingsutvalg. Vi velger derfor informanter basert på deres kunnskap etter hva vi ønsker skal være representert i forskningen (Gripsrud et al., 2016, s. 176). Utvalget vårt består av tre grupper, som vi kan dele inn i to kategorier. Fondsforvaltere i VC-fond (GP) med norsk venturekapitalforening (NVCA) som supplement, og investorer i PE-markedet (LP). For å besvare problemstillingen på best mulig måte anser vi det hensiktsmessig å «fange begge sider» av saken – perspektivet til både de som innhenter kapital, og de som allokterer kapital.

For å representere størsteparten av kapitalen som inngår i VC-fond har vi fokusert på å innhente intervjuobjekter som representerer fond-i-fond investorer og institusjonelle investorer. NVCA er interesseorganisasjonen for norsk VC, og er i denne studien benyttet til å gi et mer nyansert bilde av større deler av VC-bransjen. Med bakgrunn i bransjens størrelse, samt ressurser til rådighet har vi begrenset antall informanter i forskningen til seks, noe som anses vanlig i studentoppgaver i henhold til Johannessen et al. (2020, s. 74). Gripsrud et al. (2016, s. 176) tilføyer dog at en svakhet ved å benytte seg av relativt få informanter kan resultere i et ikke-representativt utvalg, men som nevnt ovenfor skal ikke kvalitative studier generaliseres.

Utvalget består som nevnt av seks informanter. To fondstilbydere innen VC, der den ene er en tematisk investor innenfor teknologi (GP 1), mens den andre foretar ESG-investeringer innenfor det teknologiske investeringsuniverset (GP 2). Vi vil i det følgende omtale GP 2s investeringsstrategi som et ESG-mandat. Tilhørende GP-siden har vi også intervjuet NVCA. LP-ene i studien utgjør to fond-i-fond investorer og en institusjonell investor, nærmere beskrevet i kapittel 2.3.1. Intervjuobjektene uttaler seg på vegne av selskapet, og representerer stillinger som investeringsanalytiker eller fondsforvalter av ulik rang. Den håndfaste kunnskapen de besitter, gir dem høy relevans for vår avhandling. Samtlige informanter har påpekt at studien vår er interessant og påpekt at dette er «noe» de ønsker å finne ut av. Denne interessen har trolig lettet tilgangen på informanter.



Figur 7 Oversikt over studiens informanter.

4.4 Forskningskvalitet

4.4.1 Validitet og reliabilitet

Når vi skal vurdere kvaliteten på studien vår, vil vi vurdere hvorvidt den er gyldig og pålitelig. Dersom forskningen anses gyldig, og innehar høy validitet, har vi klart å måle det som var studiens intensjon. En studies gyldighet operasjonaliseres etter to begrep, nemlig ytre og indre validitet. Dersom resultatene våre kan generaliseres, med andre ord gjelde hele populasjonen, innehar studien ytre validitet. Indre validitet «brukes for å vurdere hvorvidt en valgt indikator faktisk måler det som forskeren ønsker å måle» (Dahlum, 2021). Når vi snakker om påliteligheten til studien vår, omtaler vi dens reliabilitet i form av hvor etterprøvbar studien er. For å oppnå høy reliabilitet bør tilfeldige feil være minst mulig, og en nøye beskrivelse av benyttet metodikk bør fremgå av avhandlingen (Gripsrud et al., 2016, s. 61-62).

Kvalitative data benyttes til å forstå sammenhenger, og fullstendigheten av data vil derfor være avgjørende. Det vil følgelig være viktig å vurdere datainnsamlingsmetoden og gjøre seg kjent med mulige svakheter ved denne (Gripsrud et al., 2016, s. 69 & 103). Vi vil derfor starte med å vurdere primærdata, deretter sekundærdata. Hvorvidt studiens resultater kan generaliseres avhenger av utvalget og populasjonen, samt formålet med undersøkelsen (Kvale & Brinkmann, 2015, s. 148). Selv om utvalget vurderes stort nok til å gi et innblikk i hva som anses som avgjørende faktorer i fundraisingen, vil det være vanskelig å argumentere for at det er tilstrekkelig til å kunne generalisere funnene. For å sikre høy indre validitet er intervjuundersøkelsens syv stadier tatt i bruk (Kvale & Brinkmann, 2015, s. 137). Et betydelig litteratursøk ble gjennomført før utarbeidelsen av intervjuguidene. Etter at første intervju var gjennomført, ble intervjuguiden ytterligere gjennomgått for å sørge for at videre intervjuer førte til tilstrekkelig informasjonsinnhenting. Basert på arbeidet med intervjuguiden, samt behandling av primærdata beskrevet i 4.2.1, vurderer vi studiens data til å være gyldig.

Dersom studien innehar høy reliabilitet, vil den kunne gjentas med samme resultat. Ved kvalitative metoder fremkommer det imidlertid av litteraturen at det å gjenskape studier og oppnå samme resultat, vil være utfordrende da disse metodene vil være situasjonsavhengige (Johannessen et al., 2020, s. 250). Det at informantene blir anonymisert i masteravhandlingen gjør det også vanskelig å oppnå samme resultat. For å gjøre avhandlingen etterprøvbar har vi derfor i dette kapitlet, gjengitt en nøyaktig beskrivelse av fremgangsmåten, og vurderinger foretatt i den sammenheng. Påliteligheten til primærdata i studien vår styrkes ved bruk av

vurderingsutvalg. Informantene innehar førstehåndskunnskap og erfaring, og fremstår derfor som nøkkelinformanter til å besvare problemstillingen.

Sekundærdata som er benyttet i studien, er faglitteratur av anerkjente forfattere, tidligere studier og andre pålitelige kilder. Slik det fremkommer av problemstillingen, avgrensers denne studien seg til VC-fond. Det eksisterer som tidligere nevnt, lite litteratur eksplisitt om dette, og vi benytter oss derfor av en del studier som angår hele PE-markedet, hvor VC er innbakt. Det eksisterer også lite håndfast litteratur om det norske PE-markedet, og på bakgrunn av ulik begrepsbruk verden over, vil det derfor være nødvendig å benytte en norsk beskrivelse. NVCA har i sin høringsuttalelse til forslag om regulering av «spesialfond», beskrevet PE-markedet nokså detaljert. I senere høringsuttalelser blir det også henvist til dette brevet når det gjelder blant annet sondringen mellom såkorn-, venture- og oppkjøpsfond (Norsk Venturekapitalforening, 2005). Denne høringsuttalelsen benyttes derfor i stor grad til fremstillingen av det norske markedet i denne masteravhandlingen.

4.4.2 Etisk forskning

En grunnpilar i å oppnå troverdighet i forbindelse med forskningsprosjekter er å følge etiske retningslinjer, og det er vårt ansvar å sørge for at studien følger forskningsetiske normer (Regjeringen, 2021). Vi har derfor gjort oss kjent med, samt sørget for, at studien er i samsvar med de generelle forskningsetiske retningslinjene (De nasjonale forskningsetiske komiteene, 2019).

Som nevnt tidligere, er fullstendigheten av kvalitative data avgjørende. For å sørge for at våre primærdata oppnår en større grad av fullstendighet, har vi ønsket å ta i bruk lydopptak under intervjuene. Siden studien da innebærer behandling av personopplysninger, er prosjektet meldt inn og godkjent av Norsk Senter for Forskningsdata (NSD). Denne godkjenningen var gitt før informantene ble kontaktet og databehandlingen ble igangsatt.

De forskningsetiske retningslinjene påpeker blant annet at «samtykket skal være informert, uttrykkelig, frivillig og dokumenterbart» (De nasjonale forskningsetiske komiteene, 2019). I rekrutteringsfasen utarbeidet vi en mail som inneholdt konsis informasjon om studien samt informasjon om hva det ville innebære å delta. Dersom informanten uttrykte et ønske om å bidra til studien, sendte vi et informasjonsskriv som ble formulert med utgangspunkt i en mal

laget av NSD. Skrivet inneholdt informasjon om frivillighet og om at man når som helst i studien hadde rett til å trekke seg. For informasjonsskriv se vedlegg 10.1. Som vedlegg til informasjonsskrivet finner man samtykkeerklæringen som dokumenterer deltakelse. Informantene signerte og krysset av på at de samtykket til av å delta i intervjuet, at lydopptak ble benyttet under intervjuet, samt at bedriftsnavn blir oppgitt i avhandlingen. Ved oppstart av selve intervjuet ble spørsmålet vedrørende bruk av lydopptak gjentatt. Vi hadde i utgangspunktet tenkt å benytte oss av bedriftsnavn i avhandlingen, og innhentet derfor, som nevnt, samtykke til dette. Med bakgrunn i at noen av informantene ikke ønsket dette, har vi derfor valgt å anonymisere studiens deltakere. I etterkant så vi også at direkte sitering av informantene våre, ville styrke funnene våre. Av den grunn anser vi også anonymiseringen hensiktsmessig. Bransjeforeningen NVCA anonymiseres imidlertid ikke, da det vil være umulig å uttale seg om interesseorganisasjonen uten å avsløre dens identitet.

5. Funn

I dette kapitlet vil vi presentere funn som er avdekket i studiens primærdata, som igjen er innhentet ved bruk av semistrukturerte dybdeintervjuer. Disse funn vil legge grunnlaget for diskusjonsdelen. For å legge grunnlaget for å vurdere hvilke faktorer som anses avgjørende i fundraising, vil vi starte med å se på hvordan de ulike aktørene opplevde tilgangen på kapital. Videre vil vi presentere fremtredende faktorer ved kapitalinnhenting for norske VC-fond, nemlig track record, nettverk og strategi. Deretter presenteres funn i forbindelse med ESGs utvikling i VC-bransjen, og pådrivere for modningen. Avslutningsvis vil vi presentere funn i forbindelse med ESGs påvirkning i fundraisingsprosessen.

5.1 Tilgang på kapital

Interessen for PE-markedet er voksende, og dette vises igjen ved kapitalflyten til markedet. Slik det fremkommer av intervjuene, kan vi si at det foreligger en felles oppfatning om at tilgangen på kapital til PE-markedet har vært god de siste årene. Konsensus i informantenes svar kan oppsummeres ved følgende uttalelse fra GP 2:

«De to siste årene har vært fantastisk bra, med lavt rentenivå og mye likviditet – mye penger i markedet.»

I denne sammenheng uttaler NVCA seg på bakgrunn av den årlige undersøkelsen de gjennomfører i VC-bransjen:

«Tilgangen på kapital har vært veldig god. Dette ser vi også av de siste års aktivitetsanalyser.»

Som man kan se fra sitatene ovenfor, peker samtlige spesielt på de to siste årene som særdeles gode når det kommer til investeringsvilje i markedet. LP 3 poengterer i denne sammenheng det unoterte markedets betydning for økonomien ved å si at:

«En stor del av verdens verdiskapning er ikke i børsnoterte selskaper. Hvis du kun er investert i børselskaper så er du faktisk investert i en ganske liten del av verdensøkonomien ... Og trenden er også at det er færre selskaper som er børsnotert i dag, enn det var for 10 år siden.»

Selv om alle sier seg enige i at kapitaltilgangen har vært god de siste årene, kan to av tre investorer si at de har avslått fond i fundraising på bakgrunn av manglende kapital. LP 3 opplever at antall avslag de har måttet gi, har økt ekstra i det siste. I denne sammenheng tilføyer LP 2 følgende:

«Folk bruker lang tid på å reise pengene. Så selv om man sier det er mye penger ute i markedet, så er det egentlig for lite penger til forvalterne ... Det ser vi også hvis vi sammenligner oss med Sverige, Danmark, Finland og andre sammenliknbare land. Vi har veldig liten andel BNP i forhold til dem.»

Når vi er på tale om kapitaltilgangen, henviser samtlige til gode tall i årene som har gått. De viser seg imidlertid å være ventende til tiden som kommer. Det begrunner de med endrede makroforhold, som krig i Europa og forventninger om økende rente i Norge. Kapitaltilgangen per tidlig april 2022 og utover, nyanseres ved følgende uttalelser:

«... Men i dag vil jeg være avventende til å svare, jamfør krigen, økende rente og det fornybare skiftet.»

«Akkurat nå vil jeg tro at tilgangen på kapital er ganske tøff. Det vil variere, noen fond vil fortsatt kunne hente kapital lett hvis de har sterk track record. Det er fortsatt mye penger som går til venture spacet, men det virker som mange har hentet kapital i det siste, hvilket gjør det vanskelig generelt. I tillegg til dette kommer det som har skjedd på makrofronten.»

«Makroendringene gjør jo at LP-ene begynner å omallokere litt. Da begynner renter å bli mer interessant enn spekulative VC-case.»

5.2 Viktige faktorer i fundraising

5.2.1 Track record

Når det kommer til avgjørende faktorer for en vellykket fundraising, er det betydningen av track record som utpeker seg blant våre funn. Både investorene og fondsforvalterne er enige om at dette anses som en suksessfaktor ved fundraising av norske VC-fond. Fra GP-enes side belyses dette i intervjuene ved uttalelser som:

«En av de viktigste tingene er jo å ha en sterk track record, for å vise performance på det man har gjort før. Det er ekstremt viktig.»

«Noen investorer nyanserer litt hvordan de ser på track record for det finnes også investorer som også har andre kriterier som lar det gå ut over avkastning, men de er ikke dominerende.»

Fra LP-enes side fremkommer det at track record er det de først og fremst undersøker i sin due diligence prosess ved utvelgelse av aktuelle investeringsobjekt. LP 3 beskriver sin vurdering av mulige selskaper i korte trekk:

«Vi forsøker å ha god oversikt over fondene som er i fundraising, og som er aktuelle ... Og da baserer vi det egentlig på track record primært, til vi har en mindre liste over aktuelle fond ... Det handler i bunn og grunn om avkastningen de har produsert over tid, også må vi gjøre en vurdering om vi tror de er i stand til å gjøre det fremover. Er det de samme menneskene? Har de de riktige kompetansesammensetningene?»

I sitatet ovenfor pekes det på historiske resultater både når det gjelder tidligere fond og i forhold til personene i forvaltningsteamet. LP 2 underbygger dette utsagnet ytterligere ved å vise til hva et forvaltningsteam faktisk selger under fundraisingsprosessen:

«Fondsinvesteringer handler om mennesker som selger black box ... Du går etter track recorden, og sjekker menneskene – hva har de gjort, og hvilke resultater har dette ført til?»

En av studiens fondsforvaltere uttrykte en oppfattelse av at utenlandske investorer ønsker en tydeligere og sterkere track record, enn hva de norske gjør:

«Vi merker jo når vi er ute å fundraiser, at når vi snakker med utenlandske investorer er det viktig å kunne vise til track record på tidligere fond. Kunne vise til at det har gått bra, og at vi har gitt penger tilbake til LP-ene verdsettes ved en investering.»

«Det er jo klart at når vi snakker med store amerikanske investorer som ønsker å gå inn i fondet, ønsker de en viss historikk før de er komfortable med å investere ... Men dette kan skyldes at noen LP-er er villige til å ta mer risiko og gå inn tidligere, mens andre ønsker en veldig lang periode før de går inn.»

Samme sak belyses også fra LP 3, som representerer en institusjonell investor som også investerer i utlandet. Det påpekes i den sammenheng at de foretar en ytterligere gjennomgang av blant annet ESG når det kommer til investeringer i utenlandske GP-er.

5.2.1.1 Track record ved førstegangsfond

Fra sitatene presentert ovenfor, kommer det tydelig frem at en sterk track record fremstår som en avgjørende faktor for at investorer skal gå inn med kapital i et VC-fond. Når det reises et førstegangsfond vil historiske resultater på tidligere fond være fraværende da forvaltningsteamet er nyetablert. Med bakgrunn i uttalelsene ovenfor, vil det derfor være utfordrende å innhente kapital til førstegangsfond. Dette bekreftes av studiens LP-er som uttrykker at de foretar svært få investeringer i førstegangsfond:

«Her har vi endret litt. Vi har gjort noen investeringer tidligere, men ser problematikken rundt det, og er mye strengere på dette området nå. Vi gjør veldig få investeringer i førstegangsfond.»

«Vi har gjennomført i hvert fall en investering i et fond som hentet kapital for første gang. Og da er det jo tillit til forvalter som står sentralt. Det handler om track record til de individene som skal lede fondet.»

«Vi har aldri investert et sted hvor det ikke er partnere som har en dokumenterbar track record. Den kan komme fra andre miljøer, men da skal den helst være sertifisert dokumentert fra en arbeidsgiver. Veldig ofte i PE så har de track record på personer, men vi er veldig skeptiske. Førstegangsfond er vanskelig, og det skal mye til for å lykkes.»

