



Universitetet
i Stavanger

DET TEKNISK-NATURVITENSKAPELIGE FAKULTET

MASTEROPPGAVE

Studieprogram / spesialisering:

Industriell økonomi / Investering og finans

Vårsemesteret, 2021

Åpen

Forfattere: Christoffer Sandberg & Torkjell O. Flatland

Veileder: Kristin Engh

Tittel:

Insentiver for miljøvennlige og bærekraftige investeringer – hvilke kriterier har betydning for investorenes investeringsbeslutninger?

Engelsk tittel:

Incentives for sustainable investments – which criteria are of importance to investors' investment decisions?

Studiepoeng: 30

Emneord:

Miljøteknologi
Venturekapital
Private Equity
Risikokapital
Verdsettelse
Bærekraft
Risiko
Etikk

Sidetall: 74

Vedlegg/annet: 19

Stavanger, 13.06.2021

Masteroppgave
Industriell økonomi



**Universitetet
i Stavanger**

Insentiver for miljøvennlige og bærekraftige investeringer –
Hvilke kriterier har betydning for investorenes
investeringsbeslutninger?

Christoffer Sandberg

Torkjell O. Flatland

Vår 2021

Forord

Denne masteroppgaven er vårt avsluttende arbeid etter endt utdanning innenfor industriell økonomi ved Universitet i Stavanger. Avhandlingen er et produkt av godt samarbeid mellom forfatterne gjennom seks lærerike måneder. Hensikten med denne avhandlingen er å skape forståelse for vurderinger som gjøres av norske investorer i risikokapitalmarkedet i forbindelse med miljø- og bærekraftsinvesteringer.

Vi ønsker først og fremst å takke vår veileder, Kristin Engh, for god veiledning, motiverende samtaler og oppfølging gjennom hele prosessen. Videre ønsker vi å takke Norwegian Energy Solutions, spesielt Kirsti Sømme, for inspirasjon til problemstilling samt fasilitering av kommunikasjon med relevante aktører. Vi ønsker samtidig å takke seniorforsker hos NORCE, Atle Blomgren, for kunnskapsutveksling innenfor bærekraftig finans.

Til slutt vil vi uttrykke vår takknemlighet til alle informantene som deltok i intervjuene. Uten deres deling av bransjeinnsikt, kunnskap og refleksjoner ville ikke undersøkelsen vært mulig å gjennomføre.

Sammendrag

Miljøvennlige og bærekraftige investeringer søker å skape finansiell avkastning på produkter eller teknologi som bidrar til en mer bærekraftig fremtid. Dette segmentet av investeringer er relativt nytt og har fått økt fokus de siste 15 årene. Venturekapital har en avgjørende rolle i finansieringen av vekstbedrifter i tidlig fase som kan være en viktig del av det grønne skiftet. Derfor undersøker denne avhandlingen hvilke forhold som har betydning for norske investeringsfond innenfor miljø og bærekraft. Kategoriene det er blitt tatt utgangspunkt i er risiko, verdsettelse og etikk. Det ble gjennomført en kvalitativ studie ved å intervju representanter fra fire private og fire offentlige investeringsselskap, samt to gründere. Disse analysene bidrar til å forstå evalueringsprosessen samt karakteristikker og utfordringer knyttet til miljøvennlige og bærekraftige investeringer gjort av venturekapitalister. Dette tilfører forskningsområdet tilknyttet bærekraftig entreprenørskap og finans ny innsikt, ved å identifisere kriterier og mekanismer i evalueringen av bærekraftige selskaper.

Avhandlingens empiri viser tydelig at underdimensjoner av markedsrisiko som produktets grad av etterspørsel, markedets modenhet og regulatoriske forhold er sentrale for investorene innenfor miljø og bærekraft. I tillegg viser studien at teknologisk risiko og humankapital har ulik betydning avhengig av type investeringsfond. Videre observeres det at asymmetrisk informasjon er av mindre betydning for investorene enn hva litteraturen kan gi inntrykk av. Undersøkelsen gjør også tydelige funn av subjektive vurderinger i forbindelse med verdsettelsesprosessen. Funnene tilknyttet etikk viser at private investorer forholder seg svært ulikt til etiske investeringer. Investorene merker økt press fra interessenter om bærekraftige investeringer og posisjonerer seg for å imøtekomme EU taksonomien som regulerer bærekraftig finans.

Abstract

Environmentally friendly and sustainable investments are seeking financial return on developing products and technology that contribute to solving the climate crisis. This segment of investments is relatively new and has gained increased attention the last 15 years. Venture capital has a crucial role in funding ventures that can be instrumental to the transition towards a greener economy. This thesis seeks to understand which considerations are being made by Norwegian venture capital funds when making environmentally friendly and sustainable investments. The thesis focuses on considerations surrounding risk, valuation and ethics. A qualitative study was applied by interviewing representatives from four private and four governmentally owned investment firms and supplemented by two entrepreneurs. These analyses contribute to understanding the evaluation process, together with the characteristics and challenges related to sustainable investments made by venture capitalists. This adds new insight to the field of sustainable investment finance by identifying criteria and mechanisms in the process of sustainable investing.

The empirical findings show that the subdimensions of market risk as product demand, market maturity and regulatory conditions are essential to investors. This thesis also shows that technology risk and human capital has different significance depending on the investment stage of the fund. It is also observed that asymmetric information is less relevant than what the literature indicates. The analyses also find the use of subjective judgements in the process of valuation. Findings pertaining to ethics show that private investors consider ethical investments differently. The investors sense an increase in stakeholder pressure and position themselves to adapt to the EU taxonomy that regulates sustainable finance.

Innholdsfortegnelse

Forord	i
Sammendrag	ii
Abstract	iii
1. Introduksjon	1
1.1. Bakgrunn	2
1.2. Problemformulering og forskningsspørsmål.....	3
1.3. Avgrensninger og definisjoner	4
1.4. Oppgavens struktur	5
2. Teori	6
2.1. Finansiering av vekstbedrifter	6
2.1.1. Profesjonell risikokapital	7
2.2. Miljøvennlige og bærekraftige investeringer	8
2.2.1. Risiko	10
2.2.1.1. Asymmetrisk informasjon.....	10
2.2.1.2. Teknologisk risiko	11
2.2.1.3. Humankapital.....	12
2.2.1.4. Markedsrisiko	14
2.2.1.5. Oppsummering.....	16
2.2.2. Verdsettelse	17
2.2.2.1. Metoder for verdsettelse.....	18
2.2.2.2. Erfaring og intuisjon	19
2.2.2.3. Oppsummering.....	19
2.2.3. Etikk.....	20
2.2.3.1. Bedriftenes samfunnsansvar	21
2.2.3.2. Sosialt ansvarlig investering	22
2.2.3.3. Måling av etiske og bærekraftige faktorer	23
2.2.3.4. Etiske investeringer	24
2.2.3.5. Strategier for etiske investeringer	24
2.2.3.6. Motivasjon og drivere	25
2.2.3.7. Oppsummering.....	25
3. Metode	26
3.1. Forskningsprosess	26
3.2. Forskningsfilosofi	27
3.3. Utvikling av teori	28
3.4. Forskningsstrategi	29