I motsetning til sistnevnte sitat om at det er mye som skal til for å lykkes med et førstegangsfond, uttaler LP 2 følgende:

«Førstegangsfond er alltid vanskelig, men empirien sier at førstegangsfond ofte gir god avkastning fordi forvalterne er villige til å jobbe mye for å lykkes.»

Som det også kommer frem av sitatene ovenfor, vil det ved fundraising av førstegangsfond være sentralt å ha track record på personene i forvaltningsteamet. Dette utdypes ytterligere ved følgende uttalelse fra GP 2:

«Om du skal starte et fond bør du ha lykkes med et selskap, utviklet et selskap eller ha vært en leder – du må ha noen resultater å vise til. Det er kanskje det viktigste når du skal reise ditt første fond. At du har et nettverk du kan kontakte, og at du har en hjørnestensinvestor som er med.»

Hvorvidt det er vanlig å få med institusjonell investor i førstegangsfond er tvetydig. Fra studiens institusjonelle investor fremkommer det at de gjennomfører svært få slike investeringer. Ved fundraising av førstegangsfond tilfører GP 1 følgende om investorene:

«De fleste som starter, henter ofte mange familiekontorer og formuende individer – starter der, og går til institusjonelle investorer senere. Likevel er det mange som klarer å få med seg institusjonelle investorer i et førstegangsfond. Jeg vil si det kommer veldig an på strategien til fondet, erfaringen på de som starter fondet, og timing.»

5.2.2 Nettverk

En annen faktor som nevnes av samtlige informanter, er betydningen av nettverk for å lykkes med fundraising. Det eksisterer mange ulike nettverk i PE-markedet, men med tanke på avhandlingens problemstilling, tenker vi her på relasjonen mellom GP og LP. På den ene siden tilgjengeliggjør et stort nettverk kapital for fondsforvalterne, og på den andre siden gir det investeringsmuligheter for LP-ene. Som nevnt tidligere, fremkommer det av GP-enes fundraisingsprosess at det er nettverket som i første omgang kontaktes ved kapitalinnhenting, og at dette er den største kilden til å få investorer med på laget. GP 2 uttaler i denne sammenheng følgende:

«Vi lager først et investeringsmandat som vi tror er viktig, og markedsmessig riktig ... Så går vi rett og slett ut og kontakter nettverket vårt, for å høre om de er interessert i å investere.»

Slik det fremkommer av intervjuene med studiens fondsforvaltere, er en stor del av fondenes investorer gjengangere. Med andre ord, LP-er som har investert i forvaltningsteamets tidligere fond. GP 2 anslår omtrent 1/3 av investorene til å være gjengangere. Fra LP siden påpekes også nettverk som en viktig kilde til å få innpass i fond, da det til tider kan være utfordrende å bli valgt som investor:

«Det handler om relasjonen. Vi velger en forvalter, også ønsker vi å være med på neste, og neste fond. Det samme gjelder forvalterne, de er lojale mot sine investorer så lenge de kan være det. Hvis de har gjort det bra vil alle investorer få det med seg, og ønske seg inn i fondet ... Vår idé er jo å beholde relasjonen over tid, bruke lang tid på å bli kjent med dem. Vi kan gjerne følge dem i noen år før vi investerer.»

Relasjonen mellom GP og LP i et nettverk vedlikeholdes og opparbeides ved jevnlig kommunikasjon. Kommunikasjonen er av varierende grad formell og uformell. Slik det kommer frem, kan det være en enkel telefonsamtale eller mer formelle møter. Investorene uttrykker at det er varierende grad av hyppighet når det kommer til kontakt med fondsforvalterne, men at de i det minste mottar dokumentasjon ved nyinvesteringer. Det fremkommer også her at LP-en som går inn med kapital i utenlandske forvaltere, opplever en hyppigere kontakt med norske GP-er. Hyppigheten på kommunikasjon nyanseres ved følgende uttalelser:

«Vi prøver å holde litt kontakt, men vi har veldig mange fond og forvaltere å forholde oss til ... Vi prøver å ha et årlig møte, og delta i årsmøtet.»

«Det varierer veldig mye ... Et fond som er i fundraising har vi kontakt med kanskje flere ganger i uka.»

Samtlige informanter er enige i sistnevnte sitat om at kontaktens hyppighet tas opp når det nærmer seg fundraising av et fond. GP-ene selv vektlegger i denne sammenheng hvor viktig det er for forvaltningsteamet at de holder god kontakt med investorene, og da spesielt nøkkelinvestoren i et fond. Alle fondsforvalterne er enige om at gode forhold til LP-ene fører til forenklet tilgang på ny kapital:

«Ja, klart – de kjenner oss og vet hvordan vi operer og investerer ... De vet at vi gjør gode investeringer, og et grundig arbeid med å finne porteføljeselskaper.»

Dersom tidligere fond har gått bra, fremkommer det ofte ønsker fra investorer om å investere i nye fond fra de samme GP-ene. Dette begrunnes med LPs kjennskap til forvaltningsteamet, både når det kommer til hvordan det investeres samt til tidligere resultater, jmfør sitatet ovenfor.

5.2.3 Strategi

Både studiens investorer og fondsforvaltere nevner strategi som en av de viktigste faktorene for å lykkes med kapitalinnhenting. Samtlige fondsforvaltere peker på viktigheten av en strategi som faller i smak hos investor, og som anses markedsmessig riktig. Her vil vi vise tilbake til metodekapittelet der det fremkommer at GP-ene som deltar i denne studien, foretar investeringer i det teknologiske investeringsuniverset, hvor GP 2 har et ESG-mandat i tillegg. Dette kan tolkes som deres investeringsstrategier og mandater. Fra investorsiden påpekes også viktigheten av at strategien gjennomføres:

«De må ha en strategi som faller i smak hos oss, og de må følge den ... Det står nødvendigvis ikke i avtalen med LP at de må følge den ... Også er vi, særlig når vi går

inn i USA, ekstra oppmerksom. De har jo et litt annet syn på ESG enn det vi har, grunnet kulturelle forskjeller.»

Når vi snakker om strategier, uttrykker LP 1 observasjonen av stadig flere spesialistfond som en strategi:

«Vi observerer flere og flere generalistfond, altså fond som har generalist fokus, som henter til det de kaller bærekraftsfond. Altså på en eller annen måte bruker man bærekraft til å informere et investeringsunivers.»

5.3 ESG

5.3.1 Utviklingen av ESG i den norske VC-bransjen

Det kom tydelig frem av intervjuene våre at begrepet ESG nå for alvor er satt på dagsorden. Våre funn viser at informantene er relativt enige om at fokuset ble brakt på banen for omtrent fem år siden, altså i 2017. Dette kommer til uttrykk ved blant annet følgende uttalelser:

«... Kanskje for fem år siden, at vi da gikk fra Social Corporate Responsibility (CSR) ... Hvor man gikk fra et samfunnsansvar til at man begynte å snakke om lønnsomheten ved å fokusere på det.»

«Det har kommet gradvis, men kanskje sånn 2016-2017. Det er noe som har vært lenge nå, og utviklet seg til å bli mer og mer omfattende.»

Videre peker samtlige informanter på at de opplevde at det skjedde et skifte for VC-bransjen i 2019. Fokuset på ESG ser ut til å gå fra å være et konkurransefortrinn som noen få drar nytte av, til å bli noe alle må integrere sin fondsvirksomhet. Skiftet som oppstod i 2019 vil heretter omtales ved at ESG gikk fra å være et konkurransefortrinn til å bli en hygienefaktor. Fremhevelsen av året 2019 fremkommer i intervjuene ved følgende sitater:

«Det har blitt mer og mer fokus, men det er kanskje de siste 2,5 årene som utpeker seg.»

«I løpet av 2019 snudde markedet helt ... For å si det rett ut, i hvert fall på slutten av 2019. De fondene som ikke hadde fokus på bærekraft fikk jo ikke penger, egentlig. For

da kom den høye prising av kapital til olje- og gassvirksomheten for fullt. Det snudde helt i 2019 med fokus på bærekraft. I dag er det nesten slik at du ikke får reist fond om du ikke har fokus. En sentral del må være bærekraft.»

«Det er jo en work in progress for alle som jobber med dette her. Fokuset har vært lenge, men har blitt forsterket de siste årene.»

Det er med andre ord en bred enighet om at ESG har vært et kjent begrep lenge og at fokuset har kommet gradvis. Det er imidlertid først de siste fem årene man kan si at det har kommet for alvor i VC-bransjen. Det kan derfor se ut som at 2019 fremtrer som et veiskille. NVCA påpeker likevel at det trolig er flere som vil si at de har jobbet med ESG og bærekraft i lang tid, men legger til at det i større grad handler om endringen i hvordan man jobber med det. Nå foreligger det en forventning, og det stilles krav til at alle aktører må ha en grunnleggende ESG-strategi for å anses som et investeringsobjekt. Dette kommer blant annet til uttrykk i følgende uttalelser fra LP-ene:

«Vi har selv en ESG-strategi som vi forholder oss til ... Og alle forvalterne vi ser på har en ESG-strategi. Dette er noe vi passer på at de har.»

«Alle fond vi investerer i har ESG som en integrert del av investeringsprosessen.»

«Vi tror at for at selskapene skal få en god pris i fremtiden, en god exit-pris, så må de treffer godt på dette her med ESG. Dette er både good for people, good for planet og good for profit. For oss er det veldig sann at de som ikke har fokus på dette, er ikke på vår radar sann sett.»

Også fra GP-enes side fremkommer det at ESG anses overskyggende i fondsforvaltningen. GP 2 sier i den forbindelse følgende:

«Det er en bærebjelke i alt vi investerer i. Hvis vi ikke klarer å se hva det bidrar positivt til på bærekraftssiden, så investerer vi ikke. Det er helt overskyggende – et krav.»

Investeringene som gjøres må bidra direkte positivt i forhold til ESG. Dette begrunnes i deres investeringsmandat rettet mot ESG, se figur 7. I motsetning til GP 2, har ikke GP 1 som mål å

investere direkte for å løse problemer knyttet til klima og miljø, sosiale- eller forretningsetiske forhold. En generell ESG-tilnærming til investeringsbeslutninger poengteres likevel å være viktig. Informantene påpeker at ESG-tenkningen inneholder to perspektiver, både risikostyring og mulighetsutnyttelse:

«Det er en måte å håndtere risiko på, men det er også en måte å se muligheter på. Bærekraftstemaet er i dag blitt noe man har evnen til å påvirke selv gjennom positivt eller negativt bidrag.»

Når det er sagt, nevner flere av informantene at det har vært en positiv utvikling i arbeidet mot bærekraft i finansnæringen. Både GP-er og LP-er har gjort store endringer når det gjelder å ta ESG på alvor. Bransjeforeningen påpeker at arbeidet med ESG blant aktørene i VC-bransjen i stor grad har gått fra *«talk the talk to walk the walk»*. En av studiens LP-er legger til at de har observert at megatrenden med bærekraft er en smule selvoppyllende i venturesegmentet på grunn av sin nyskapende natur, og at ESG dermed har blitt skjøvet lenger nedover i rekkefølgen på ting de kontrollerer i due diligence-fasen.

5.3.2 E, S og G

Som nevnt i kapittel 2.6, presenterer FN klima og miljø, sosiale- og forretningsetiske forhold som de tre ikke-finansielle grunnpilarene vi må jobbe mot for å bidra til en bærekraftig utvikling. Våre funn avdekker at det er mest fokus rettet mot klima og miljø. Samtlige informanter er likevel enige om at en overordnet compliance-tilnærming er det viktigste. Hvilken faktor det fokuseres mest på nyanseres av følgende svar:

«Helt klart E-en, for de andre faktorene er på plass fra før. Det har vært en lang prosess hvor S-en og G-en etter hvert er implementert ... Det er E-en som er fokuset, og som nå er under sterk utvikling.»

«Det er jo mest mot E-en, det er jo det. De andre finnes jo allerede.»

«Det er foreløpig mest fokus på klima og miljø, kanskje i hvert fall det det er mest snakk om. Deretter S-en, og kanskje minst på G-en. Men ja, det er kanskje E-en som skiller seg ut, og som det er betydelig mest fokus på.»

5.3.3 Årsaken til fokuset på ESG

Når det kommer til pådriverne bak fokuset på ESG i VC-bransjen, uttaler bransjeforeningen seg på grunnlag av en undersøkelse de har gjennomført sammen med Menon Economics. Her konkluderer man med at det er lønnsomhet som er det desidert viktigste argumentet. Våre funn underbygger også dette. Det fremkommer blant annet av LP 1 at de kun måles på avkastning og derfor anser lønnsomhet som den viktigste årsaken, men de legger til grunn at lønnsomhet og bærekraft går hånd i hånd. Andre informanter nyanserer lønnsomhet som driver i det følgende:

«Det foreligger et krav fra LP-er om hva pengene puttes i, men den viktigste driveren er lønnsomheten.»

«Det er den veien bransjen går – det vil jo komme krav etter hvert ... Om vi skal drive venture med lang tidshorison, så er det også en ren økonomisk tilnærming ... Si du har 10 års tidshorison på noe som ikke er bærekraftig. Det henger jo ikke sammen.»

Selv om lønnsomheten anses som den viktigste pådriveren for fokuset på bærekraftig virksomhet i dag, pekes det også på at det er samfunnet og de store institusjonelle investorene som i bunn og grunn drar kapitalmarkedet. NVCA viser også til påvirkningskraften til forbrukeren via LP-er som pensjonskasser og forsikringsselskaper. I tillegg belyses også andre momenter som fondets exit fra porteføljeselskapet, og krav fra LP-ene å være årsaker for økt oppmerksomhet rettet mot ESG:

«Det ligger jo politiske forventninger til oss ... Vår oppfatning er at i venturespacet, hvis vi investerer i et fond hvorpå de skal investere i et porteføljeselskap igjen, skal fondet på et tidspunkt foreta en exit, altså selge seg ut. Om selskapet da ikke tar ESG på alvor vil de ha vanskeligere for å bli solgt.»

«Etter hvert som fokuset forsterkes så forplantes en interaksjon mellom selskap, forvalter og LP som setter mer fokus på dette. Så vi er en sterk pådriver, også er vi en stor aktør og dermed kan være med på å gi et pek i riktig retning.»

Begge uttalelsene ovenfor kommer fra LP-er, men begge studiens fondsforvaltere uttaler også at de har lagt merke til et økende krav fra investorer når det gjelder ESG rundt fondsforvaltning. De har blitt pålagt krav fra sine investorer om å være ESG-compliant.

5.3.4 Hvordan anses ESG å ha påvirket fundraisingene?

For å kunne si noe om i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor i fundraisingene til norske VC-fond har vi også benyttet oss av noe mer direkte spørsmål på hvilken innvirkning dette har hatt. Det fremkommer av våre funn at det foreligger en uenighet hvorvidt fokuset på ESG har bidratt til nye investorer i fondet eller ikke:

«Ja. Et av fokusene vi har er jo bærekraft ... Og under det segmentet har vi fått inn en og to nye investorer i fondet.»

«Nei, det tror jeg ikke ...»

Fondsforvalterne i denne studien foretar, som tidligere nevnt, investeringer i det teknologiske investeringsuniverset. GP 2 har et ESG-mandat. Funnene kan derfor tolkes dit hen at ESG-mandatet tiltrekker nye investorer. Forvalteren tillegger også at som fondstilbyder med ESG-mandat, oppleves interessen for slike fond stor, og at den kommer fra både statlige og private aktører. Fra investorenes side tilføyes det at fond uten noe som helst søkelys på ESG er utenfor investeringsuniverset:

«Alle fond vi investerer i har ESG som en integrert del av investeringsprosessen.»

«For oss er det slik at de som ikke har fokus på ESG, er ikke på vår radar sånn sett.»

LP 3 tilføyer i denne sammenheng at ESG i due diligence-prosessen er forskjøvet nedover i rekkefølgen. Det tilføyes at det fortsatt er viktig, men det er noe som må foreligge, og at de opplever at de fleste fond i Norden er compliant på området. Dette kan også underbygges av LP 2 som påpeker at VC innebærer nye selskaper med nye tanker, og at det vil være uunngåelig å ikke fokusere på bærekraft. En av investorene tilføyer også at man opplever at mindre investorer famler litt i blinde når det kommer til ESG-due diligence da dette kan være nok så

omfattende, og at de derfor følger større LP-ers investeringsmønster eller bruker disse som sjekklister.

Når det kommer til hvordan GP-ene selv opplever at fokuset på ESG har påvirket fundraisingen, svarer samtlige på det faktum at ESG er en faktor som påvirker positivt når det kommer til innhenting av kapital:

«Jeg tror det har en positiv innvirkning. Dersom man går to år tilbake i tid så ville det hatt enda mer påvirkning på fundraisingen, mens nå er det fortsatt bra, men at det har blitt litt mer fokus på track record og selve investeringscasene.»