3.4.1.	Begrensninger ved valg av metode	30
3.5.	Datainnsamling	31
3.6.	Intervjuer	33
3.7.	Analyse av data	34
3.8.	Validitet og reliabilitet	35
3.8.1.	Validitet	35
3.8.2.	Reliabilitet	36
3.8.3.	Kvalitet på studien	37
4.	Analyse og diskusjon	38
4.1.	Risiko	38
4.1.1.	Betydningen av markedsrisiko	38
4.1.2.	Betydningen av teknologisk risiko	41
4.1.3.	Betydningen av humankapital	44
4.1.4.	Betydningen av informasjonsasymmetri	48
4.1.5.	Oppsummering	51
4.2.	Verdsettelse	53
4.2.1.	Investorenes beregningsverktøy	54
4.2.2.	Erfaring og intuisjon	55
4.2.3.	Fremgangsmåte for verdsettelse	57
4.2.4.	Oppsummering	59
4.3.	Etikk	60
4.3.1.	Motivasjon for etiske investeringer	60
4.3.2.	Bærekraftige investeringer	63
4.3.3.	Grønnvasking	67
4.3.4.	Oppsummering	69
5.	Konklusjon	71
5.1.	Videre forskning	74
	Referanseliste	75
	Vedlegg	84

Figurer og tabeller

Figur 1 – Oppgavens struktur	5
Figur 2 – Faktorer til hindrer for vekstbedrifter i Norge	14
Figur 3 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor markedsrisiko.....	41
Figur 4 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor teknologisk risiko	44
Figur 5 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor humankapital	47
Figur 6 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor informasjonsasymmetri...50	50
Figur 7 – Oppsummering av viktige risikovurderinger	51
Figur 8 – Fremgangsmåte for verdsettelse blant risikokapitalinvestorer	57
Tabell 1 – Oversikt over intervjuede investorer	32
Tabell 2 – Oversikt over intervjuede gründere.....	32
Tabell 3 – Analyseprosessen	34
Tabell 4 – Prosedyre for kvalitetssikring	37
Tabell 5 – Oversikt over motivasjon for investering	60
Tabell 6 – Respons fra private investorer angående motivasjon	61
Tabell 7 – Respons fra statlige investorer angående motivasjon	62

1. Introduksjon

Norsk økonomi står overfor en større omstilling hvor inntektene fra petroleumsindustrien bærer preg av fallende fremtidsutsikter. Behovet for bærekraftig teknologi er voksende i takt med nedtrappingen av fossilt brensel og klimaforandring. Nasjoner verden rundt har svart med implementering av regelverk som reduserer videre forurensing av miljøet, og FN sine 17 bærekraftsmål sammen med Parisavtalen har bidratt til å legge press på hvordan bedrifter forholder seg til klimautslipp. Koronakrisen har også forsterket behovet for en offensiv tilnærming til næringer som ikke har røtter i oljerelatert virksomhet for å sikre fremtidig velferd og verdiskapning.

I andre kvartal 2020 la regjeringen frem sin storsatsning mot grønne innovasjoner, Grønn Plattform, som en del av den økonomiske tiltakspakken som følge av koronakrisen. Målet med Grønn Plattform er å utløse mer og raskere investeringer i grønne og bærekraftige teknologier og infrastruktur. Videre tredoblet Innovasjon Norge sin støtte til gründere og oppstartsselskaper i 2020, og nær halvparten av midlene fra tilskuddsordningen gikk til prosjekter med fokus på bærekraft (Regjeringen, 2021).

Norske vekstbedrifter har et stort behov for kapitaltilgang og finansiering fra tilskuddsordninger i tidlig fase er ofte en god begynnelse, men ikke tilstrekkelig for videre vekst og ekspansjon. Bevilgning av privat risikokapital er derfor en forutsetning for entreprenørskap, innovasjon og sysselsetting. Aktive eierfond er sentrale aktører innen risikovillig kapital og har gjennom sine porteføljebedrifter bidratt til betydelig sysselsetting og vekst i verdiskapning siden årtusenskiftet (Grimsby, 2021).

Det er begrenset kunnskap knyttet til hvordan norske investeringsselskaper innen risikokapital forholder seg til miljøvennlige og bærekraftige investeringer. Generelt sett vil tradisjonelle vurderinger for investeringer være gjeldende, men spørsmålene denne avhandlingen stiller er om investorene gjør andre vurderinger knyttet til miljøvennlige og bærekraftige investeringer.

1.1. Bakgrunn

I løpet av 2020 har tiltak og retningslinjer som følge av Covid-19 ført til et kraftig fall i forbruket av fossil energi. Dette blant annet som følge av mindre transport og lavere industriproduksjon. De positive konsekvensene er et betydelig lavere utslipp av klimagasser på globalt nivå, hvor nedgangen av CO₂-utslipp falt 5,6 prosent sammenlignet med 2019 (Energi&Klima, 2021). Dette har fungert som en katalysator i fokus på finansiering av små og mellomstore bedrifter som kan bidra til det grønne skiftet. I mange tilfeller dreier dette seg om kanalisering av kapital til vekstbedrifter som eksponeres for høy risiko. Klimavennlige næringer og utvinning av bærekraftige energiløsninger står i denne sammenhengen sentralt.

Viktigheten av investeringer i oppstarts- og vekstbedrifter generelt forsterkes av deres evne til å skape arbeidsplasser og bidra til nyskapning og innovasjon. Dette kan ha ringvirkninger i det etablerte markedet. Aktive eierfond bidrar med risikokapital til virksomheter i både oppstarts-, ekspansjons- og oppkjøpsfase. Samtidig tar de ofte sentrale posisjoner i selskapene. Disse investeringene fra norske aktive eierfond hadde i perioden 2010 til 2016 fallende aktivitet innen de fleste næringer, men har siden opprettholdt et gjennomsnittlig stabilt nivå.

På bakgrunn av økende interesse for miljøvennlige og bærekraftige investeringer, søker denne avhandlingen å bidra til bredere innsikt i hvilke faktorer som har betydning for å investere i slike prosjekter.

1.2. Problemformulering og forskningsspørsmål

På tross av økende interesse for miljøvennlige og bærekraftige investeringer, er det fremdeles en betydelig utfordring for virksomhetene å anskaffe vekstkapital. Nåløyet hos investeringsselskapene er trangt, og det er derfor interessant å undersøke hvilke kriterier som legges til grunn for investeringsbeslutningene. Noe forskning er gjort med fokus på investeringsselskaper med et internasjonalt og nordisk perspektiv, men svært få studier har en kvalitativ tilnærming som fremhever vurderinger av de ulike beslutningskriteriene. Videre fremstår også tidligere forskning som mangelfull når det gjelder investeringer i miljøvennlige og bærekraftige virksomheter. På grunnlag av dette er det utarbeidet følgende problemstilling:

Insentiver for miljøvennlige og bærekraftige investeringer - hvilke kriterier har betydning for investorenes investeringsbeslutninger?

Problemstillingen belyses ut ifra tre ulike aspekt; risiko, verdivurderinger av investeringene samt etikk. Det er derfor utarbeidet tre forskningsspørsmål som kan bidra til å svare på den overordnede problemstillingen:

1. Hvilke risikovurderinger gjøres i forbindelse med miljøvennlige og bærekraftige investeringer?
2. Hvordan verdsettes miljøvennlige og bærekraftige investeringer?
3. Hvilken betydning har etikk for miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

Oppgavens problemstilling og forskningsspørsmål aktualiseres av koronakrisens konsekvenser for petroleumsindustrien og følgelig oljeprisens volatilitet. Samfunnstrendene har derfor medført stor oppmerksomhet og interesse for bærekraftige investeringer.

1.3. Avgrensninger og definisjoner

Aktørene som utgjør basen for data- og kunnskapsinnsamling er norske aktive eierfond og investeringsselskaper. Dette innebærer foretak som investerer i virksomheter som befinner seg i såkorn-, venture og oppkjøpsfase. Dette utgjør en naturlig avgrensning for oppgaven og det samles kun inn data fra profesjonelle investorer og relevant teori.

Videre er det nødvendig å knytte en definisjon til næringen som problemstillingen retter seg mot. For å skape klarhet og avgrense hva som drøftes vil det bli lagt vekt på noen enkelte begreper. I alt fra tidsskrifter, artikler, forskning og til generell omtale i medier omtales dette temaet ved bruk av en rekke uttrykk av ulik betydning. Fornybar, grønn, miljøvennlig, klimavennlig og bærekraftig er noe av terminologien som brukes. I tillegg vil begrepet “miljøteknologi” også brukes om den bransjen som beskrives nedenfor.

Dette vil omhandle produkter, tjenester eller prosesser som skaper verdi ved begrenset eller ingen bruk av ikke-fornybare ressurser, eller som skaper betydelig mindre avfall enn konvensjonelle produkter eller tjenester. Dette vil også inkludere teknologi, tjenester eller prosesser som bidrar til tilrettelegging, service og leverandørvirksomhet til fornybarsektoren. Dette består av, men er ikke begrenset til, resirkulering, fornybar energi (solkraft, vindkraft, biomasse, vannkraft) samt leverandører til denne sektoren som er med på å bidra til det grønne skiftet.

Til slutt, på bakgrunn av veksling mellom norske og engelske uttrykk innenfor teamets område både i litteraturen og blant aktørene selv, er det nødvendig å skape klarhet i omtalen av investorene. Aktive eierfond innbefatter tre ulike typer fond som nevnt tidligere. Felles for alle slike fond er forvaltningen av risikokapital, eller venture capital (VC). I tillegg omtales alle investorer og investeringsselskap innenfor aktive eierfond i denne avhandlingen som eksempelvis ventureselskap, ventureinvestorer, risikokapitalinvestorer eller investorer i risikokapitalmarkedet.

1.4. Oppgavens struktur

Avhandlingen består av totalt fem hoveddeler. Kapittel 1 innleder og beskriver bakgrunnen for oppgaven, samt presenterer problemstilling, forskningsspørsmålene og oppgavens avgrensninger. Kapittel 2 tar utgangspunkt i teori og tidligere forskning som gjør seg gjeldende for problemstillingen. Innledningsvis i denne delen beskrives ulike investorer som kan finansiere bedrifter som søker risikokapital, før det legges vekt på profesjonelle aktører som er denne oppgavens målgruppe. Videre gjør kapittelet rede for teori om miljøvennlige og bærekraftige investeringer, og tar deretter for seg aspektene risiko, verdsettelse og etikk som skal bidra til å svare på den overordnede problemstillingen. I kapittel 3 presenteres den metodiske tilnærmingen for å innhente empiriske data, samt forhold som må tas høyde for hva gjelder validitet og reliabilitet. I kapittel 4 fremlegges og drøftes de empiriske funnene. Dette gjøres i kombinasjon for å hindre gjentakelser og samtidig knytte resultatene til det teoretiske rammeverket på en hensiktsmessig måte. Kapittelet følger lik struktur som kapittel 2 og er bygget opp med utgangspunkt i forskningsspørsmålene. Avslutningsvis konkluderer oppgaven i kapittel 5 på bakgrunn av de empiriske funnene og drøftingen rundt disse. Det blir også foreslått temaer for videre forskning på området. Figur 1 illustrerer avhandlingens oppbygning.



Figur 1 – Oppgavens struktur

2. Teori

I dette kapitlet presenteres det teoretiske rammeverket og tidligere forskning som ligger til grunn for undersøkelsene i oppgaven. Innledningsvis tar kapitlet for seg teoretisk fremstilling av potensielle investorer i vekstbedrifter, hvor profesjonelle investorer og investeringsforetak vektlegges. Videre beskrives teori om miljøvennlige og bærekraftige investeringer og går så nærmere inn på tre ulike aspekter som gjør seg gjeldende i vurderingsprosessen; risiko, verdsettelse og etikk.

2.1. Finansiering av vekstbedrifter

Sentralt for vekst i entreprenørskap og innovasjon er tilgang på tilstrekkelig kapital. Finansieringen kan hovedsakelig gjøres ved hjelp av fem ulike kilder; oppsparte midler fra gründerne selv, tilskudd fra offentlig virkemiddelapparat, fremmedkapital, crowdfunding og egenkapital fra formelle eller ikke-formelle investorgrupper (Cock et al., 2016).

Tidligere forskning viser at det er bred konsensus om at egenkapital fra grunnleggerne av en innovasjonsbedrift er den viktigste finansieringskilden. Dette er også ofte en forutsetning for tilgang på ekstern kapital, samt et viktig signal på forpliktelse til egen forretningsidé (Langeland, 2010);(Cock et al., 2016). Videre følger offentlige støtte- og tilskuddsordninger og crowdfunding som alternativer til finansiering i tidlig fase. For innovasjonsbedrifter med ambisjoner om ekspansjon er nevnte finansieringskilder ofte ikke tilstrekkelig for å dekke kapitalbehovet, men kan øke sannsynligheten for tilgang på andre finansieringsformer. Likviditetsbelastning som følge av fremmedkapital utstedt av banker oppleves som ugunstig på et tidlig stadium, samtidig som risikoen prosjektet utlyser gjør slik finansiering vanskelig å oppdrive (Cock et al., 2016).