«Jeg vil absolutt si at det har påvirket fundraisingen positivt.»

«Jeg tror det har påvirket fundraisingen positivt. Det har nok hatt god effekt for de som har vært tidlig ute med å ta det på alvor, tidlig ute med å innlemme det i strategien sin, tidlig hatt god kommunikasjon på det området, og kanskje brukt det som et konkurransefortrinn. Men når det er sagt, har det vært god tilgang på kapital i vårt marked de siste årene, det er mange store fond som har blitt reist. Både med ESG fokus og ikke ESG fokus, så det er vanskelig å trekke noe konklusjon på at ESG har hjulpet fundraisingen.»

6. Diskusjon

I dette kapitlet diskuteres studiens hovedfunn. Disse vil drøftes opp mot relevant teori, tidligere forskning og andre kilder av relevans, for å besvare problemstillingen. Kapitlet følger samme struktur som kapittel 5, og vi vil derfor starte med å se på kapitaltilgangen. Videre vil vi diskutere rundt de tre identifiserte faktorene som fremstår avgjørende i fundraisingen, nemlig track record, nettverk og strategi. Avslutningsvis diskuteres det i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor i fundraisingen av norske VC-fond.

6.1 Tilgang på kapital

I det følgende vil vi drøfte kapitaltilgangen i PE-markedet i perioden studien omfatter, da dette naturligvis vil ha en innvirkning på fundraisingen. Som det fremkommer i kapittel 5.1, beskrives tilgangen på kapital til PE-markedet av studiens informanter å være god, og at den har vært særdeles god de to siste årene. Den gode kapitaltilgangen understrekes også av NVCAs aktivitetsanalyse som viser at 2021 slo forrige rekordår (2016) med 12,4 mrd. NOK. Av totalkapital allokert til PE-markedet, står venturesegmentet for 11,4 mrd. NOK, som tilsvarer omtrent 33 prosent av den totale kapitalen i 2021 (Albertsen et al., 2022). Av figur 4, som fremstiller kommitert kapital til det norske PE-markedet i tidsperioden fra 2001 til 2021, observerer vi en økende interesse for markedet, og spesielt de siste årene, noe som stemmer overens med hva informantene i studien sier.

Et interessant funn vi har merket oss, er at til tross for god kapitalflyt til markedet, påpekes det av en av fond-i-fond investorene at det er for lite penger til fondsforvalterne. Dette kan også underbygges med uttalelser fra andre LP-er i studien, som sier at de har sett seg nødt til å avslå fond i fundraising da kapitalen er brukt opp. I den sammenheng vil det være vesentlig å vise til Norges andel PE per BNP, sammenlignet med andre land. Som nevnt i kapittel 2.5 utgjør PE-markedet i Europa 0,76 prosent av verdensdelens BNP i 2021 (Invest Europe, 2022). I løpet av tidsperioden 2013 til 2020 har dette tallet økt fra omtrent 0,20 til 0,25 i Norge, men det er likevel relativt lite sammenlignet med våre naboland (Frontier Economics, 2013, s. 28; Statista, 2022). Sverige nådde blant annet 1 prosent i løpet av fjoråret. Rapporten benytter BNP-tallet til å si hvor mye PE har å si for den europeiske økonomien (Invest Europe, 2022). Dersom vi skal benytte oss av denne vinklingen, har ikke PE-markedet like stor betydning for norsk økonomi som det har for andre land i Europa. I sammenheng med internasjonaliseringen av markedet kan dette være årsaken til at tilgjengelig kapital til GP-ene anses for liten.

I Bain & Company sin årlige PE-rapport fremkommer det at epoken med lett tilgjengelig kapital i dette markedet kan se ut til å ha nådd sin ende. Makroeffektene av krigen i Ukraina vil opprettholde høye priser og forstyrrelser i forsyningskjeder (MacArthur et al., 2022). Samtidig vil forventninger om en høyere rente, føre til at investors investeringsvilje i PE-markedet reduseres. Informantene i studien stiller seg også avventende til kapitaltilgangen de kommende årene, og peker på endrede makroøkonomiske forhold som påvirkende faktorer. Med bakgrunn i at LP-ene opplever et økende antall avslag av fond i fundraising, kan det tolkes slik at det er for mange fondsforvaltere som reiser kapital i forhold til hvor mye investorene kan allokere. Dersom dette er situasjonen, vil det trolig være til fordel for allerede eksisterende relasjoner (James, 2022).

Med bakgrunn i drøftingene som er gjort ovenfor, vil det være rimelig å konkludere med at flyten av kapital til PE-markedet i Norge er god, med en særlig vekst de to siste årene. Til tross for dette, kan det anses å være for lite kapital tilgjengelig for fondsforvalterne, noe som igjen vil være til hinder for selektering og skalering av innovative løsninger.

6.2 Viktige faktorer i fundraising

6.2.1 Track record

Som beskrevet i kapittel 5.2.1 er track record identifisert som en avgjørende faktor for en vellykket fundraising. Det fremkommer av eksisterende litteratur, at faktorer som fondsforvalternes kompetanse, tidligere suksess og renommé som fremgår av forvaltningsteamets track record, vil ha stor innflytelse på investeringsbeslutningen til en investor (Caselli, 2010, s. 108). Sammenlignet med våre funn, finner også Gompers et al. (1998) at VC-fonds historiske presentasjon er en bestemmende faktor for VC-selskapers evne til å fremskaffe ny kapital. Liknende funn blir også gjort av Hüther (2016) og Barber og Yasuda (2017) som konkluderer med at GP-er med sterk track record har betydelig større sannsynlighet for å finansiere oppfølgingsfond. På bakgrunn av dette vil det være rimelig å si at en sterk track record har vært avgjørende i fundraising siden PE-markedets spede begynnelse, og anses dermed ikke som et nytt funn. Studien vår understreker derimot at betydningen av faktoren er vedvarende. Våre funn viser også at det kan virke som om utenlandske investorer krever en sterkere track record enn norske investorer. Dette belyses av både fondsforvalter og investor i studien. Årsaksforklaringen kan være kjennskapet norske LP-er har til det nasjonale markedet.

Videre kan dette indikere at struktureringen av norske PE-fond er formålstjenlig i forhold til å tiltrekke utenlandske investorer, uten å gjøre det utenlandske markedet mer attraktivt for norske investorer, som beskrevet i kapittel 2.2.

6.2.1.1 Track record ved førstegangsfond

Ved førstegangsfond vil det ikke foreligge track record fra forvaltningsteamets tidligere fond. Med utgangspunkt i drøftingen gjort ovenfor, som tydeliggjør hvor viktig track record er for fundraising, vil det derfor være vanskelig å innhente kapital til slike fond i PE-markedet. Utfordringen ved opprettelse av nye fond uten å kunne vise til historiske resultater, understrekes også av Gompers & Lerner (1999). Dette kan også LP-ene i vår studie bekrefte da de sjelden foretar slike investeringer. I disse tilfellene vil det være avgjørende at personene i forvaltningsteamet har track record å vise til. Dette understrekes også av våre funn, som viser at det vil være lettere å hente kapital dersom forvaltningsteamet består av personer som kan vise til relevant track record. Dette kan også underbygges av Zarutskie (2010), som finner at track record av forvaltningsteamet ved førstegangsfond kan si noe om hvorvidt de lykkes.

Til tross for at bransjens aktører er klar over hvor vanskelig det er for førstegangsfond å lykkes, og få av investorene foretar slike investeringer, viser Morse (2018) til at førstegangsfond som lykkes, utkonkurrerer oppfølgingsfond. Dersom førstegangsfond lykkes i større grad enn oppfølgingsfond, kan det diskuteres rundt paradokset av at LP-ene tar avstand til disse investeringene. Som stor institusjonell investor kan størrelsen på førstegangsfond by på problemer med tanke på mengde kapital man ønsker, og kan gå inn med. Dette underbygges av Bain & Company sin globale PE-rapport som finner at LP-er foretrekker større og erfarne fond når de skal investere (MacArthur et al., 2022, s. 23).

6.2.1.2 Hvorvidt kan man stole på track record?

Slik det fremkommer av studiens innhentede data, er track record en avgjørende faktor for at fundraising av et fond skal lykkes. Det å kunne vise til gode resultater i tidligere fond vil tiltrekke investorer, men i hvilken grad bør LP vektlegge track record ved investeringsbeslutninger? Bienz et al. (2017) avslører at PE-selskaper strategisk flytter på urealisert avkastning for å gi et bedre bilde av totalavkastningen når det nærmer seg fundraising. De mener at PE-selskapene har både insentiver og muligheten til å manipulere de eksisterende fondenes track record for å gi et bedre bilde for mulige investorer. Samme

observasjon er gjort i flere studier, hvor det konkluderes med at fondsforvaltere manipulerer verdsettelse for å kunne vise til bedre resultater ved kapitalinnhenting (Barber & Yasuda, 2017; Brown et al., 2016; Jenkinson et al., 2013). På bakgrunn av dette vil det være rimelig å anbefale investorer å stille seg kritisk til fond og fondsforvalternes track record. På den andre siden finner Zarutskie (2010) at den menneskelige kapitalen i forvaltningsteamet for førstegangsfond kan benyttes til å forutsi noe om fondets fremtidige ytelse.

I vår studie fremkommer det at dersom forvaltningsteamet består av personer med erfaring fra entreprenørselskaper eller som tidligere venturekapitalister, er det større sannsynlighet for at de har hyppigere exit fra fondets porteføljeselskaper. På bakgrunn av hvordan track record belyses ovenfor, og sammenlignet med våre funn, vil en anbefaling om å ikke vektlegge track record i like stor grad ved investeringsbeslutning foreligge.

6.2.2 Nettverk

Som det fremgår av våre funn, finner vi også at nettverk har stor betydning for at et fond skal lykkes med fundraising. I tillegg avdekker vi at det ikke bare har betydning for GPs fundraising, men også for LPs investeringsmuligheter. Betydningen av nettverk i fundraisingsprosessen er også funnet av Milosevic (2018). Likedan avslører Reitan & Sorheim (2000) nettverk som en viktig kilde i den norske VC-bransjen. Vår studie viser at en stor del av fondets investorer er gjengangere, noe som igjen understreker viktigheten av et nettverk.

Diamond (1989) finner at alder og omdømme er avgjørende komponenter i hvor gode nettverk en utvikler. I tillegg fremtrer kommunikasjon som et viktig element i nettverksskapningen, noe som er beskrevet i kapittel 2.4.1. Slik det fremgår av våre funn, varierer kommunikasjonen mellom investor og fondsforvalter, både når det kommer til graden av formalitet og hyppighet. Samtidig tydeliggjøres det at kommunikasjonen tas opp i perioden rundt fundraising, noe som anses rimelig da studiens fondsforvaltere opplever at gode forhold og kommunikasjon med LP-ene fører til forenklet tilgang på kapital. I tillegg opplever også investorene det enklere å få innpass i fond dersom relasjonen er god.

Med bakgrunn i drøftingene gjort ovenfor, vil det være viktig for fondsforvalterne å etablere et bredt nettverk da dette tilgjengeliggjør nødvendig kunnskap og ressurser. I den forbindelse vil et internasjonalt nettverk gi ytterligere muligheter for innhenting av kapital. En

internasjonalisering av fundraisingsprosessen startet allerede på slutten av 1990-tallet, men er den dag i dag enda en pågående prosess (Aizenman & Kendall, 2008; Boquist & Dawson, 2004). Det å ha et bredt nettverk som strekker seg over landegrensene vil gi fondsforvaltere flere ben å stå på ved kapitalinnhenting. For å muliggjøre en ytterligere internasjonalisering av PE-markedet vil det være nødvendig at struktureringen av norske PE-fond er tilnærmet lik internasjonal standard, som beskrevet i kapittel 2.2.

På den ene siden viser studiens funn at den institusjonelle investoren foretar utenlandsinvesteringer, mens på den andre siden har GP 1 planer om å hente kapital fra utlandet ved neste fundraising. Dette underbygger at internasjonaliseringen fortsatt er pågående, og vil være viktig i tiden fremover.

6.2.3 Strategi

Vi finner også strategi som en sentral faktor i hvorvidt et fond lykkes med fundraising. Studiens fondsforvaltere foretar investeringer i det teknologiske investeringsuniverset, og vi kan med andre ord si at de har en spesialisert strategi. Dette anses strategisk da blant annet FN understreker behovet for å investere i teknologi for å oppnå en bærekraftig utvikling (UN Global Compact, u.å.). Det viser seg også at det teknologiske investeringsuniverset i PE tiltrakk flest investeringer i 2021 (Albertsen et al., 2022). En observert trend fremkommer av LP 1 hvor flere generalistfond henter kapital til bærekraftsfond. Observasjonen, gjort av LP-en, støttes av data som viser til at generalistfond har mistet andeler til spesialistfond i økende grad siden 2010. Det fremkommer dessuten at fond med teknologisk vinkling på investeringsmandatet sitt, lykkes i å innhente kapital raskest (MacArthur et al., 2022, s. 23). Det vil dermed være rimelig å konkludere med at det å være tydelig rettet mot et spesielt segment, altså opptre som spesialist- og ikke generalistfond, vil være en fordel for fundraising for norske VC-fond. Vi kan derfor si at fondsforvalterne i studien vår har utarbeidet en investeringsstrategi som treffer markedet godt.

Lahr & Trombley (2020) finner i sin studie at VC-fond som viker fra sin investeringsstrategi ikke er å foretrekke blant LP-er. Våre funn viser også til viktigheten av å ha en strategi, men enda viktigere er det å følge den. Masteravhandlingens problemstilling kartlegger blant annet i hvilken grad ESG har innvirkning på fondsforvalternes fundraisingsprosess, og våre funn viser til at ESG-strategi av ulik rang foreligger hos samtlige. Slik det fremkommer av kapittel 2.6.2,

er det syv ulike tilnærminger til ansvarlige investeringer, hvorpå GP 1 har integrert ESG i sin investeringsbeslutning. Som illustrert i figur 5 kan vi se at GP 2 har ESG ytterligere integrert i sin tilnærming ved tematiske investeringer. Slik det fremkommer av våre funn, har GP 2, med en strategi som innebærer mer ESG-fokus, tiltrukket nye investorer ved fundraising. Dette gir oss derfor en indikasjon på at et tydeligere fokus på ESG kan være en suksessfaktor i fundraising av norske VC-fond.

6.3 ESG

6.3.1 Utviklingen av ESG i VC-bransjen

Mens oppmerksomheten gitt til ESG aldri har vært større, har VC-bransjen hengt etter andre aktivaklasser i innføringen av ESG-praksis (British international investment, 2020; PwC, u.å.) Den langsomme tankegangen kan skyldes at investorer tidligere har ment at ESG er mindre relevant for denne bransjen da porteføljeselskapene det investeres i er små. Close et al. (2021) uttaler derimot at integrering av ESG vil være viktig helt fra start.

En mer strukturert bærekraftspolitikk på finansområdet har i senere år blitt operasjonalisert ved reguleringer som Parisavtalen, 2030-agendaen og EU-taksonomien. Flere tidligere studier avdekker at slike regulatoriske forpliktelser øker investors interesser rettet mot ESG (Barber et al., 2021; Bauer et al., 2021; Dyck et al., 2019).

Våre funn peker på 2017, og spesielt på 2019 når det kommer til utviklingen av ESG i VC-bransjen. I 2019 var EU-reguleringer som taksonomien og åpenhetsloven sentrale temaer i finansnæringen. Dette er reguleringer som medfører strengere krav til finansaktører. I tillegg skal taksonomien sikre at internasjonale og nasjonale forpliktelser som Parisavtalen og FNs bærekraftsmål oppfylles (Norsk Industri, u.å.). Med andre ord tyder også våre funn på at innføringer av reglement har en sterk innvirkning på implementeringen av ESG.

Ifølge Menon Economics rapport, er det stort fokus på bærekraft i norsk VC-bransje. De finner blant annet at andelen forvaltere som måler bærekraftsarbeid har økt med 36 prosent i løpet av to år, som nå utgjør 100 prosent (Albertsen et al., 2021). Våre funn avdekker også at ESG har blitt en integrert del av fondsforvaltningen og investeringsbeslutningen til både GP-er og LP-er. I motsetning til Cumming & Johan (2007), finner vi at både studiens institusjonelle investorer og fond-i-fond investorene har integrert ESG på tilnærmet likt nivå. På relativt rask tid har ESG

gått fra å være noe noen få fond benytter som et konkurransefortrinn, til å bli en hygienefaktor i bransjen. Dette underbygges også av Zaccone & Pedrini (2020). Uzsoki (2020, s. 22) peker på at aktørene i finansmarkedet ser ut til å akseptere det faktum at bærekraftig utvikling ikke lenger kan ignoreres, men må inkorporeres i investeringsbeslutningene. Vår studies funn bygger også opp under det faktum at ESG-tankegangen virker å være godt implementert, og at dette har skjedd nokså raskt. Den hurtige utviklingen av ESG i kapitalmarkedet begrunnes av Ahmad et al. (2018) til å skyldes behovet for innovasjon og transformasjon for å oppnå bærekraftig utvikling. Når det er sagt, anses det fra investors side at en bærekraftig tankegang i VC-bransjen er noe selvoppfyllende da annet ikke vil være fremtidsrettet eller levedyktig. Dette kan tolkes som en rimelig antakelse da VC innebærer en langsiktig investeringshorisont.