Reitan (2016) skiller mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorgrupper som kan tilføre ekstern egenkapital. Sistnevnte er nære relasjoner som familie, venner og personlig nettverk og blir i litteraturen omtalt som “friends, fools and family” (FFF). Denne formen for finansiering kjennetegnes ved at de ofte har en kortere tidshorisont og utgjør mindre kapital sammenlignet med profesjonelle investorer (Reitan, 2016).

2.1.1. Profesjonell risikokapital

Profesjonelle investorgrupper investerer egenkapital i unoterte selskaper med stort vekstpotensial, og blir beskrevet i litteraturen som aktiv eierkapital eller Private Equity (PE) (Constantinides, 2013). Slike selskaper tilfører kompetent kapital og kjennetegnes ved investorenes aktive eierskap i utviklingen av virksomheten hvor det i tillegg til kapital tilføres kompetanse, nettverk og strategisk rådgivning (Langeland, 2007). Investeringselskapene besitter spisskompetanse innenfor et selskaps ulike utviklingsfaser som ofte er preget av høy risiko, og arbeider målrettet mot høy avkastning.

Eksisterende litteratur fremstår tvetydig hva gjelder definisjonen av ulike typer aktive eierfond. Denne avhandlingen tar utgangspunkt i Norsk Venturekapitalforening og Menon Economics definisjon hvor aktive eierfond inkluderer såkorn-, venture- og oppkjøpsfond (Forsberg, 2021).

Oppkjøpsfond, eller buyout-fond, har til hensikt å gjøre oppkjøp av etablerte og modne selskaper for gjennomføring av revitalisering og økt verdiskapning. I denne formen for aktivt eierfond går investorene ofte inn som majoritetseiere i selskapet som fører til forenklete omstruktureringsprosesser og rask beslutningstaking (Kelly, 2012). Forsberg et al. (2021) hevder at en slik strategisk tilnærming er fordelaktig, og underbygger dette med at det finnes sterk korrelasjon mellom endring i eierskap og sannsynligheten for høy vekst i revitalisering (Forsberg, 2021).

Såkornfond er en type tidligfasefond og betegnelsen på fond som finansierer en bedrifts innledende fase med kompetent risikokapital. Finansieringen er ofte understøttet av tilskuddsordninger, private investorer og FFF. Den innledende perioden består av idé- og utviklingsfase, samt etableringsfase og beskrives som “dødens dal” som følge av stor teknologisk risiko og usikkerhet tilknyttet forretningsideen, ofte kombinert med en periode med økonomisk underskudd (Vilje, 2016). Fondene består av både statlig og privat kapital fra finansinstitusjoner, banker og private investorer og utøver aktiv oppfølging av sine porteføljebedrifter (Langeland, 2004)

Venturefond er den andre typen tidligfasefond og kjennetegnes ved at de investerer i bedrifter etter såkornfase. Bedriftene bærer fortsatt preg av teknologisk risiko og samtidig preges av stor markedsmessig risiko. Innovasjonsbedriftene befinner seg i kommersialiserings- og tidlig

vekstfase hvor markedets aksept for forretningsideen kan spille en sentral rolle (Sørheim, 2008). Ventureselskap har en aktiv rolle i bedriftens styre og strategiske satsning, og arbeider målrettet for å oppnå en suksessrik exit med høy avkastning (Grimsby, 2018).

Større foretak som har opprettet eget investeringselskap og forvalter bransjefokusert på vegne av morselskapet, kalles Corporate Venture Capital (CVC) (Drover et al., 2017). Slike selskap representerer hovedorganisasjonens svært viktige arbeid mot ny teknologi og økt diversifisering.

2.2. Miljøvennlige og bærekraftige investeringer

For å imøtekomme klimautfordringene og mangel på naturressurser har land og myndigheter økt fokus på klima og bærekraft. Økt bevissthet og etterspørsel blant forbrukere etter miljøteknologi har vært med på å skape et voksende marked for entreprenører og for utvikling av ny teknologi. Multiconsult skriver i en rapport at den norskbaserte fornybarnæringen hadde en rekordhøy omsetning med en total omsetning på 45,1 mrd. NOK i 2019 (Multiconsult, 2020). Multiconsult skriver videre i rapporten at dette gir en økning på 30% fra året før.

Miljøvennlige og bærekraftige investeringer skiller seg fra en rekke andre tradisjonelle bransjer innen venture, som blant annet IT- og bioteknologi ved to aspekter; fordeling av goder og vurdering av risiko.

Et av kjennetegnene ved bærekraftige investeringer er at deler av avkastningen kan anses som offentlige goder. Når investeringen er gjort er godene ved investeringen ikke-ekskluderbar for alle interessenter. Det innebærer at dersom et selskap forbedrer vann- og luftkvalitet tjener "alle" på det. Utnyttelsen av godene knyttet til forbedret vann- og luftkvalitet påvirker heller ikke andres mulighet for å benytte seg av disse godene, og de er derfor ikke-rivaliserende. Gitt disse kvalitetene kan en trekke konklusjonen om at tilbudet om risikokapital innen miljøvennlige og bærekraftige segmenter vil være begrenset (Slavov, 2014).

Et annet kjennetegn er knyttet til investorers evne til å vurdere risiko og potensial for markedsvekst. Selv om det alltid vil eksistere risiko ved investeringer representerer bærekraft et segment med større risiko (Wüstenhagen & Teppo, 2013). Flere produkter og prosesser opererer på tilbudssiden av økonomien, noe som fører til at det er mer utfordrende å vurdere markedsvekst og risikoer knyttet til markedsadopsjon. Etterspørsel etter et produkt eller tjeneste er ofte ukjent før lansering og markedet innen miljøteknologi har en vesentlig høyere grad av usikkerhet enn de typiske markedene for risikokapital, som IKT og bioteknologi. Mange aktører innen miljøteknologi er bedrifter rettet mot B2B markeder med høy markedskonsentrasjon, hvor et mindre antall potensielle kjøpere bestemmer adopsjonen av ny teknologi og dermed fungerer som portvoktere for sluttbrukerne (Wüstenhagen & Teppo, 2013).

Til tross for disse barrierene har interessen for investeringer innen miljøteknologi økt de siste årene, hvilket tyder på at det eksisterer motvirkende krefter. Myndighetenes og EUs satsning på bærekraft, volatilitet i oljepris, økt klimabevissthet hos befolkningen samtidig som flere land gir insentiver til satsing innenfor miljø og bærekraft. De neste delkapitlene beskriver vurderinger knyttet til risiko, verdsettelse og etikk i forbindelse med investeringsbeslutningen.

2.2.1. Risiko

I forbindelse med investeringer i innovasjonsbedrifter i oppstart og tidlig vekstfase eksponeres investeringsselskapene for et komplekst risikobilde. Aven (2011) hevder risiko beskriver usikkerheten og alvorlighetsgraden omkring konsekvensene av en aktivitet (Aven, 2011). Grunnleggende økonomisk teori tar utgangspunkt i at investeringer gjøres med den hensikt å oppnå høyest mulig avkastning ved å ta lavest mulig risiko. Siden alle investorer har individuelle preferanser for risiko- og avkastningsprofil vil omfanget og kombinasjonen av risikofaktorer variere (Proksch, 2018). På bakgrunn av investeringsvirksomhet med risikokapital generelt og hva som karakteriserer bærekraftige investeringer, vil delkapitlene som følger belyse fire ulike aspekt som preger risikobildet for investeringsselskaper; informasjonsasymmetri, teknologisk risiko, humankapital, samt markedsrisiko. Dette utgjør det teoretiske rammeverket som skal bidra til å besvare forskningsspørsmålet:

Hvilke risikovurderinger gjøres i forbindelse med miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

2.2.1.1. Asymmetrisk informasjon

Det ser ut til å være en stor utfordring for investorer å vurdere potensielle bedrifter i en tidlig fase, ettersom de ofte besitter lite informasjon om tidligere arbeid og ofte ikke kan vise til tidligere inntjening (Penrose, 1959).

Informasjonsasymmetri oppstår når det finnes skjevheter i informasjonen mellom entreprenør og investor. Skjevhetene er ofte relatert til selve forretningsideen, men også egenskapene og kompetansen personellet besitter kan ha betydning (Kaplan & Strömberg, 2004). Det antas videre at entreprenøren besitter mest informasjon om virksomhetens potensial og kvalitet. Årsakene til dette kan være at ressursene som besittes i tidlige faser i stor grad er immaterielle, samt at investoren har begrenset tilgang til bakgrunnsdata. Konsekvensene av asymmetrisk informasjon kan være feilslåtte risikovurderinger og forventninger, "adverse selection", som kan påføre investoren betydelige økonomiske tap (Grünfeld, 2010); (Panda, 2020). På en annen side kan dette også føre til at gode forretningsideer med stort vekstpotensial ikke oppnår tilstrekkelig finansiering (Spilling, 2011).

Shane & Cable (2002) hevder den skjevfordelte informasjonen også kan skape psykologiske og finansielle insentiver for opportunistisk atferd, "moral hazard". Siden selskapet har lite bakgrunnshistorie og entreprenøren besitter mer inngående kunnskap om produktet eller forretningsideen, åpner dette muligheten til å overdrive potensialet om produktet og egne evner. Dette for å dra nytte av både finansiering og omdømme til suksessrike investorer (Shane & Cable, 2002).

Kut et al. (2007) hevder asymmetrisk informasjon er det viktigste risikoelementet å betrakte innenfor aktive eierfond (Kut, 2007). Tre strategier trekkes frem for å skape mer transparente investeringsvilkår. Adferds- eller utfallsbaserte kontrakter baserer seg på måloppnåelse underveis i prosessen, eller etterlevelse av spesifikke ansvarsområder og oppgaver. Hvor omfattende slike kontrakter bør være avhenger av i hvilken grad det foreligger aktiv eller mer passiv eierstyring. Likevel kan dette øke investorens insentiver til å innhente riktig informasjon. Videre trekker nevnte studie frem opprettelse av syndikater for å motvirke informasjonsasymmetri. Et syndikat er en investering som blir vurdert av flere enn én investor, og på den måten blir et komplekst informasjonsbilde brutt ned i mindre deler som kan øke sannsynligheten for en riktig beslutning (Vernimmen et al., 2017). Den tredje strategien omhandler inkrementell finansiering og gir investoren muligheter til å knytte tildeling av kapital mot delmål underveis. Dette gir også investoren rom for å trekke seg ut av prosjektene dersom forventningene ikke innfris og minimere eventuelle tap (Kaplan & Strömberg, 2004); (Kut, 2007).

2.2.1.2. Teknologisk risiko

Teknologisk risiko blir ofte brukt synonymt med produkt- og utviklingsrisiko, og er en sentral del av risikovurderingen ved investeringer i miljø- og bærekraftsinvesteringer. Denne delen av risikobildet relateres til funksjonaliteten til produktet og om teknologien fungerer som forventet (Proksch, 2018). For vekstbedrifter innenfor miljøteknologi er teknologisk risiko spesielt fremtredende da mange utvikler delvis eller helt ny teknologi. Dette er prosesser som kan være svært tidkrevende og kapitalintensive (Wang et al., 2012).

Kaplan et al. (2004) undersøkte investeringsbeslutninger blant 11 venturefond i perioden 1987 til 1999. Studien viste at vurderinger av produkt og teknologi var utslagsgivende for å gjøre investeringer i 40% av tilfellene. Vurderingene som hadde en positiv innvirkning var teknologisk overlegenhet sammenlignet med andre aktører, stort markedspotensial, en

velutprøvd prototype, skalerbare prosesser og et kompetent utviklingsteam (Kaplan & Strömberg, 2004). Faktorer som ble ansett som svakheter, og dermed økte risikoen ved investeringen, var evne til å utvikle teknologien i henhold til budsjett, høy grad av kopierbarhet, ingen garanti for god skalering av produksjonen og ingen overlegenhet i forhold til andre konkurrenter.

Tidligere nevnte studie av Kut et al. (2007) undersøkte også risiko blant et bredt utvalg investeringsfond innenfor både venture- og oppkjøpsfond. Studien presenterer deskriptiv statistikk over ulike risikofaktorer og respondentenes rangering av disse. Faktorene ble vurdert etter hvor ofte de var en del av vurderingene for nye investeringer hvor tallene 1, 2 og 3 viste henholdsvis til sjeldent, ofte og alltid. Av en liste på tretten ulike faktorer ble due diligence, eller en grundig gjennomgang av produktet, rangert som nummer seks med en gjennomsnittlig verdi på 2,65. Verdiene var høyere for ventureselskapene sammenlignet med oppkjøpsfondene, da sistnevnte sikter seg mer mot modne bedrifter der den teknologiske risikoen antas å være betydelig lavere. Resultatene av denne studien viser at vurdering av teknologisk risiko er sentralt, men prioriteres likevel bak faktorer som omhandler ledergruppen og markedet (Kut, 2007).