6.3.2 Årsaken til fokuset på ESG

Selv om innføringen av reguleringer fører til et økende fokus på ESG, er dette ofte prosesser som tar lang tid. Uzsoki (2020, s. 8) understreker at en av de viktigste årsakene for modningen av ESG er etterspørselen fra investorene. Blant medlemmene av NVCA har andelen som opplever press fra LP-er mer enn doblet seg i løpet av to år (Albertsen et al., 2021). Annen tidligere forskning peker også på LP-miljøet som en tydelig kilde til endringspress (Eccles et al., 2020). Våre funn underbygger at fondsforvaltere opplever et økende press fra investorer om å være ESG-compliant. Dette kommer også til uttrykk fra LP-ene som alle uttaler at et fond uten fokus på ESG vil være utenfor deres investeringsunivers. Dette stemmer overens med studien til Institutional Asset Manager (2021) som finner at majoriteten av institusjonelle investorer vil unngå investeringsobjekt med ESG-svikt, selv om dette vil gi kortsiktig avkastning.

Slik det fremkommer av rapporten til Menon Economics fra 2019, opplever norske fondsforvaltere et større press fra LP-er, enn fondsforvaltere globalt (Grimsby et al., 2019). Denne uttalelsen baserer seg på norske tall fra 2019, sammenlignet med globale tall fra 2016. Det økende fokuset på ESG i denne perioden, som vi også finner i vår studie, kan dog være årsaken til denne forskjellen. Likevel tyder det på at Norge og resten Europa har implementert ESG ytterligere i sin fondsforvaltning. Dette kan også underbygges av Barber et al. (2021) som i sin internasjonale studie finner at europeiske investorer har større interesse for ESG.

Mange investorer ønsker å bruke sin finansielle situasjon til å påvirke for en bedre verden. Dette underbygges i rapporten til Norsk Klimastiftelse (2022). Der uttales det at lønnsomhet og risiko er viktige brikker når det gjelder å finne årsaken til hvorfor mange investorer leter etter muligheter for å være med å finansiere omstillingen til lavutslippssamfunnet. Dette virker også å være gjeldende for det norske PE-markedet da Menon Economics finner at lønnsomhet og risikostyring er de to største argumentene for økt fokus på bærekraft (Albertsen et al., 2021). Dette stemmer også overens med våre funn, hvor samtlige informanter påpeker at fokuset i størst grad er avkastningsdrevet. På bakgrunn av våre funn som tilsier at ESG er godt implementert i forvaltningen, kan vi si at fondsforvalterne ser på ESG-fokuset som en mulighet, da det viser seg å være både lønnsomt og gjør dem levedyktige.

6.3.3 Hvordan anses ESG å ha påvirket fundraising?

Lin (2022) finner at tilførselen av kapital til venturefond for målrettet å gjøre bærekraftige investeringer, har økt de siste årene. Slik det kommer frem av våre funn, foreligger det en uenighet blant GP-ene om hvorvidt et økende fokus på ESG har ført til nye investorer. Det skal likevel påpekes at forvalterne har forskjellige investeringsstrategier, noe som fører til ulikt utgangspunkt for besvarelse av dette spørsmålet.

På den ene siden opplever fondsforvalteren med ESG-mandat interessen hos investorer som stor, og avslører at dette fokuset har ført til to nye investorer. På den andre siden opplever GP 1 at ESG-fokuset ikke har ført til ytterligere investorer i forvalterens nyeste fond. Figur 5 viser at GP 2s investeringsstrategi innebærer mer fokus på ESG, enn for GP 1. Ut ifra dette, vil det derfor være rimelig å si at det å være ESG-compliant ikke anses tilstrekkelig for at ESG kan være en suksessfaktor i fundraising. Dersom man imidlertid strekker fokuset ytterligere mot et ESG-mandat, vil dette attrahere flere investorer ved kapitalinnhenting. Det kan likevel diskuteres om årsaken til interessen for GP 2 skyldes den gode kapitalflyten PE-markedet har hatt de siste årene. God kapitalflyt tiltrekker flere investorer, som igjen fører til at flere fond opplever fundraisingsprosessen som mindre krevende.

Selv om ESG-compliance ikke opptrer som en suksessfaktor i fundraising av norske VC-fond, vil det være nødvendig for å i det hele tatt kunne innhente kapital. Som det fremgår av kapittel 6.3.1 har utviklingen av fokuset på ESG i VC-bransjen raskt beveget seg fra å være et konkurransefortrinn til å bli en hygienefaktor. Det fremkommer av studiens data at ESG-due

diligence ikke behøver like stor oppmerksomhet i dag, som det gjorde for bare noen år siden, spesielt i Norden. Det vil likevel være viktig da samtlige av studiens LP-er informerer om at fond uten ESG-fokus er utenfor deres investeringsunivers. Med andre ord må det fortsatt kontrolleres om det foreligger noen strategi på dette området. Uzsoki (2020, s. 23) påpeker viktigheten av kunnskap og forståelse for hvordan ESG kan integreres i investeringsbeslutninger i arbeidet med å øke fokuset på ESG. Et interessant funn fra vår studie er at en av investorene opplever at mindre investorer famler i blinde, og følger de større LP-enes investeringsmønster. Dette kan tyde på at nødvendig kompetanse og ressurser til ESG-arbeidet ikke er tilstrekkelig blant mindre investorer. Det blir derfor viktigere at større LP-er har god kunnskap til å utføre ESG-due diligence slik at mindre investorer kan benytte dem som sjekklister.

For å besvare problemstillingen, har vi valgt å spørre fondsforvalterne og bransjeforeningen om hvordan de opplever at ESG-fokuset har påvirket fundraising. Samtlige peker på det faktum at ESG er en faktor som påvirker positivt når det kommer til innhenting av kapital. På bakgrunn av dette og drøftingene ovenfor, vil det derfor være rimelig å si at ESG anses som en suksessfaktor i fundraising av norske VC-fond. På den ene siden kan studiens primærdata tolkes slik at et fond med ESG-mandat har lettere for å innhente kapital enn andre uten denne spesialiseringen. På den andre siden kan opplevelsen av god tilgang på kapital skyldes stor kapitalflyt til PE-markedet i årene undersøkelsen omfatter. Det er derimot ingen tvil om at et fraværende fokus på ESG fører til at fondet ikke anses som et investeringsobjekt av LP-ene. Ut ifra dette kan vi si at det i dag vil være nødvendig å være ESG-compliant, om ikke anses fondet for risikofyllt.

7. Konklusjon

Formålet med denne masteravhandlingen har vært å undersøke og identifisere hvilke faktorer som er avgjørende i fundraising av norske venturekapitalfond og kartlegging av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor. Det verdensomspennende fokuset bærekraft og ESG har hatt de siste tiårene, har resultert i store endringer i fondsforvaltningen, og ESG har hatt en rask fremvekst i markedet de siste fem årene. Vi har benyttet oss av kvalitative data, funn og diskusjon for å svare på følgende problemstilling:

Identifisering av avgjørende faktorer i fundraising av norske venturkapitalfond og kartlegging av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor.

Studiens funn viser at det er flere faktorer enn ESG som har vesentlig betydning i en fundraisingsprosess. Fra intervjuene fremkommer det at sterk track record, et bredt nettverk og en klar investeringsstrategi regnes som avgjørende for å lykkes med fundraising av norske venturekapitalfond. Vi finner videre at en større grad av spesialisering i fond anses som en attraktiv strategi blant investorene, spesielt dersom dette innebærer ESG. Dette tyder på at investorene er interessert i fond som har en tydelig strategi og et klart formål.

Når det er sagt, finner vi også at ESG spiller en sentral rolle i fundraising av norske venturekapitalfond. Det fremkommer fra studiens funn, at ESG kom på dagsorden i 2017, men at det skjedde en betydelig endring i 2019, hvor aktører i det norske PE-markedet intensiverte arbeidet med ESG. I lys av dette, finner vi at ESG har gått fra å være et konkurransefortrinn til å bli en hygienefaktor. Med andre ord har ESG blitt en del av kjernevirksomheten i de fleste fond.

Videre viser våre funn at lønnsomhet er en betydelig pådriver for modningen av ESG i det norske private equity-markedet. Regulatoriske endringer viser seg også å være dominerende, da dette krever endringer i markedet og i fokuset til fondsforvalterne. Investorene er en tydelig kilde til endringspress, og vi finner også at dette har betydning for modningen av ESG i det norske private equity-markedet. Med andre ord virker presset å ha en ringvirkning, i det investorene har regulatoriske endringer å forholde seg til som videreføres til fondsforvalterne. Dette blir også porteføljeselskapet påvirket av. Likevel er det småspareren, som ønsker å

investere sine oppsparte midler, som i bunn og grunn fremmer regulatoriske føringer ved plassering av sin kapital.

Avslutningsvis viser denne masteravhandlingen at det å være ESG-compliant, i større grad blir ansett som en hygienefaktor enn en investeringsstrategi. Vår konklusjon er derfor at ESG-compliance ikke kan ses på som en suksessfaktor i fundraising, men derimot som en forutsetning. Imidlertid tyder det på at en ytterligere implementering av ESG, for eksempel ved bruk av en tematisk investeringsstrategi, i større grad kan sies å være en direkte suksessfaktor i fundraising av norske venturekapitalfond.

8. Videre forskning

Denne masteravhandlingen er basert på kvalitative data, i det vi har gjennomført seks semistrukturerte dybdeintervjuer i PE-markedet. Utvalget er delt i tre grupper og består av to VC-selskaper, bransjeforeningen for norske VC-fond og tre investorer. Dette gjør at vi belyser problemstillingen fra ulike perspektiv. På grunn av begrenset tid og ressurser, ble det gjennomført kun seks intervjuer, noe som kan anses å begrense studiens resultater. Undersøkelsen er også begrenset geografisk til å bare gjelde det norske markedet, noe som utelukker andre lands fokus og perspektiv i stor grad. Dette til tross for at PE-markedet blir stadig mer internasjonalsert. En anbefaling i forhold til videre forskning kan derfor være å inkludere flere informanter fra fondsforvalter- og investorsiden, men også å inkludere informanter fra andre verdensdeler. Dette vil trolig nyansere funnene ytterligere.

Til tross for at tidsperioden 2020 til 2022 har vært preget av store makroøkonomiske endringer som COVID-19 pandemien, krigen i Ukraina samt renteendringer, har tilgangen på kapital vært svært god. Hadde studien blitt gjennomført i en tidsperiode hvor kapitaltilgangen hadde vært mindre god, ville trolig resultatene vært noe annerledes.

9. Referanseliste

- Ahmad, R. A., Reed, L. & Zhang, R. (2018). *Private Equity and Venture Capital's Role in Catalyzing Sustainable Investment: Input Paper for the G-20 Sustainable Finance Study Group*. International Finance Corporation.
<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/31056/133090-WP-PUBLIC-G20-Input-Paper-2018-PE-and-VCs-Role-in-Catalyzing-Sustainable-Investment.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Aizenman, J. & Kendall, J. (2008). *The Internationalization of Venture Capital and Private Equity*. National Bureau of Economic Research.
<https://www.nber.org/papers/w14344>
- Albertsen, M. O., Johnsen, P. F. F. & Grimsby, G. (2021). *Bærekraft i norsk private equity* (Menon-report no. 129/2021). Menon Economics. <https://nvca.no/wp-content/uploads/2021/12/Baerekraft-i-PE-2021.pdf>
- Albertsen, M. O., Johnsen, P. F. F. & Grimsby, G. (2022). *Private Equity Funds in Norway. Activity report 2021* (Menon-report no. 39/2022). Menon Economics.
<https://nvca.no/wp-content/uploads/2022/04/Private-Equity-Funds-in-Norway-2021-revidert.pdf>
- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2017). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925310
- Argentum. (2017, 28. april). *Kapital i venturemarkedet*. Hentet 30. mai 2022 fra
<https://argentum.no/nb/?s=venture+i+kapitalmarkedet>
- Argentum. (u.å.). *Markedsblikk H1 2021*. Hentet 12. april 2022 fra
<https://info.argentum.no/MarkedsblikkH12021/sec/2#report-top>
- Barber, B. M., Morse, A. & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>
- Barber, B. M. & Yasuda, A. (2017). Interim fund performance and fundraising in private equity. *Journal of Financial Economics*, 124(1), 172-194.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.001>
- Barko, T., Cremers, M. & Renneboog, L. (2018). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics*, 69.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2977219>

- Bauer, R., Ruof, T. & Smeets, P. (2021). Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments. *34*(3976-4043). <https://doi.org//10.2139/ssrn.3287430>
- Bengo, I., Boni, L. & Sancino, A. (2022). EU financial regulations and social impact measurement practices: A comprehensive framework on finance for sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. <https://doi.org//10.1002/csr.2235>
- Bienz, C., Rakner, C. W. & Rasmussen, A. T. S. (2017). *Strategic Valuation Management in Private Equity Fundraising*.
- Blitz, D., Swinkels, L. & Zanten, J. A. V. (2021). Does Sustainable Investing Deprive Unsustainable Firms from Fresh Capital? . *The Journal of Impact and ESG Investing* 1(3), 10-25. <https://doi.org//10.3905/jesg.2021.1.012>
- Boquist, A. & Dawson, J. (2004). U.S. Venture Capital in Europe in the 1980s and the 1990s. *The Journal of Private Equity*, 8(1), 39-54. <https://www.jstor.org/stable/43503396>
- Bottazzi, L., Rin, M. D. & Hellmann, T. (2004). The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. *The Journal of Private Equity*, 7(2), 26-53. <https://www.jstor.org/stable/43503368>
- British international investment. (2020). *Responsible venture capital Integrating environmental and social approaches in early-stage investing*. <https://assets.bii.co.uk/wp-content/uploads/2020/01/16092500/Responsible-Venture-Capital.pdf>
- Brown, G. W., Gredil, O. R. & Kaplan, S. N. (2016). Do Private Equity Funds Game Returns?
- Caselli, S. (2010). *Private equity and venture capital in Europe: Markets, techniques, and deals*. Elsevier.
- Caselli, S. & Negri, G. (2021). *Private equity and venture capital in Europe: Markets, techniques, and deals* (3. utg.). Elsevier.
- Caulkins, D. (2013). *President Howard Bowen & Corporate Social Responsibility*. Grinnell College. <https://www.grinnell.edu/news/president-howard-bowen-corporate-social-responsibility>
- Cini, A. C. & Ricci, C. (2018). CSR as a Driver where ESG Performance Will Ultimately Matter. <https://doi.org//10.4468/2018.1.05cini.ricci>
- Close, K., Faure, N. & Hutchinson, R. (2021). *How Tech Offers a Faster Path to Sustainability*. BCG. Hentet 9. mai 2022 fra

<https://www.bcg.com/publications/2021/how-technology-helps-sustainability-initiatives>

Coqueret, G. (2021). *Perspectives in ESG equity investing*. <https://ssrn.com/abstract=3715753>

Cozic, A. & Siddique, A. (2018). *Defining ESG: Evolution not revolution*. Fidelity

International. Hentet 23. mai 2022 fra

<https://www.fidelity.com.au/insights/investment-articles/defining-esg-evolution-not-revolution/>

Cumming, D. & Johan, S. (2007). Socially Responsible Institutional Investment in Private Equity. *Journal of Business Ethics*, 75(4), 395-416.

<http://www.jstor.org/stable/25124003>

Dahlum, S. (2021, 9. mars). Validitet. I *Store norske leksikon*. Hentet 16. mars 2022 fra

<https://snl.no/validitet>

Dalland, O. (2017). *Metode og oppgaveskriving* (6. utg.). Gyldendal Akademisk.

Davis, T. & Lescott, B. (2019). ESG as a Value-Creation Tool for Active Investors: A Profile of Inherent Group. *Journal of Applied Corporate Finance* 31(2), 42-49.

<https://doi.org/10.1111/jacf.12345>

De nasjonale forskningsetiske komiteene. (2019). *Generelle forskningsetiske retningslinjer*.

Hentet 12. mars 2022 fra <https://www.forskningsetikk.no/retningslinjer/generelle/>

Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97(4).

Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L. & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>

Eccles, R. G., Lennehag, T. & Nornholm, N. (2020). EQT: Private Equity with a Purpose. *Journal of Applied Corporate Finance*, 32(3), 73-86.

<https://doi.org/10.1111/jacf.12419>

Eide, E. N. (u.å.). *ESG og compliance*. Næringsliv Norge,. Hentet 25. mai 2022 fra

<https://www.xn--nringslivnorge-0ib.no/fremtidens-industri/esg-og-compliance/>

Eurosif. (u.å.). *Responsible Investment Strategies*. Eurosif. Hentet 24. mars 2022 fra

<https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>

FN. (2021). *Bærekraftig utvikling*. FN-sambandet. Hentet 15. mai 2022 fra

<https://www.fn.no/tema/fattigdom/baerekraftig-utvikling>

Forskningsrådet. (2017). *Forskning for bærekraftig samfunns- og næringsutvikling*. Norges forskningsråd. <https://www.forskningsradet.no/om->

forskingsradet/publikasjoner/2017/forskning-for-barekraftig-samfunns--og-naringsutvikling/

- Framstad, A. P. (2021, 27. mai). Høy kapitalinnhenting og store investeringer. *Kapital*.
<https://kapital.no/reportasjer/naeringsliv/2021/05/27/7674751/private-equity-under-covid-19-hoy-kapitalinnhenting-og-store-investeringer>
- Frontier Economics. (2013). *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*. Frontier Economics.
https://www.investeurope.eu/media/1110/frontier_economics_report.pdf
- Gompers, P. A. (1998). Venture capital growing pains: Should the market diet? *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 1089-1104. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00041-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00041-7)
- Gompers, P. A. & Lerner, J. (1999). What Drives Venture Capital Fundraising?
<https://doi.org/10.3386/w6906>
- Gompers, P. A., Lerner, J., Blair, M. M. & Hellmann, T. (1998). What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, 1998, 149-204. <https://doi.org/10.2307/2534802>
- Grimsby, G., Lind, L. H. & Johnsen, P. F. F. (2019). *Private Equity - En motor for bærekraftig utvikling?* (Menon-publikasjon nr. XX/2019). Menon Economics.
<https://nvca.no/wp-content/uploads/2020/10/Baerekraft-i-Private-Equity.pdf>
- Gripsrud, G., Olsson, U. H. & Silkoset, R. (2016). *Metode og dataanalyse. Beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP, Excel og SPSS* (3. utg.). Cappelen Damm Akademisk.
- Guler, I. & Guillén, M. F. (2010). Institutions and the internationalization of US venture capital firms. *Journal of International Business Studies*, 41, 185-205.
<https://doi.org/10.1057/JIBS.2009.35>
- Gözlügöl, A. A. (2022). The clash of 'E' and 'S' of ESG: just transition on the path to net zero and the implications for sustainable corporate governance and finance. *The Journal of World Energy Law and Business*, 15(1), 1-21.
<https://doi.org/10.1093/jwelb/jwab039>
- Hanna, P. (2012). Using internet technologies (such as Skype) as a research medium: a research note. *Qualitative Research*, 12(2), 239-242.
<https://doi.org/10.1177/1468794111426607>
- Hebb, T. (2012). Introduction - The Next Generation of Responsible Investing. I *The Next Generation of Responsible Investing* (s. 1-8). Springer.
<https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-94-007-2348-1.pdf>,

- Hubbard, G. R. & O'Brien, A. P. (2012). *Money, Banking, and the Financial System*. Pearson.
- Hüther, N. (2016). *Raising Funds on Performance: Are Private Equity Returns Too Good to Be True?* https://www.smu.edu/-/media/Site/Cox/Departments/Finance/FINASeminarSeries/jmp_nh.pdf?la=en
- Indahl, R. & Jacobsen, H. G. (2019). Private Equity 4.0: Using ESG to Create More Value with Less Risk. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 34-41. <https://doi.org/10.1111/jacf.12344>
- Institutional Asset Manager. (2021). *ESG factors of increasing importance to institutional investors*. Hentet 26. april 2022 fra <https://www.institutionalassetmanager.co.uk/2021/10/28/308397/esg-factors-increasing-importance-institutional-investors>
- Invest Europe. (2022, 3. mai). *Investing in Europe: Private Equity Activity 2021*. Hentet 5. mai 2022 fra <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>
- James, R. (2022, 1. mars). *How LPs are rethinking commitments amid 2022's fundraising bonanza*. Private Equity International. <https://www.privateequityinternational.com/how-lps-are-rethinking-commitments-amid-2022s-fundraising-bonanza/>
- Jenkinson, T., Sousa, M. & Stucke, R. (2013). How Fair are the Valuations of Private Equity Funds? <https://doi.org/10.2139/ssrn.2229547>
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. utg.). Abstrakt.
- Kaczynski, D., Salmona, M. & Smith, T. (2014). Qualitative research in finance. *Australian Journal of Management*, 39(1), 127-135. <https://doi.org/10.1177/0312896212469611>
- Kollmann, T., Kuckertz, A. & Middelberg, N. (2014). Trust and controllability in venture capital fundraising. *Journal of Business Research*, 67(11). <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.02.008>
- Kortum, S. & Lerner, J. (1998). Does venture capital spur innovation? <https://doi.org/10.3386/w6846>
- Kotsantonis, S., Pinney, C. & Serafeim, G. (2016). ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. *Applied Corporate Finance*, 28(2), 10-16. <https://doi.org/10.1111/jacf.12169>

- Kuckertz, A., Kollmann, T., Röhm, P. & Middelberg, N. (2015). The interplay of track record and trustworthiness in venture capital fundraising. *Journal of Business Venturing Insights*, 4. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2015.06.001>
- Kvale, S. & Brinkmann, S. (2015). *Det kvalitative forskningsintervju* (T. M. Anderssen & J. Rygge, Overs.; 3. utg.). Gyldendal Akademisk.
- Lahr, H. & Trombley, T. E. (2020). Early Indicators of Fundraising Success by Venture Capital Firms. *Journal of Corporate Finance*, 53. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3020256>
- Lerner, J., Leamon, A. & Hardyman, F. (2012). *Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship: The power of active investing*. John Wiley & Sons, Inc.
- Levasseur, L., Johan, S. & Eckhardt, J. (2022). Mixed Methods in Venture Capital Research: An Illustrative Study and Directions for Future Work. *British Journal of Management*, 33, 26-45. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12514>
- Lin, L. (2022). *Venture Capital in the Rise of Sustainable Investment*. <https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-021-00238-8>
- MacArthur, H., Burack, R., De Vusser, C. & Yang, K. (2022). *Global Private Equity Report 2022*. Bain & Company. https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global-private-equity-report-2022.pdf
- Malt, U. & Grønmo, S. (2020, 8. juni). Strukturert intervju. I *Store norske leksikon*. Hentet 15. mars 2022 fra https://snl.no/strukturert_intervju
- Mason, C. M. (2009). Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe. *International Small Business Journal*, 27(5), 536-556. <https://doi.org/10.1177/0266242609338754>
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2011). Venture Capital and Other Private Equity: A Survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00606.x>
- Milosevic, M. (2018). Skills or networks? Success and fundraising determinants in a low performing venture capital market. *Research Policy*. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.09.009>
- Morse. (2018, 16. januar). *First Time Funds*. Hentet 2. mai 2022 fra <https://www.morse.law/news/first-time-funds/?output=pdf>

- NBIM. (u.å.). *Norges Banks vurdering av grunnlaget for unoterte investeringer rettet mot miljø og bærekraftig vekst*. Norges Bank Investment Management.
<https://www.nbim.no/globalassets/documents/submissions/2010/unoterte-miljoinvesteringer-vedlegg.pdf>
- Noh, D. & Oh, S. S. (2020). *Are Green Investors Green-Inducing? A Demand System Approach* <http://apjfs.org/resource/global/cafm/2020-D1-1.pdf>
- Nordea. (u.å.). *ESG - hva er det og hvorfor er det viktig?* Hentet 28. mars 2022 fra <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/sparing-og-investering/fond/esg.html>
- Norsif. (2021). *Guide til ansvarlige investeringer* (3. utg.).
<https://online.fliphtml5.com/xmiv/jjht/#p=16>
- Norsk Industri. (u.å.). *Posisjonsnotat - bærekraftig finans (taksonomi)*.
https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/horinger-og-notater/okt_2020_posisjonsnotat-barekraftig_finans.pdf
- Norsk Klimastiftelse. (2022). *EUs grønne giv og handlingsplan for bærekraftig finans: Hva bør ansatte, investorer og forbrukere vite?* https://klimastiftelsen.no/wp-content/uploads/2021/12/NK_1_2021_eu-klima-finans.pdf
- Norsk Venturekapitalforening. (2005). *Høringsuttalelse - Forslag om regulering av «spesialfond»*. Regjeringen.
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/hdk/2005/0002/ddd/pdfv/244153-190405_spesialfond_norsk_venturekapitalforvaltning.pdf
- NOU 2018:5. (2018). *Kapital i omstillingens tid - Næringslivets tilgang til kapital*.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2018-5/id2590735/?ch=2>
- Piu, S. (2020). *ESG Investing: What Does the Research Say?* Man Institute.
- PRI. (2021, 9. november). *Responsible investment DDQ for private equity limited partners*. UN Principles for Responsible Investments. Hentet 3. mars 2022 fra <https://www.unpri.org/private-equity/responsible-investment-ddq-for-private-equity-limited-partners/8730.article>
- PRI. (2022). *Starting up Responsible Investment in Venture Capital*. Principles of responsible Investment. <https://www.unpri.org/download?ac=15607>
- PRI. (u.å.-a, 29. mai 2022). *Signatory directory*. Principles of Responsible Investment.
<https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>
- PRI. (u.å.-b). *What are the Principles for Responsible Investment?* UN Principles for Responsible Investment. Hentet 4. april 2022 fra <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

- PRI. (u.å.-c). *What is responsible investment?* UN Principles for Responsible Investments. Hentet 4. april 2022 fra <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>
- PRI. (u.å.-d). *What is the PRI?* UN Principles for Responsible Investment. Hentet 4. april 2022 fra <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>
- PwC. (u.å.). *Why should Venture Capital investors embed ESG?* Hentet 5. mars 2022 fra <https://www.pwc.co.uk/who-we-are/regional-sites/london/insights/why-venture-capital-investors-embed-esg.html>
- Regjeringen. (2021, 03.oktober). *Etikk i forskningen*. Regjeringen. Hentet 12. mars 2022 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/forskning/innsiktsartikler/etikk-i-forskningen/id2000710/>
- Reitan, B. & Sorheim, R. (2000). The informal venture capital market in Norway ? investor characteristics, behaviour and investment preferences. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2(2), 129-141. <https://doi.org/10.1080/136910600295747>
- Saunders, M. N. K., Lewis, P. & Thornhill, A. (2019). *Research methods for business students* (8. utg.). Pearson.
- Schoenmaker, D. (2017). *From Risk to Opportunity: A Framework for Sustainable Finance*. Rotterdam School of Management, Erasmus University.
- Selskapsloven. (1986). *Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper* (LOV-1985-06-21-83). Nærings- og fiskeridepartementet. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1985-06-21-83>
- SMB Norge. (2020). *Fakta om små og mellomstore bedrifter (SMB) i Norge*. Hentet 15. mai 2022 fra <https://www.dinbedrift.no/fakta-om-sma-og-mellomstore-bedrifter-i-norge-smb-2/>
- St.Meld. 7 (2008-2009). *Et nyskapende og bærekraftig Norge*. Det Kongelige Nærings- og Handelsdepartement. <https://www.regjeringen.no/contentassets/f690da32d4da4a0782c49b16e12e0552/no/pdfs/stm200820090007000dddpdfs.pdf>
- Statista. (2022, 11. januar). *Private equity investments as share of GDP in selected European countries from 2014 to 2020*. Hentet 30. april 2022 fra <https://www.statista.com/statistics/256655/private-equity-investments-in-europe-by-industry/>

- Tang, K. (2019). *Exploring the G in ESG: Governance in Greater Detail – Part I*. S&P Global. Hentet 29. mars 2022 fra <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/exploring-the-g-in-esg-governance-in-greater-detail-part-i>
- Traaseth, K. T., Baker, K. M., Grimsby, G. & Grünfeld, L. A. (2011). *Aktivitetsundersøkelse for de norske aktive eierfondene*. Norsk Venturekapitalforening og Menon Business Economics. https://www.menon.no/wp-content/uploads/24plugin-norsk_venturekapitalforening_-_aktivitetsundersøkelse_helr_2010-1.pdf
- UN Global Compact. (u.å.). *Mål 9: Innovasjon og infrastruktur*. Global Compact. Hentet 26. mai 2022 fra <https://globalcompact.no/barekraftsmal/mal-9-innovasjon-og-infrastruktur/?fbclid=IwAR2PzBHXHyhzEYcjhGGlaoCUKvMoLqIRh-FGAr0KzFpldH38g5FaEH0F0i8>
- Uzsoki, D. (2020). *Sustainable Investing: Shaping the future of finance*. International Institute for Sustainable Development. <https://www.iisd.org/publications/report/sustainable-investing-shaping-future-finance>
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future*. United Nations. https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/42/427&Lang=E
- Waas, B. (2021). The “S” in ESG and international labour standards. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18, 403–410. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00121-5>
- Zaccone, M. C. & Pedrini, M. (2020). ESG Factor Integration into Private Equity. *Sustainability*. <https://doi.org/10.3390/su12145725>
- Zarutskie, R. (2010). The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 155-172. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.008>

10. Vedlegg

10.1 Informasjonsskriv

Vil du delta i forskningsprosjektet

“Hvordan kan fokuset på bærekraft (ESG) være en suksessfaktor for fundraising i norske venturekapitalfond?”

Dette er et spørsmål til deg om å delta i et forskningsprosjekt hvor formålet er å undersøke tilgang på kapital for norske venturekapitalfond med ESG mandat. I dette skrivet gir vi deg informasjon om målene for prosjektet og hva deltakelse vil innebære for deg.

Formål

Dette forskningsprosjektet er en avsluttende oppgave på vår toårige masterstudie i analytisk finans, og oppgaven vil dermed stå som vår masteroppgave. Bakgrunnen for studien er at tidligere forskning har undersøkt både hvordan faktorer som skatt på kapitalgevinster, regelendringer for pensjonsfond og generell økonomisk vekst påvirker investors (LP) beslutning om investering, men også faktorer som tillit og kontroll i relasjonen mellom limited partner (LP) og general partner (GP) har innvirkning på investeringsbeslutningen. Det eksisterer dog lite forskning på hvordan det økende fokuset på ESG/bærekraft har innvirkning på investors beslutning om investering i norske venturefond.

Hvem er ansvarlig for forskningsprosjektet?

Det er universitetet i Agder, campus Kristiansand, som er ansvarlig for forskningsprosjektet. Studentgruppen som skal gjennomføre forskningsprosjektet er Hedda Bjune Pedersen og Amalie Ørjansen, sammen med veileder Steen Koekebakker.

Hvorfor får du spørsmål om å delta?

Utvalget til forskningsprosjektet er strategisk. Vi ønsker å komme i kontakt med institusjonelle investorer, fond-i-fond investorer samt venturekapital-selskaper. Utvalget er gjort med bakgrunn i informantenes kompetanse og unike erfaring på området, og anses derfor som nøkkelinformanter i forskningsprosjektet. Vi ønsker å fange opp suksessfaktorer i

kapitalinnhenting hos norske venturekapitalfond (med fokus på ESG) både ved å se på venturekapitalfond (GP) - og investorsiden (LP).

Hva innebærer det for deg å delta?

Dersom du velger å delta i forskningsprosjektet, innebærer det et intervju på omtrent 45 minutter. Intervjuet vil innebære spørsmål rundt holdninger og fokust på ESG, investeringsbeslutning, fundraisingprosessen, og forholdet mellom LP og GP. Deres praksis er av interesse for forskningsprosjektet. Spørsmålene vil variere mellom å være åpne og konkrete, og det vil være rom for diskusjon rundt temaene. I etterkant av intervjuet vil du få tilsendt et referat intervjuet for godkjenning. Lydopptak med diktafon er av interesse fra vår side, men dette er opp til deg å bestemme. Notater vil bli tatt underveis i intervjuet og svar vil bli registrert elektronisk. Intervjuet vil bli gjennomført ved videosamtaler i Microsoft Teams.

Det er frivillig å delta

Det er frivillig å delta i prosjektet. Hvis du velger å delta, kan du når som helst trekke samtykket tilbake uten å oppgi noen grunn. Alle dine personopplysninger vil da bli slettet. Det vil ikke ha noen negative konsekvenser for deg hvis du ikke vil delta eller senere velger å trekke deg.