2.2.1.3. Humankapital

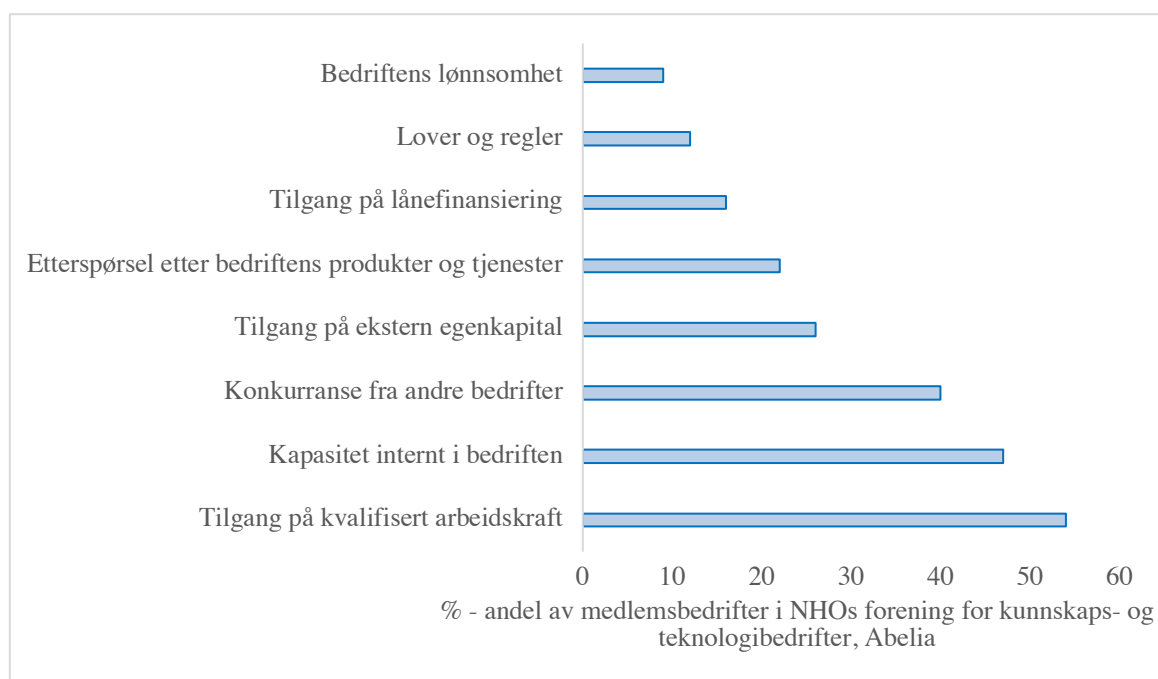
I litteraturen trekkes humankapital frem som en av faktorene av størst betydning for investorens investeringsbeslutninger. Becker (1964) forklarer begrepet som den kunnskap og de ferdigheter en samlet gruppe eller et individ kan vise til (Becker, 1993). Videre skilles det mellom generell og spesifikk humankapital hvor den generelle delen relateres til utdanning og arbeidserfaring, mens kunnskap om markeder, kundebehov og teknologi utgjør den spesifikke delen.

En utstrakt del av tidligere forskning viser at personell og ledergruppen er av stor betydning. Studiene av Tyebjee & Bruno (1984) og MacMillan et al. (1987) viser til dette som den viktigste forskjellen på vellykkede og mislykkede ventureinvesteringer (Tyebjee & Bruno, 1984); (MacMillan et al., 1987).

Van Osnabrugge & Robinson (2000) fant derimot at i bedrifter som opererer innenfor spesialisert teknologi tenderte investorene i større grad mot markeds- og salgspotensial som det viktigste kriteriet (Van Osnabrugge & Robinson, 2000). Denne studien underbygges av Hall & Hofer (1993) og Zacharakis & Meyer (1998) som i tillegg undersøkte betydningen av team og humankapital gjennom utviklingen av bedrifter i tidlig fase. Deres funn indikerer at betydningen av kriteriet er større i tidlige faser sammenlignet med senere faser (Hall & Hofer, 1993); (Zacharakis & Meyer, 1998).

Videre undersøkte både Kaplan & Strömsberg (2004) og Kut et al. (2007) hvilke underkategorier i spesifikk humankapital som var av størst betydning. Førstnevnte undersøkelse viser at investeringsselskapene anser kvaliteten på teamet som utslagsgivende investeringskriterium i om lag 60% av investeringene. De underliggende faktorene for kvalitet i teamet finner forskerne er bred erfaring innenfor entreprenørskap, administrerende direktør med suksessfull bakgrunn, samt et velbalansert og aggressivt team (Kaplan & Strömberg, 2004). Tidligere erfaring kan også utgjøre en fordel i situasjoner med høy grad av usikkerhet, slik som ved oppstart av selskap innen ny teknologi og høyteknologiske industrier (Aldrich & Fiol, 1994). Kut et al. (2007) underbygger disse funnene og peker samtidig på at bransjeerfaring og teamets fokus på vekstmuligheter har særskilt innvirkning på tildeling av risikokapital (Kut, 2007).

Delkapittelet viser til flere studier som taler for humankapitalens store betydning for investorer i risikokapitalmarkedet. Konsulentselskapet Menon Economics utarbeidet i 2018 en undersøkelse over vekstvilkår for norske scale-ups, hvor respondentene i var gründere av medlemsbedrifter fra NHOs forening for kunnskaps- og teknologibedrifter, Abelia. Studien tok for seg rangering av faktorer til hinder for vekst. Denne rangeringen illustreres i Figur 2. Observasjonene viser at gründerne selv mener de står overfor tilgang på kvalifisert arbeidskraft som den største barrieren (Grimsby, 2018). Ved å betrakte tallene i denne undersøkelsen kombinert med litteraturen beskrevet ovenfor, kan dette tyde på at det er samsvar mellom entreprenørens og investorenes oppfatning av kompetanse som kritisk faktor.



Figur 2 – Faktorer til hindrer for vekstbedrifter i Norge (Grimsby, 2018)

2.2.1.4. Markedsrisiko

Markedsrisiko relateres til uforutsette konkurransevilkår som kan ha innvirkning på vekst og tilgjengelighet i markedet, eller selskapets muligheter til å ta markedsandeler. Det kan også relateres til faktorer som påvirker etterspørselen i markedet (Parhankangas & Hellström, 2007).

Undersøkelsen av barrierer for vekst utarbeidet av Menon Economics, viser at konkurranse fra andre selskaper skiller seg ut som en av tre faktorer med relativt høy svarprosent. Figur 2 viser også at etterspørsel etter bedriftens produkter og tjenester blir rangert med en betydelig lavere svarprosent (Grimsby, 2018).

I den tidligere nevnte studien av Kaplan & Strömberg (2004) viser deres empiri at ventureselskapene vektlegger utfordringer ved konkurranse, markedsstørrelse, inngangsbarrierer og mottakelse i markedet som sentrale vurderinger innenfor markedsrisiko. Av årsaker som hadde negativ innvirkning på investeringsbeslutningen viser studien at konkurranse fra andre aktører opptrer i 40% av de analyserte tilfellene. I kun 22% av sakene var mottakelsen i markedet og kundenes etterspørsel av produktet utslagsgivende for å avstå fra investeringen (Kaplan & Strömberg, 2004).

Cumming et al. (2005) beskriver risiko knyttet til verdirealisering, eller exit-risiko, som en sentral del av markedsrisikoen. Exit-risiko knyttes til om vilkårene i markedet er slik at investoren kan selge seg ut på forventet tidspunkt. Uønskede hendelser kan være at investoren er låst til å beholde sin posisjon i selskapet utover planlagt tidsramme, eller å selge seg ut for en lav pris. En vesentlig forskjell mellom det noterte og unoterte markedet er at unoterte aksjer ikke handles på regulerte markedsplasser med effektiv konkurranse (Finansdepartementet, 2018). I følge Olsson et al. (2007) er typiske exit-løsninger at bedriften børsnoteres og ventureselskapet selger sine andeler, oppkjøp av bedriften, entreprenørene kjøper investorenes eierandeler eller at bedriften likvideres (Olsson, 2007).

Videre ser klimarisiko ut til å ha spesiell betydning for markedsrisikoen ved investeringer innenfor miljø og bærekraft. Skancke et al. (2018) definerer begrepet som “uklarheten om konsekvensene knyttet til klimaendringer, klimapolitikk og klimarelatert teknologiutvikling” (Skancke, 2018).

I forlengelsen av dette er det naturlig å nevne EUs vekststrategi for et klimanøytralt Europa innen 2050 og handlingsplan for bærekraftig finans. Fra 1. Januar 2022 innlemmes deler av EU taksonomien. Dette er et klassifiseringssystem som definerer bærekraftig aktivitet i større grad enn i dag. Hensikten med taksonomien er å skape et rammeverk som tilrettelegger for økt finansiering av bærekraft, samt håndtering av finansiell risiko som følge av klimaendringer. Taksonomien vil pålegge både bedrifter og investorer å rapportere transparente tall om hvor bærekraftige deres aktiviteter er (NHO, 2021). I tillegg er dette et tiltak mot “grønnvasking” som for øvrig beskrives senere i avhandlingen under 2.2.3 Etikk.

I skrivende stund er reguleringene for taksonomien fortsatt under utvikling. Dermed kan begrenset kunnskap om fremtidige reguleringer medføre vanskeligheter i å analysere og fremstille denne type risiko på en hensiktsmessig måte. På kort sikt er risikoen bundet opp mot konsekvensene av klimapolitikk og den teknologiske utviklingen. Dette omtales som “overgangsrisiko”. Eksempler på dette kan være at store energiselskap mislykkes i å nå sine mål som har ringvirkninger for verdenssamfunnet, eller at veien til målene i Parisavtalen blir annerledes enn først antatt (Skancke, 2018).

2.2.1.5. Oppsummering

De foregående delkapitlene har tatt for seg fire ulike aspekt som på bakgrunn av gjennomgått litteratur gjør seg gjeldende i risikokapitalmarkedet. Litteraturen legger stor vekt på informasjonsasymmetri som en utfordring. I de fleste tilfeller besitter entreprenørene mer informasjon enn investorene og mulighetene for “adverse selection” og “moral hazard” er tilstede. Litteraturen viser til skreddersydde kontrakter, syndikat og inkrementell finansieringer som virkemidler mot asymmetrisk informasjon.

Teknologisk risiko hevdes å være en av flere sentrale deler av en investeringsbeslutning. Innenfor miljø- og bærekraftsinvesteringer er teknologien ofte svært kostbar samtidig som prosessene er tidkrevende. Dette øker risikoen i prosjektene. Faktorer som hevdes å redusere teknologisk risiko er blant annet prototyper og gode planer for oppskalering. Videre peker en studie på at teknologisk risiko er en større del av vurderingen i tidligfase investeringsfond sammenlignet med oppkjøpsfond.

Det tredje aspektet omhandler hvordan investorene vurderer betydningen av team og humankapital. En overvekt av den gjennomgåtte litteraturen anser dette som den viktigste faktoren i en risikovurdering. Likevel finnes det annen forskning som peker på markeds- og salgspotensial av større betydning, spesielt for vekstbedrifter innenfor teknologiutvikling. Av humankapitalens underdimensjoner peker litteraturen på tidligere erfaring fra entreprenørskap, teamets fokus på vekst og bransjee erfaring.

Det siste aspektet som ofte går igjen i litteraturen om investeringer i risikokapitalmarkedet er markedsrisiko. Konkurransen fra andre aktører ser ut til å være av stor betydning, mens etterspørsel etter bedriftens produkt eller tjeneste ser ut til å bety mindre. For miljø- og bærekraftsinvesteringer viser litteraturen, samtidig som det er rimelig å anta, at markedsrisiko og reguleringer er en stor del av risikovurderingen.

2.2.2. Verdsettelse

Ved å investere i bedrifter som befinner seg i tidlig fase med stort vekstpotensial søker venturekapitalistene å skape stor økning i verdi og avkastning i selskapet. Avkastningen synliggjøres når gevinsten realiseres gjennom en av exit-løsningene nevnt tidligere. Olsson et al. (2007) hevder venturekapitalister søker avkastning på 30 til 60% årlig. Verdsettingen reflekterer graden av risiko investoren eksponeres for (Olsson, 2007). Følgende delkapittel søker å belyse hvordan litteraturen beskriver investorenes tilnærming i forhold til verdsettelse av investeringene som gjøres. Forskningsspørsmålet knyttet til dette aspektet er følgende:

Hvordan verdsettes miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

I et perfekt marked er avkastningen som kreves på et prosjekt påvirket av to faktorer; risikoen ved investeringen og avkastningen på alternative investeringer uten risiko (Brealey et al., 2014). Venturekapitalister bruker mye tid på å undersøke selskaper som søker finansiering hvor mindre enn 2% av selskapene ender opp med å inngå avtale. Av disse oppnår ventureselskapene avkastning på kun ett eller to av ti selskap. Sannsynligheten for suksess derfor svært lave og ventureselskapene må kreve en høy avkastning for å kompensere for tapsprosjektene de har i porteføljen (Clerq et al., 2006). Investeringer med risikokapital innen tidligfase krever derfor høyere avkastning enn investeringer i senere faser på grunn av høy risiko.

For investorer er verdsettelsen viktig på bakgrunn av at verdien på selskapet bestemmer antall aksjer de mottar for investeringen. Dette styrer den overordnede lønnsomheten til fondet og påvirker dermed forholdet deres med fondsinvestorene. Verdsettelsen er også viktig for gründeren ettersom at den styrer motivasjonen, og setter en verdi på innsatsen og ressursene som er lagt inn i selskapet. Videre viser forskning at verdsettelsen er viktig for å sørge for at gründer og investor har de samme mål og ambisjonene. Dette bidrar til rettferdig behandling og reduserer potensialet for konflikt (Clerq et al., 2006).