Ditt personvern – hvordan vi oppbevarer og bruker dine opplysninger

Vi vil bare bruke opplysningene om deg til formålene vi har fortalt om i dette skrivet. Vi behandler opplysningene konfidensielt og i samsvar med personvernregelverket.

- Tilgangen omfatter universitetet (Universitetet i Agder), og oss studenter med veileder. Når oppgaven blir levert inn for vurdering vil også ekstern sensor få tilgang til oppgaven.
- Navnet ditt og kontaktopplysningene dine vil vi erstatte med en kode som lagres på egen navneliste adskilt fra øvrige data. Datamaterialet og arbeidet generelt vil foregå på en server som er adgangsbegrenset.
- Personopplysninger som navn, kontaktinformasjon og lydopptak vil samles inn, bearbeides og lagres av studiegruppen.

Deltakerne vil kunne gjenkjennes i publikasjonen, ikke direkte gjenkjennelse ved navn men ved at bedriftsnavnet oppgis og at det derfor for noen vil være mulig å gjenkjenne deltakerne.

Hva skjer med opplysningene dine når vi avslutter forskningsprosjektet?

Prosjektet leveres inn 1. juni, og skal etter planen avsluttes i juli/august 2022. Når det foreligger endelig sensur på masteroppgaven vil lydopptak og personopplysninger bli slettet. Oppgaven publiseres på åpent nett gjennom Universitetet i Agder. Informantene vil få anledning til å lese gjennom oppgaven før publisering.

Hva gir oss rett til å behandle personopplysninger om deg?

Vi behandler opplysninger om deg basert på ditt samtykke. På oppdrag fra Universitetet i Agder har NSD – Norsk senter for forskningsdata AS vurdert at behandlingen av personopplysninger i dette prosjektet er i samsvar med personvernregelverket.

Dine rettigheter

Så lenge du kan identifiseres i datamaterialet, har du rett til:

- innsyn i hvilke opplysninger vi behandler om deg, og å få utlevert en kopi av opplysningene
- å få rettet opplysninger om deg som er feil eller misvisende
- å få slettet personopplysninger om deg
- å sende klage til Datatilsynet om behandlingen av dine personopplysninger

Hvis du har spørsmål til studien, eller ønsker å vite mer om eller benytte deg av dine rettigheter, ta kontakt med:

- Universitetet i Agder ved veileder Steen Koekebakker (epost: steen.koekebakker@uia.no). Eller studentene: Hedda Bjune Pedersen; tlf.: 469 40 328; heddap17@uia.no
Amalie Ørjansen; tlf.: 468 04 002; amalior@uia.no
- Vårt personvernombud Johanne Warberg Lavold ved universitetet i Agder; personvernombud@uia.no

Hvis du har spørsmål knyttet til Personverntjenester sin vurdering av prosjektet, kan du ta kontakt med:

- Personverntjenester på epost (personverntjenester@sikt.no) eller på telefon: 53 21 15 00.

Med vennlig hilsen

Steen Koekebakker
Veileder

Hedda Bjune Pedersen
Student

Amalie Ørjansen
Student

Samtykkeerklæring

Jeg har mottatt og forstått informasjon om prosjektet “Hvordan kan fokuset på bærekraft (ESG) være en suksessfaktor for fundraising i norske venturekapitalfond?”, og har fått anledning til å stille spørsmål. Jeg samtykker til:

- Å delta i intervju
- At det benyttes lydopptak i intervjuet
- At opplysninger om meg publiseres slik at jeg kan gjenkjennes – i form av at bedriftsnavn oppgis i oppgaven (deltakere navngis ikke)

Jeg samtykker til at mine opplysninger behandles frem til prosjektet er avsluttet.

(Signert av prosjektdeltaker, dato)

10.2 Intervjuguide LP

Innledning

- Vi presenterer oss: navn, studie og studiested
 - Spør om lov til å benytte lydopptaker
-

Forteller kort om masteroppgaven og formålet.

- Formålet: Identifisere avgjørende faktorer i fundraisingen av norske venturekapitalfond, og undersøke hvordan det økende fokuset på ESG/bærekraft har innvirkning på investors beslutning om investering i norske venturefond, da det eksisterer lite forskning på dette området fra før.

Dette leder oss til problemstillingen:

- Problemstilling: *“Identifisering av avgjørende faktorer for fundraising av norske venturekapitalfond. Hvordan kan fokuset på ESG være en suksessfaktor?”*

Del 1: Informanten

- Kan du fortelle hvem du er?

Del 2: Generelt

- Hvilken type fond investerer dere i?
 - Såkorn, venture eller oppkjøp?
 - Begrenses investeringene til geografiske områder?
 - Foretrekker dere generaliserte eller spesialiserte fond?
- Dersom dere investerer i flere typer PE-fond, hvor stor andel går til VC-fond med ESG-mandat?
 - Hvor stor andel kapital går til risikoinvesteringer i VC-fond?
- Har dere måtte avslå fond i fundraising på bakgrunn av at dere har brukt opp denne andelen som kan plasseres i VC?
- Hvordan har etterspørselen etter kapital fra VC-fond i Norge utviklet seg?

Del 3: Holdninger og fokus på ESG

- Kan du si noe om holdningen deres til ESG?
 - Hvordan er holdningen til risiko rundt slike investeringer? Har dette endret seg med årene?
- Når opplever du at ESG ble satt på dagsorden hos dere?

- Hva er hovedmotivasjonen for å investere med fokus på ESG?
- Hvis man skal gå ut ifra ESG begrepet, opplever du mest fokus på E, S eller G?
- Er dere villige til å sette til side finansiell avkastning til fordel for ikke-finansiell påvirkning?
- Måler dere bærekraftsarbeidet?

Del 4: Investeringsbeslutning

- Kan du si noe om hvordan dere går frem når dere skal foretar en investeringsbeslutning?
- Hvordan jobber dere med ESG faktorer rundt investeringsbeslutningen?
 - Har dere noen kriterier som må oppfylles, og noe dere er spesielt skeptiske til når dere skal investere i et VC-fond?
 - Setter dere krav til investeringsobjektene? Evt. hvilke, og hvordan utformer disse seg?
- Hvordan mener du den generelle etterspørselen på kapital fra VC er?
- Hvordan har utviklingen være med tanke på interessen for å investere i fond med ESG-mandat hos dere?

Del 5: Track record og forhold til investeringsobjektene

- Hvordan stiller dere dere til et førstegangsfond generelt, og et førstegangsfond med ESG mandat?
- Investerer dere i førstegangsfond?
- Stiller dere krav til track record?
- Hvordan vil du beskrive forholdet mellom dere og VC?
- Opplever dere det enklere å gå inn med kapital i fond hos forvaltere dere har investert hos tidligere?

Avslutning:

- Har du noe du ønsker å tilføye omkring temaene vi har vært innpå nå?
- Har du noen spørsmål, eller noe som står uklart?

10.3 Intervjuguide GP

Innledning

- Vi presenterer oss: navn, studie og studiested
- Spør om lov til å benytte lydopptaker

Forteller kort om masteroppgaven og formålet.

- Formålet: Identifisere avgjørende faktorer i fundraisingen av norske venturekapitalfond, og undersøke hvordan det økende fokuset på ESG/bærekraft har innvirkning på investors beslutning om investering i norske venturefond, da det eksisterer lite forskning på dette området fra før.

Dette leder oss til problemstillingen:

- Problemstilling: *“Identifisering av avgjørende faktorer for fundraising av norske venturekapitalfond. Hvordan kan fokuset på ESG være en suksessfaktor?”*

Del 1: Informanten

- Kan du fortelle hvem du er?

Del 2: Generelt

- Kan du fortelle kort hvem din bedrift er, og hva dere gjør?
 - Kan du fortelle litt om investeringsstrategien deres?
 - Hvilken fase investerer dere i?
 - Har dere en spesiell investeringsfilosofi?

Del 3: Holdninger og fokus på ESG

- Kan du si noe om holdningen deres til ESG?
- Når opplever du at ESG ble satt på dagsorden hos dere?
- Hvor mange fond med ESG-mandat forvalter dere i dag?
 - Hvor stor andel av fondene deres utgjør dette?
- Hvis man skal gå ut ifra ESG begrepet, opplever du mest fokus på E, S eller G?
- Er dere villige til å sette til side finansiell avkastning til fordel for ikke-finansiell påvirkning?
- Hvor stor andel av selskapene dere investerer i lykkes?
 - Har dere observert om denne andelen er høyere eller lavere i ESG investeringer?

- Måler dere bærekraftsarbeidet?

Del 4: Fundraising

- Kan du si noe om hvordan dere går frem når dere skal innhente kapital til et fond?
 - Hvordan opplever dere investors risikovilje til fond med ESG-mandat?
- Hvordan har fokuset på ESG påvirket promoteringen av fondene deres?
- Hva opplever du er viktigst ved fundraising?
 - Hva viser seg å være suksessfaktorer for fundraising av deres fond?
- Hvordan mener du den generelle tilgangen på kapital til PE er om dagen?
 - Ser du da noe spesielt mønster i forhold til tilgangen på kapital til fond med ESG-mandat?
- Hvordan opplever du utviklingen av interessen for å investere i fond med ESG-mandat.
- Hvordan anser du at fokuset på ESG har påvirket fundraising?
- Hvor lang tid bruker dere vanligvis på fundraising til et fond?
- Hvor mange LP-er har dere i et typisk fond?
 - Hvor mange av disse har investert i fond hos dere tidligere (gjengangere)?
 - Har dere fått nye LP-er som følge av ESG-fokuset?

Del 5: Track record og forhold til investorene

- Når selskapet skulle reise sitt første fond (altså uten track record å vise til), hvordan opplevde dere tilgangen til kapital da?
- Er det noen investorer som stiller krav til track record?
 - Har dere noen gang blitt avslått på grunn av manglende track record?
- Hvor mange investorer har investert i fond hos dere tidligere (gjengangere)?
- Hvordan vil du beskrive forholdet mellom dere og investorene deres?
- Opplever dere at prosessen med å hente inn kapital fra tidligere investorer er lettere enn å kontakte nye som aldri har investert hos dere?

Avslutning:

- Har du noe du ønsker å tilføye omkring temaene vi har vært innpå nå?
- Har du noen spørsmål, eller noe som står uklart?

10.4 Intervjuguide bransjeforening

Innledning

- Vi presenterer oss: navn, studie og studiested
- Spør om lov til å benytte lydopptaker

Forteller kort om masteroppgaven og formålet.

- Formålet: Identifisere avgjørende faktorer i fundraisingen av norske venturekapitalfond, og undersøke hvordan det økende fokuset på ESG/bærekraft har innvirkning på investors beslutning om investering i norske venturefond, da det eksisterer lite forskning på dette området fra før.

Dette leder oss til problemstillingen:

- Problemstilling: *“Identifisering av avgjørende faktorer for fundraising av norske venturekapitalfond. Hvordan kan fokuset på ESG være en suksessfaktor?”*

Del 1: Informanten

- Kan du fortelle hvem du er?

Del 2: Generelt

- Kan du fortelle kort om NVCA, og hva dere gjør?

Del 3: Holdninger og fokus på ESG

- De siste årene har det blitt økt fokus på ESG, hvordan har dette påvirket bransjens arbeid?
 - Hvis man skal gå ut ifra ESG begrepet, ser du noe mønster i forhold til hvilken faktor av E, S og G som fokuset ligger mest på?
- Hvordan vil du beskrive utviklingen av VC-ers fokus på ESG?
 - Når vil du si fokuset på ESG ble satt på dagsordenen hos VC-er?
- Hvorfor tror du det har blitt et økt fokus på å investere med hensyn til ESG?
 - Opplever dere et press?
- Hvor mange VC-er som er medlem hos dere allokere kapital direkte til bærekrafts/ESG investeringer?
- Er det vanlig å måle bærekraftsarbeidet i PE-markedet?

Del 4: Fundraising

- Hvordan vil du beskrive utviklingen av innhenting av kapital til VC-fond med fokus på ESG?
 - Var det vanskelig å skaffe kapital i starten når fokuset på ESG var nokså nytt?
- Har dere fanget opp noe mønster i VC-ers fundraising - altså hvilke VC-er har lettere for å innhente kapital?
- Har dere som bransjeforening bemerket dere noen faktorer som er viktig ved fundraising?
- Hvordan mener du den generelle tilgangen på kapital til venture investeringer er om dagen?
 - Hvordan oppleves tilgangen på kapital til fond med ESG-mandat?
- Hvordan anser du at fokuset på ESG har påvirket fundraising?
- Hvem var det som begynte å stille krav til bærekraft/ESG fokus, var det dere eller investorene?

Avslutning

- Har du noe du ønsker å tilføye omkring temaene vi har vært innpå nå?
- Har du noen spørsmål, eller noe som står uklart?

10.5 Refleksjonsnotat 1

Tema: Internasjonalisering. Av Hedda Bjune Pedersen

Dette refleksjonsnotatet er skrevet som en obligatorisk del av masteravhandlingen i økonomi og administrasjon med spesialisering innen analytisk finans ved Handelshøyskolen på Universitetet i Agder (UiA). Masteravhandlingen er skrevet i samarbeid med Amalie Ørjansen, som også tar en master i analytisk finans. Gjennom dette semesteret har vi hatt en tett og god dialog hvor samarbeidet har gått utrolig bra. Det stilles flere krav for at studenter ved Handelshøyskolen UiA skal få sin masteravhandling godkjent. Studentene må kunne dokumentere minst to veiledningstimer med veileder, begge må være til stede for å presentere masteravhandlingen for veileder, og studentene må skrive et refleksjonsnotat basert på temaet «responsible» eller «international». Refleksjonsnotatet skal beskrive prosessen rundt arbeidet med masteravhandlingen og skal inneholde relevante emner vi har vært gjennom vår toårige mastergrad.

Som nevnt over baserer refleksjonsnotatet seg på to temaer. Valget bestemmes av studentens etternavn, som betyr at mitt refleksjonsnotat lander på «international». Akkumulert kunnskap fra hele masterstudiet skal trekkes inn og det skal diskuteres hvordan denne studien forholder seg til begrepet «international».

I dette refleksjonsnotatet skal jeg først gi en introduksjon til min masteravhandling før jeg identifiserer hvordan vår avhandling forholder seg til «internasjonale» trender, og diskutere konseptet i lys av emnet, forskningsspørsmål, diskusjon og konklusjon i masteravhandlingen.

Introduksjon til masteravhandlingen

Høsten 2021 hadde jeg et internship hos Skagerak Capital i Kristiansand. I den forbindelse fikk jeg sjansen til å få innsikt i venturekapitalbransjen, videre omtalt som VC. Både Amalie og jeg hadde en god stund snakket om at vi begge ønsket å skrive en masteravhandling som var rettet mot ESG. Sammen ble vi derfor enige om å skrive en avhandling basert på VC-bransjen. Vi ønsker å belyse problemstillingen fra både investor- og forvaltersiden. Dette gjør at vi kan avdekke hvilke faktorer hos fondsforvalterne som anses avgjørende ved innhenting av kapital. Med bakgrunn i et økende fokus på bærekraftig utvikling de siste årene, vil vi også undersøke

hvorvidt et sterke fokus på ESG i fondsforvaltningen forenkler fundraising. Dette har ført til følgende problemstilling:

Identifisering av avgjørende faktorer i fundraising av norske venturekapitalfond og klarlegging av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor.

Denne masteravhandlingen inneholder åtte kapitler. Kapittel 1 introduserer bakgrunnen for studien, problemstillingen, begrensninger for avhandlingen, metoden og strukturen. Videre i 2 gis en innføring i private equity (PE), og ESG, som legger grunnlaget for studien. I kapittel 3 presenteres tidligere forskning, før anvendt metode introduseres i kapittel 4. Deretter fremlegges våre funn i kapittel 5, som er grunnlaget for diskusjonen av funnene i kapittel 6. Avslutnings oppsummeres studiens funn, og problemstillingen besvares i kapittel 7, før forslag til videre forskning presenteres i kapittel 8.

Motivasjonen for studien vår baserer seg på at VC er et spennende og tilpasningsdyktig marked, og at det er gjort relativt lite forskning på i hvilken grad fokuset på ESG kan være en suksessfaktor for fundraising av norske VC-fond. Til å starte med fant vi det vanskelig å finne relevant litteratur rundt problemstillingen i vår studie. Sammensettingen av ESG, fundraising og VC-fond ga få relevante treff hos blant annet søkemotorene Google Scholar og JStor. Vi måtte derfor søke bredere for å selv se sammenhenger. Etterhvert som tiden gikk fikk vi øynene opp for flere artikler som var interessante. Samtidig som vi arbeidet med tidligere forskning, jobbet vi også i stor grad med å gi en innføring i PE- markedet og ESG i finansmarkedet. Går vi videre, så vi på hvilken metode som ofte blir brukt i forskning innen finans. Vi så fort at majoriteten av studiene benyttet seg av kvantitative data. I noen tilfeller benyttes også en miks av både kvantitativ og kvalitativ metode, men da er ofte den kvalitative metoden et supplement til den kvantitative analysen (Kaczynski et al., 2014). Dette gjorde det derfor interessant for oss å benytte oss kun av kvalitativ data for å identifisere avgjørende faktor for fundraising av norske VC-fond, og å gjøre et dypdykk av i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor. I tillegg supplerer vi finanslitteraturen med kvalitative data.

Som nevnt over baserer denne masteravhandlingen seg på kvalitative data hvor vi har brukt mye tid på å utforme spørsmål vi mente ga best svar til vårt forskningsspørsmål. Spørsmålene

bygger på antakelser fra tidligere forskning på feltet. Til anledningen har vi utarbeidet tre ulike intervjuduider for de tre utvalgene: (1) én til VC-selskapene, (2) én til GP-ene og (3) én til bransjeforeningen NVCA. I løpet av en to ukers periode gjennomførte vi alle intervjuene, transkriberte og lagde sammendrag som ble sendt tilbake til intervjuobjektene. Videre jobbet vi med å finne mønster i besvarelsene som kunne veilede oss et hakk nærmere et svar på problemstillingen. Det tok tid å organisere alle svarene, men når det først var gjort hadde vi god kontroll på hvilke deler som var relevante å bruke i diskusjonen. Funnene deles hovedsakelig opp i to kategorier: fundraisering og ESG, som også legger grunnlaget for diskusjonen. Til videre forskning stiller vi oss kritiske til vårt eget arbeid og legger til alle faktorer vi tenker kunne ha gjort annerledes eller bedres til en annen gang.

Identifisering og diskusjon av avhandlingens internasjonale trender

Internasjonal samhandel er en viktig forutsetning for økonomisk utvikling, og spesielt for den globale krisen som rammer alle verdens land. Denne studien identifiserer avgjørende faktorer i fundraiseringen av norske VC-fond og kartlegger i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor. Med det sagt står derfor ESG og bærekraft sentralt som internasjonale trender.

Private equity, videre omtalt som PE, er et amerikansk fenomen som skjøt fart i Europa på begynnelsen av 1990-tallet (Boquist & Dawson, 2004). Samtidig fikk teknologien sitt utspring som førte til at bransjen opplevde en boom, og nådde rekordnivåer på begynnelsen av 2000-tallet (Lerner et al., 2012, s. 9-10). Norges satsing i PE-markedet utviklet seg på bakgrunn av USA og dets internasjonale påvirkningskraft. Med det sagt, er bransjen preget av utstrakt bruk av engelske begreper som benyttes i den daglige talen. Dette gjør det enkelt for selskaper på tvers av landegrenser å samarbeide og forstå hverandre. Når det er sagt er ikke begrepsbruken i bransjen konsekvent. For eksempel brukes PE på engelsk som en samlebetegnelse på fondsinvesteringer i unoterte selskaper. Siden VC som regel inkluderes når kommersialiseringen av entreprenøren har startet, er det ikke uvanlig at internasjonaliseringen også starter på et tidlig tidspunkt i utviklingen av entreprenørens produkt (Kjærnes, 2006).

Teknologi vil også være en internasjonal trend denne studien finner relevant. Den globale integrasjonen av verden skjer i stor grad gjennom utvikling av informasjonsteknologi på tvers av landegrenser. I 2007 målte kommitert kapital i europeisk målestokk omtrent 694 mrd. NOK hvor omlag 9,2 prosent av total kommitert kapital ble innhentet øremerket for høyteknologiske

investeringer (Caselli, 2010, s.13). I det norske PE-markedet var også mye av oppmerksomheten rettet mot IKT. Satsingen på å gjøre bærekraftige teknologiske investeringer har utviklet seg i rekordfart det siste tiåret. De fleste ventureselskapene i Norge vektlegger at de mest suksessrike entreprenørselskapene vil være de som løser reelle problemer som verden står overfor i dag. Argentum (2017) poengterer at teknologi- og innovasjon investeringer har et stort potensial til å skape økonomisk vekst, ha en effektiv innvirkning og løse miljømessige utfordringer. Silicon Valley er et globalt knutepunkt for teknologisk innovasjon, og er kjent for det store antallet teknologiselskaper som har hovedkontor der. Regionen tiltrekker seg mye VC og er hjemsted for noen av verdens rikeste mennesker. Blant annet er Apple, Microsoft og Google kjente selskaper som utviklet sine produkter i Silicon Valley (Kohnstamm, u.å.; Silicon Valley Historical Association, u.å.-a, u.å.-b).

Økonomiens vekst har historisk sett gått på bekostning av miljøet og naturressursene i samfunnet. Noen økologiske økonomer mener at bærekraft bør defineres utelukkende basert på økologiske faktorer, og ikke menneskelige faktorer (Harris & Roach, 2017, p. 10). Det handler om å gjøre investeringer mer ansvarlige som reduserer karbonavtrykk, og som på andre måter prioriterer å bidra til den globale klimakrisen.

Ansvarlige investeringer er en investeringsstrategi som kombinerer finansiell og ikke-finansiell verdiskapning, og er en form for Socially Responsible Investments (SRI). Globale markedsstandarder som UN Global Compact og Principles for Responsible Investments (PRI) ble utviklet på starten av 2000-tallet, og hadde som formål å gjøre forretninger på bakgrunn av bærekrafts- og samfunnsansvar (PRI, u.å.). Det er lett og naturlig å tenke på bærekraft og finans som tydelige motsetninger, men ettersom responsen fra ulike initiativer (som SRI, PRI og UN Global Compact) på å etablere strategier for å integrere bærekraft i finansmarkedet har økt, har disse motsetningene blitt mindre og mindre. Det er en økende global interesse for ansvarlig investering, der institusjonelle investorer inkorporere ESG i deres investeringsprosesser (Brandon et al., 2021). I finansmarkedet jobbes det mer og mer med å få selskaper til å bli signatarer av de til ulike initiativene. Som medlem av et initiativ får selskapene forslag til hvordan ESG kan integreres i deres kapitalforvaltning. Det gjør det dermed lettere for investorer når de skal velge ut investeringsobjekter. Det er vanlig praksis å ekskludere selskaper som blant annet viser til dårlig ESG-profil. Derfor er det vesentlig for selskaper som trenger tilførsel av kapital å kontinuerlig være frempå når det gjelder ESG og bærekraft.

Bærekraftig finans har gått gjennom ulike stadier de siste tiårene, og fokuset har skiftet gradvis fra kortsiktig profitt til langsiktig verdiskapning (Schoenmaker, 2017, s. 9). Ledere innen ansvarlige investeringer bruker ESG-integrasjon for å beskytte verdi, og i økende grad, for verdiskapning (PwC, u.å.). FNs arbeid mot klima og miljø står sentralt i denne endringsprosessen. Den grønne overgangen av energisystemene krever enorme investeringer som må finansieres (PwC, 2021). FN har satt i gang reguleringer og verktøy som finanssektoren blir pålagt for å prioritere bærekraftige investeringer, som igjen skal allokere privat kapital til bærekraftige investeringer (Norsk Industri, u.å.). Finansmarkedet har en sentral posisjon i utviklingen av det grønne skiftet, dermed har også kapitalforvalterne et enormt ansvar når det kommer til hvilke bedrifter de ønsker å investere i, og hvilket fokus de har for å skape langsiktige verdier (NHO, u.å.). VC-selskapene investerer i start-ups som er i ulike faser av en livssyklus. Det er derfor viktig å at de bruker tid og ressurser på due diligence prosessen for å gjøre vellykkede investeringer som bidrar til en renere jordklode. Pengene som investeres hjelper entreprenørselskapene å ha mulighet til å utvikle sitt produkt. Dersom VC setter penger i et selskap som for eksempel er miljøforurensende et eller flere steder i verdikjeden, vil dette ha negativ effekt på allokeringen av kapitalen. Et regelverk som skal sørge for at dette ikke skjer er avsløring av bærekraftige investeringer for institusjonelle investorer, noe Europaparlamentet og EU-landene enige om i 2019. Det kreves at kapitalforvaltere integrerer ESG-faktorer i sine investeringsbeslutninger, samtidig som de må avslører hvordan de gjør det (Davis, 2019, p. 49).

Den økende fremtreden av ESG reflekterer en bredere «bærekraftig transformasjon». Som en del av denne overgangen inkluderer ESG-temaene klimarisiko, netto nullutslipp og mangfold og inkludering. Noen mener det er mest fokus på klima og miljø (E) fordi de sosiale forholdene (S) og selskapsstyring (G) allerede er på plass. Andre vil argumentere for at European Green Deal har en fot inni bilde, som sier at Europa skal være klimanøytralt innen 2050 (Regjeringen, 2021), og at det derfor er et så stort fokus på klima og miljø (E) per dags dato. COVID-19 kan derimot vise til et stort fokus rundt sosiale og helsemessige ulikheter, spesielt i perioden hvor hjemmekontor dominerte arbeidshverdagen. Likevel er det viktig i bransjen å ha en compliance-tilnærming til ESG-begrepet. Det er ikke sånn at så lenge de fokuserer på én av faktorene i ESG, så trenger de ikke å ta hensyn til de resterende faktorene. Det er heller oppskriften på en fiasko, og som aldri vil være levedyktig i fremtiden.

Megatrender og økonomiske endringer har mange ganger opphav fra stormakter, hvor land som Norge i stor grad vil merke konsekvensene. Det betyr at VC må holde seg oppdatert på internasjonale trender som for eksempel pandemien, bærekraftsutfordringene og ressursknapphet. Derfor er det viktig å bruke tid på å holde seg oppdatert på det internasjonale markedet angående megatrender, og mikro- og makroøkonomiske endringer. Dette er endringer som i stor grad påvirker driften for å gjøre gode investeringer, som videre potensielt gir god finansiell- og ikke-finansiell avkastning.

VC har en langsiktig investeringshorisont på normalt 10 år om gangen, men det er ikke unormalt å ha en varighet på opp til 15 år heller, avhengig av hvilken fase det er snakk om. Dersom VC ikke er tilpasningsdyktige i markedet, vil de heller ikke ha en langsiktig levedyktighet. En grunn til hvorfor venture ikke vil overleve dersom de ikke klarer å identifisere risiko og muligheter, er investorene. Dersom VC ikke klarer å vise god avkastning, vil de ha problemer med å innhente kapital fra tidligere investorer. Det vil gjøre det enda vanskeligere å innhente kapital fra nye investorer, både nasjonale og internasjonale, dersom de har dårlige resultater å vise til, da track record er noe av det første investorer ser på når de gjør en due dilligence.

Referanseliste

- Argentum. (2017, 28. april). *Kapital i venturemarkedet*. Hentet 30. mai 2022 fra <https://argentum.no/nb/?s=venture+i+kapitalmarkedet>
- Boquist, A. & Dawson, J. (2004). U.S. Venture Capital in Europe in the 1980s and the 1990s. *The Journal of Private Equity*, 8(1), 39-54. <https://www.jstor.org/stable/43503396>
- Brandon, R. G., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P. & Steffen, T. (2021). Do Responsible Investors Invest Responsibly? https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/gibsonbrandonglossnerkruegermatossteffenfinal_1.pdf
- Kaczynski, D., Salmons, M. & Smith, T. (2014). Qualitative research in finance. *Australian Journal of Management*, 39(1), 127-135. <https://doi.org/10.1177/0312896212469611>
- Kjærnes, J. (2006). Betydningen av private equity fra et samfunnsmessig ståsted. 11-17. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2006-02-02>
- Kohnstamm, T. (u.å.). *A Watershed Moment*. Microsoft. <https://news.microsoft.com/stories/microsoft-silicon-valley/>
- NHO. (u.å.). *EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans*. Hentet 27. mars 2022 fra <https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/>
- Norsk Industri. (u.å.). *Posisjonsnotat - bærekraftig finans (taksonomi)*. https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/horinger-og-notater/okt_2020_posisjonsnotat-barekraftig_finans.pdf
- PRI. (u.å.). *What is responsible investment? Principles for Responsible Investment*, <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>
- PwC. (2021). *EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans*. PwC. <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/eus-taksonomi-for-barekraftig-finans.html>
- PwC. (u.å.). *Why should Venture Capital investors embed ESG?* Hentet 5. mars 2022 fra <https://www.pwc.co.uk/who-we-are/regional-sites/london/insights/why-venture-capital-investors-embed-esg.html>

Regjeringen. (2021, 03.oktober). *Etikk i forskningen*. Regjeringen. Hentet 11. april fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/forskning/innsiktsartikler/etikk-i-forskningen/id2000710/>

Schoemaker, D. (2017). *From Risk to Opportunity: A Framework for Sustainable Finance*. Rotterdam School of Management, Erasmus University.

Silicon Valley Historical Association. (u.å.-a). *Apple Computer*. <https://www.siliconvalleyhistorical.org/apple-computer-history>

Silicon Valley Historical Association. (u.å.-b). *Google*. <https://www.siliconvalleyhistorical.org/google-history>

10.6 Refleksjonsnotat 2

Tema: Internasjonalisering. Av Amalie Ørjansen

Temaet for dette refleksjonsnotatet er internasjonalisering. Jeg vil starte med å introdusere masteravhandlingen med dens forskningsmetode og hovedfunn. Videre vil jeg plassere private equity-markedet i internasjonal sammenheng, og peke på utviklingen fra nasjonale begrensninger til globale muligheter. Deretter presenteres den internasjonale trenden rundt fokuset på klima og miljø, sosiale- og forretningsetiske forhold sin rolle for investorer i private equity-markedet ved investeringsbeslutninger. Det vil også trekkes linjer mot avhandlingens funn. Avslutningsvis reflekteres det over den teknologiske utviklingen som trend, og hvordan dette gjenspeiles i private equity-markedet.

Oppsummering av masteroppgaven

Norsk venturekapitalforenings (NVCA) aktivitetsanalyse for 2021 viser at norske private equity-fond, heretter omtalt som PE-fond, har hatt rekordhøy investeringsaktivitet i året som har gått. Total fundraising har tilført PE-markedet 34,4 mrd. NOK, og 11,4 mrd. av disse er reist av venturekapitalfond, heretter omtalt som VC-fond (Albertsen et al., 2022). PE-markedet deles inn i tre grupperinger av fond, nemlig såkorn-, venture- og oppkjøpsfond (Norsk Venturekapitalforening, 2005). I løpet av året som har gått har også EU innført, eller gjort markedet oppmerksom på kommende regelverk som gjør at fokuset på klima og miljø, sosiale- og forretningsetiske forhold, heretter benevnt ved ESG, har måtte skjerpes betraktelig. (PWC, u.å.-b). Studien vår identifiserer hvilke faktorer som anses avgjørende i fundraising av norske venturekapitalfond, og i hvilken grad ESG kan være en suksessfaktor.

For å besvare avhandlingens problemstilling har vi benyttet et utvalg bestående av tre grupperinger: Investorene VC-fond, VC-selskaper og bransjeforeningen NVCA. I det følgende vil gjerne investorene også bli omtalt som limited partners (LP), og fondsforvalterne som general partners (GP). I tillegg til GP-ene har vi også intervjuet bransjeforeningen for å et bredere innblikk i forvaltersiden av bransjen, og ikke bare de konkrete VC-fondene som deltar. Ved bestemmelse av utvalget har vi foretatt et vurderingsutvalg, noe som vil si at informantene er håndplukket basert på deres kunnskaper og erfaringer (Gripsrud et al., 2016, s. 176). Ved hjelp av semistrukturerte individuelle dybdeintervjuer gir informantene oss innsikt i bransjens oppfattelse av hvilke faktorer som anses avgjørende i fundraising, og hvordan ESG har

innvirkning på denne prosessen. Det er med andre ord informantenes egne erfaringer og oppfattelser som er av interesse for studien.

Studiens funn viser til faktorer som en sterk track record, en attraktiv strategi og et bredt nettverk som avgjørende i hvorvidt et VC-fond lykkes i fundraising. Å lykkes i fundraising vil si at fondet klarer å innhente tilstrekkelig med kapital til å starte investeringer i porteføljeselskaper. Funnene antyder videre at ESG har gått fra å representere et konkurransefortrinn til å bli en hygienefaktor i norske VC-fond. Det vil si at det antas at ESG er implementert i de fleste fond, og at det ikke lenger er noen som skiller seg ut med å ha ekstra fokus på dette. På bakgrunn av denne utviklingen vil det å være ESG-compliant ikke regnes som noe suksessfaktor i fundraising. Å være compliant vil si å være i samsvar med eksisterende å kommende regelverk i forbindelse med ESG (Eide, u.å.). Derimot vil det å ikke være compliant føre til at fondet og fondsforvalterne utelukkes som investeringsobjekter hos investorene. Avslutningsvis kan det se ut som det å øke ESG-fokuset ytterligere er foretrukket av LP-ene. Selv om ikke studiens resultater kan generaliseres er det flere punkter som kan tolkes i den retning av at et ESG-fokus i større grad enn compliance vil være en suksessfaktor i fundraising av norske VC-fond.

PE-markedet strekker seg over landegrensene

Med bakgrunn i refleksjonsnotatets tema internasjonalisering vil jeg i det følgende knytte opp PE-markedet i internasjonal sammenheng, og se på hvordan nasjonale PE-markeder har, og fortsatt gjennomgår, en internasjonaliseringsprosess. Avslutningsvis vil jeg påpeke noen utfordringer ved internasjonalisering av dette markedet.

Investeringer gjennomført av PE-fond, spesielt innenfor VC-bransjen, har i alle år begrenset seg til å være innenfor fondets landegrens. Mot slutten av 1990-tallet begynte fondsinvesteringene derimot å gå fra å operere på nasjonal basis til å strekke seg over landegrensene. (Aizenman & Kendall, 2008). Det samme gjelder også fundraisingsprosessen. Aizenman & Kendall (2008) finner faktorer som human kapital, bedriftsmiljø, mengde militære utgifter og gode finansielle markeder til å være påvirkende i hvorvidt landet evner å tiltrekke utenlandske investorer. Schertler & Tykvová (2011) tilføyer i denne sammenheng faktorer ved landet, hvor PE-fondet tilhører, som driver for internasjonale investeringer. De finner at faktorer som sterk nasjonal vekst fører til at fondsforvalterne foretrekker å investere innenlands. Videre vil også et utviklet aksjemarked føre til økte investeringer generelt, både

innenlands og utenlands. Videre i artikkelen til Aizenman & Kendall (2008) konkluderes det med at internasjonaliseringen av PE er en pågående prosess. Slik det fremkommer av masteravhandlingens datainnsamling vil internasjonaliseringen fortsatt anses pågående i dag. Studiens VC-fond kan begge informere om at majoriteten av investorene i deres fond er norske. I tillegg tilføyer en av dem at de ved neste fundraising vil rette seg ytterligere mot utlandet, og gir inntrykk av at dette er mer krevende enn å innhente kapital fra norske LP-er. En internasjonalisering av PE-markedet krever i økende grad samhandling og integrasjon mellom landene.

Ifølge Dixit & Jayaraman (2001) står internasjonaliseringen av PE-markeder ovenfor flere utfordringer. Blant dem nevnes ulikheter i PE-markeder basert på landsbasis. Markedenes ulike utforming begrunnes blant annet ved ulike juridiske og økonomiske systemer. Selve organiseringen av limited partnerships, altså struktureringen av partnerskapet mellom investor og fondsforvalter i PE-markedet, har i de fleste land utspring fra den amerikanske organiseringen. Årsaken til dette er at USA er bransjens opphavsland. For å oppnå ytterligere internasjonalisering av PE vil det derfor være hensiktsmessig at organiseringen av disse partnerskapene er relativt lik på global basis. Det vil derimot være av interesse for hvert enkelt land å sørge for at kapitalen også forvaltes nasjonalt, og må derfor være praktisk tilpasset fondets operasjonsland (Norsk Venturekapitalforening, 2005).

Økende fokus på ESG

I henhold til retningslinjene for refleksjonsnotatet skal vi presentere internasjonale krefter og trender, og koble disse opp mot oppgavens relevans. En trend defineres som hovedretningen for en utvikling, og det vil derfor være rimelig å si at ESG fremstår som en internasjonal trend da vi er avhengig av en utvikling i denne retningen (Stoltz, 2018). Ikke overraskende har også denne trenden nådd PE-markedet, og funnene fra masteravhandlingen viser til at tilnærmingen til investeringer er godt integrert og omfavnet i dette markedet. I det følgende vil jeg starte med å sette PE-markedet i et perspektiv hvorpå denne typen kapital anses avgjørende for at verden skal lykkes med det grønne skiftet. Avslutningsvis vil jeg trekke linjer mot studiens funn.

FNs første konferanse om klima og miljø ble holdt allerede i 1972, og siden den har fokuset mot det grønne skiftet bare økt (Harris & Roach, 2018, s. 3). Stockholm Resilience Centre (u.å.) presenterte planetens ni tålegrenser («planetary boundaries») tilbake i 2009, hvorpå

forskerne argumenterer for ulike grenser som gjør det mulig for menneskelig liv vokse på planeten. Av Rockström et al. (2009) sin rapport fremkommer det at blant annet grensen for klimaforandringer allerede er krysset. Det er med andre ord ingen hemmelighet at verden står ovenfor sin tids største utfordring.

For å oppnå endringene det grønne skiftet krever, er vi avhengige av nyskapende bedrifter som kan etablere nødvendige løsninger. Vi er derfor avhengig av å etablere gode entreprenørvirksomheter verden over. Det er dessverre slik at mange entreprenørvirksomheter opplever det utfordrende å oppnå finansiering, da investor anser slike investeringer som særs risikofylte (Lerner et al., 2012, s. 5). I denne sammenheng spiller derfor PE en stor rolle i verdensomstillingen. PE-fond reiser kapital fra ulike investorer, både statlige og private, og tilfører selskaper på det unoterte markedet kapital. Fondene tar aktivt eierskap i porteføljeselskapet, og bidrar både med kapital, kunnskap og nettverk i selskapets vekstfase. Det er dog avgjørende at fondsforvalterne velger å finansiere de «riktige» tidligfase-selskapene.

På veien mot, og i det grønne skiftet har det blitt utviklet en rekke rammeverk for å lede blant annet organisasjoner og investorer på veien. Det mest brukte begrepet i arbeidet mot det grønne skifte per i dag er ESG, en engelsk forkortelse for de ikke-finansielle grunnpilarene environmental, social og governance. En organisasjon måles langs disse dimensjonene, og benytter dette til blant annet risikostyring og fremtidsutsikter (PWC, u.å.-a). Fra en investors ståsted vil disse faktorene benyttes i beslutningsprosessen om hvor plasseringene av kapital skal foregå. I et PE-marked eksisterer det to ledd av investorer: GP-er som investerer i ulike entreprenører, heretter omtalt som porteføljeselskaper, og LP-er som går inn med kapital i VC-fond.

Masteravhandlingen kartlegger i hvilken grad VC-fonds ESG-fokus kan virke som en suksessfaktor i fundraising av norske VC-fond. Funnene viser til at det er flere faktorer som er avgjørende for hvorvidt GP-ens fundraising lykkes. Blant dem finner vi track record, strategi og nettverk. Som nevnt i oppsummeringen av masteravhandlingen ser det ut til at ESG i PE-markedet har gått fra å være et konkurransefortrinn noen få dro nytte av, til å bli en hygienefaktor alle fond anses å måtte ha integrert i sin forvaltning for å kunne innhente kapital fra LP-er. Med andre ord er press fra LP-er en av pådriverne for ESG, som gjør at PE-markedet omfavner den internasjonale trenden (Grimsby et al., 2019; PWC, u.å.-c). I internasjonal

sammenheng finner Barber et al. (2021) at det foreligger større interesse for ESG hos europeiske investorer enn hva det gjør i resten av verden.

Teknologisk utvikling

Vi lever i verden som kontinuerlig gjennomgår industriell revolusjon. Utviklingen har tatt oss fra håndverk til industriproduksjon, fra hest og kjerre til jernbane og dampskip. Den har brakt elektrisitet på banen, og gjort det mulig med datautvikling hvor det skapes roboter og kunstig intelligens. Verden beveger seg stadig i retning av automatisering og digitalisering (Sundstrøm, 2019). Det vil med andre ord være rimelig å si at det er nettopp teknologien som skal bygge fremtiden vår.

Den internasjonale trenden teknologi og teknologisk utvikling kan kobles til masteravhandlingen på flere ulike måter, jeg vil i det følgende presentere noen av tilnærmingene. For det første er det i økende grad krav til bruk og rapportering av bruk av ESG i all virksomhet. Det vil derfor være hensiktsmessig å utnytte teknologien i ytterste grad til utvikling av teknologisk analyseverktøy som kan bistå VC-fond i ESG-vurderinger av ulike porteføljeselskaper. En annen måte teknologi har påvirket PE-markedets interne arbeid er ved overgangen fra at fysiske møter og reiser ble ansett høyst nødvendig, til at både investeringsbeslutninger og fundraisingsprosessen gjennomføres digitalt (David, 2021). Den hybride arbeidsmodellen i seg selv kan anses som en trend, da dette er noe som har påvirket virksomheter verden over etter at COVID-19 pandemien meldte sine første smittetilfeller i 2019. I utgangspunktet var dette en endring som ble innført for å kunne gjennomføre arbeidshverdager under pandemien, men det er mye som tyder på at dette er en arbeidsmåte mange kommer til å beholde i fremtiden.

Videre vil jeg påpeke hvor fremtredende teknologisk tematiske investeringer er i PE-markedet, og har vært de siste årene. Det fremkommer nemlig av en europeisk undersøkelse at mange investeringer går til dette investeringsuniverset, og at det anses som de mest attraktive investeringene blant fondsforvaltere i PE-markedet (Krantz et al., 2021, s. 5). Det at investeringer i teknologi er i vinden for tiden fremkommer også av masteravhandlingens datainnsamling, da flere av informantene foretar investeringer rettet mot teknologi. Investeringene i teknologi løper fra generelle enkeltinvesteringer i teknologi, til at de har et spesialisert fond med teknologi som mandat. Andre strekker det enda lenger og omfavner ESG i tillegg. Med andre ord foretar investeringer i teknologi spesifikt rettet mot ESG. Dermed kan

den internasjonale trenden med teknologi, og teknologisk utvikling også kobles opp mot arbeidet i retning av det grønne skiftet.

Slik det fremkommer av FNs bærekraftsmål er vi avhengig av teknologisk utvikling for å oppnå dem (FN, 2022). Som beskrevet under «Økende fokus på ESG» finansierer ofte PE entreprenørvirksomheter, noe som setter aktørene i en unik posisjon til å «selektere og skalere nyskapende idéer og teknologi» (Grimsby et al., 2019, s. 3). Digitalisering og teknologi kan føre til økonomiske besparelser, og føre til uforutsette løsninger. I litteraturen påpekes det dog at en avgjørende faktor for selskaper som lykkes med å utnytte teknologi er at dette er et fokus helt fra selskapets begynnelse. Teknologi må anses som et hjelpemiddel som kan føre til raskere vekst og utvikling (Close et al., 2021).

Oppsummering

I dette refleksjonsnotatet har det blitt reflektert over internasjonalisering i sammenheng med masteravhandlingens analyseenheter og funn. Jeg har presentert PE-markedet i internasjonal sammenheng med utgangspunkt i hvorvidt investeringer og kapitalinnhenting skjer på tvers av landegrensler. Det er mye som tyder på at PE-markedet har en pågående internasjonalisering, og at norske aktører begynner å vende blikket ut i verden. Videre beskrev jeg ESG som en internasjonal trend, og det reflekterte over hvordan VC-fond med sin posisjon i porteføljeselskaper kan dra nytte av dimensjonene E, S og G tilfører investeringsbeslutningen for å bidra til det grønne skiftet. Avslutningsvis fremstilte jeg teknologi og teknologisk utvikling som en internasjonal trend som både påvirker PE-markedets interne arbeid, men som også blir ansett som et av de mest attraktive investeringsuniversene blant fondsforvaltere. Det er tross alt i teknologien fremtiden ligger.

Referanseliste

- Aizenman, J. & Kendall, J. (2008). *The Internationalization of Venture Capital and Private Equity*. National Bureau of Economic Research.
<https://www.nber.org/papers/w14344>
- Albertsen, M. O., Johnsen, P. F. F. & Grimsby, G. (2022). *Private Equity Funds in Norway. Activity report 2021* (Menon-report no. 39/2022). Menon Economics.
<https://nvca.no/wp-content/uploads/2022/04/Private-Equity-Funds-in-Norway-2021-revidert.pdf>
- Barber, B. M., Morse, A. & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>
- Close, K., Faure, N. & Hutchinson, R. (2021). *How Tech Offers a Faster Path to Sustainability*. BCG. Hentet 9. mai 2022 fra
<https://www.bcg.com/publications/2021/how-technology-helps-sustainability-initiatives>
- David, E. (2021, 1. november). *VCJ 50: Fundraising spikes in a virtual world*. Venture Capital Journal. Hentet 29. mars 2022 fra <https://www.venturecapitaljournal.com/vcj-50-fundraising-spikes-in-a-virtual-world/>
- Dixit, A. & Jayaraman, N. (2001). Internationalization Strategies of Private Equity Firms. *The Journal of Private Equity*, 5(1), 40-54.
https://www.jstor.org/stable/pdf/43503281.pdf?refreqid=excelsior%3A8106b0ab70ba9be0dd0cbf38350f8aed&ab_segments=&origin=&acceptTC=1
- Eide, E. N. (u.å.). *ESG og compliance*. Næringsliv Norge. Hentet 25. mai 2022 fra
<https://www.xn--nringslivnorge-0ib.no/fremtidens-industri/esg-og-compliance/>
- FN. (2022). *FNs bærekraftsmål*. FN-Sambandet. <https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal>
- Grimsby, G., Lind, L. H. & Johnsen, P. F. F. (2019). *Private Equity - En motor for bærekraftig utvikling?* (Menon-publikasjon nr. XX/2019). Menon Economics.
<https://nvca.no/wp-content/uploads/2020/10/Baerekraft-i-Private-Equity.pdf>
- Gripsrud, G., Olsson, U. H. & Silkoset, R. (2016). *Metode og dataanalyse. Beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP, Excel og SPSS* (3. utg.). Cappelen Damm Akademisk.

- Harris, J. M. & Roach, B. (2018). *Environmental and Natural Resource Economics. A contemporary Approach* (4. utg.). Routledge.
- Krantz, J., Picq, G. & Fagerlund, J. (2021). *The insight: how Europe's private equity industry is anchoring long-term investors*. Invest Europe.
https://www.investeurope.eu/media/4596/2021_arthurlittle_invest_europe_survey_white-paper_final.pdf
- Lerner, J., Leamon, A. & Hardyman, F. (2012). *Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship: The power of active investing*. John Wiley & Sons, Inc.
- Norsk Venturekapitalforening. (2005). *Høringsuttalelse - Forslag om regulering av «spesialfond»*. Regjeringen.
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/hdk/2005/0002/ddd/pdfv/244153-190405_spesialfond_norsk_venturekapitalforvaltning.pdf
- PWC. (u.å.-a). *Hva er ESG?* Hentet 7. mai 2022 fra <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/hva-er-esg.html>
- PWC. (u.å.-b). *Private Equity Trend Report 2022*. PWC. Hentet 9. mai 2022 fra <https://www.pwc.de/en/private-equity/private-equity-trend-report.html>
- PWC. (u.å.-c). *Why should Venture Capital investors embed ESG?* Hentet 23. april 2022 fra https://www.pwc.co.uk/who-we-are/regional-sites/london/insights/why-venture-capital-investors-embed-esg.html?fbclid=IwAR3VBm38LiJI7JNteyPSP_gr1yCdNt62XJ8SQaPEBoGA3eQ-7QuAmKZIUWc
- Rockström, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, Å., Chapin, F. S., Lambin, E. F., Lenton, T. M., Scheffer, M., Folke, C., Schellnhuber, H. J., Nykvist, B., Wit, C. A., Hughes, T., van der Leeuw, S., Rodhe, H., Sörlin, S., Snyder, P. K., Costanza, R., Svedin, U., ... Foley, J. A. (2009). A safe operating space for humanity. *Nature*, (461), 472–475.
<https://doi.org/10.1038/461472a>
- Schertler, A. & Tykvová, T. (2011). Venture capital and internationalization. *International Business Review*, 20(4), 423-439. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2010.07.009>

Stockholm Resilience Centre. (u.å.). *The nine planetary boundaries*. Hentet 24. april 2022 fra <https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries/planetary-boundaries/about-the-research/the-nine-planetary-boundaries.html>

Stoltz, G. (2018, 20. februar). Trend. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/trend>

Sundstrøm, K. (2019). *Den fjerde industrielle revolusjon*. NDLA. Hentet 9. mai 2022 fra <https://ndla.no/nb/subject:1:fb6ad516-0108-4059-acc3-3c5f13f49368/topic:1:f77c8919-a904-41b3-88a4-34281c13627c/topic:1:c0686776-6857-4ee6-b25e-e1e385309570/resource:1:197529>