2.2.2.1. Metoder for verdsettelse

Tradisjonell finansiell teori sier at den økonomiske verdien av en investering er nåverdien av fremtidig kontantstrømmer (Brealey et al., 2014). Selv om det er en enkel definisjon byr det på utfordringer ved verdsetting av selskaper i tidlig fase. Konvensjonelle metoder for verdsettelse er avhengig av antagelser og krever informasjon unge selskaper ikke besitter. Metodenes anvendelse kan derfor være svært begrenset ved verdsetting (Lütolf-Carroll & Pirnes, 2011).

Verdsettelsen av et selskap bidrar til å bestemme en nedre eller øvre pris for anskaffelse, noe som gjør det viktig for investorer å forstå den fundamentale verdien av et selskap. En mye brukt metode er anvendelse av multipler. Multipler brukes på nettoresultat, EBIT, EBITDA og kontantstrømmer for å sammenligne med eksisterende selskaper innen samme segment. En annen metode som brukes er diskonterte kontantstrømmer, eller «discounted cash flows» (DCF). Metoden forsøker å bestemme kontantstrømmer for de påfølgende årene, diskonteringsrenten og vekst for selskapet. Denne projeksjonen inneholder mye usikkerhet, men kan brukes til å modellere scenarier hvor investeringen ikke går som planlagt og der det er nødvendig å forberede planer for ugunstige utfall (Demaria, 2013).

Metodene nevnt ovenfor, populært kalt sofistikerte beregningsmetoder, brukes også blant investeringsselskaper med forvaltning av risikokapital. Investorene tar utgangspunkt i «terminal value» (TV) som beskriver verdien av et prosjekt i slutten av investeringsperioden. Denne verdien diskonteres deretter ved hjelp av et gitt avkastningsmål fra investorene, «target rate of return» (TRR), som ofte kan være 30% - 60%. En høy TRR gjenspeiler risikoen tilknyttet prosjektet (Caselli & Negri, 2018).

Berg et al. (2013) gjorde en undersøkelse blant Norges 500 største bedrifter som omhandlet metoder for investeringsanalyse og beregninger av framtidig avkastning. Resultatene som fremkommer av studien viser at diskontering av framtidig kontantstrøm (DCF), kombinert med vektet total kapitalavkastning (WACC) er den mest utbredte metoden. 36% oppgir at dette er deres førsteprioritet for verdivurdering. Videre følger nåverdiberegninger (NPV) og bruk av kapitalverdimodellen (CAPM) (Berg, 2013).

2.2.2.2. Erfaring og intuisjon

Verdsettelse og avkastningsberegninger kan være en av de større utfordringene ved investering. Usikkerheten rundt variablene tilknyttet dette øker for unge innovasjonsselskap og verdsettelsen blir mer kompleks. Et annet interessant funn fra undersøkelsen til Berg et al. (2013) er at 14% oppgir bruk av erfaring og skjønn som basis for verdivurdering (Berg, 2013). Dette står i kontrast til grunnleggende finansiell teori. At erfaring og skjønn kan spille en sentral rolle i investeringsbeslutningen støttes også av Salm et al. (2016), som gjennomførte en studie med om lag 2000 retail-investorer i Tyskland. Undersøkelsen dreide seg om risiko og avkastning i forbindelse med bærekraftige investeringer. 27% av respondentene svarte at de stolte på magesfølelsen når de tok avgjørelser. 35% av respondentene svarte at de tok i bruk erfaring og skjønn, kombinert med svært enkle beregningsverktøy, eksempelvis tilbakebetalingsmetoden (Salm et al., 2016).

Verdsettelsen av et investeringsobjekt i risikokapitalmarkedet preges av usikkerhet, og for miljø- og bærekraftsinvesteringer er klimarisiko en sentral vurdering. Det foreligger stor og vedvarende usikkerhet som følge av blant annet klimapolitikk og energimarkedets videre utvikling. Mangel på informasjon skaper i tillegg vanskeligheter med å beregne den risikoen investeringene innebærer. I lys av Salm et al. (2016) og denne studiens funn av beslutningsverktøy, hevder Skancke et al. (2018) at dette kan føre til feilallokering av kapital til virksomheter som ikke er godt nok rustet til å tåle klimarisiko. Konsekvensene av feilallokering av kapital i markedene og gal prising av klimarisiko kan i verste fall bidra til finansiell ustabilitet på lang sikt. Et tidligere eksempel på feilallokering av kapital er finanskrisen i 2008 hvor konsekvensene ble alvorlige for økonomi og samfunn (Skancke, 2018).

2.2.2.3. Oppsummering

Det foregående delkapittelet har tatt for seg deler av litteraturen som beskriver hvordan verdsettelse og avkastning bestemmes i risikokapitalmarkedet. Den forventede avkastningen på et prosjekt gjenspeiler hvilken risiko investorene eksponeres for i prosjektet, samt at det er avhengig av tidsperspektivet på investeringen. Litteraturen beskriver risikokapitalmarkedet som en arena hvor svært få lykkes. I gjennomsnitt oppnår kun ett eller to av selskapene i en portefølje på ti selskap ønsket avkastning. I tillegg indikerer gjennomgått litteratur at entreprenørenes prognoser og estimater kan vike i stor grad fra investorenes tallgrunnlag. På

bakgrunn av dette er venturekapitalistene avhengig av høyere avkastning enn investorer med prosjekter i senere fase som sin målgruppe.

Det fremkommer av litteraturen at konvensjonelle verdsettelsesmetoder som DCF-analyser, multipler, NPV og CAPM benyttes av investorer innenfor venturekapital. Videre hevdes det også at slike beregningsverktøy kan være begrenset i verdsettelsen av prosjekter i risikokapitalmarkedet som følge av lite tallgrunnlag og øvrig informasjon. I den forbindelse viser studier også til bruk av subjektive vurderinger myntet på erfaring og intuisjon i verdsettelsesprosesser. Annen litteratur vektlegger at dette, kombinert med usikkerhet omkring energimarkedets utvikling, kan føre til feilallokering av kapital som igjen kan føre til finansiell ustabilitet på lang sikt.

2.2.3. Etikk

Fokuset på det grønne skiftet har økt betydelig, spesielt i 2019 og 2020 hvor grønne aksjers markedsverdi notert på Oslo Børs steg henholdsvis 54 og i underkant av 90% (Nordnet, 2020). Dette har gjort det interessant å undersøke hvordan etiske faktorer spiller inn hos investorenes beslutning om å investere kapital. De neste delkapitlene legger grunnlag for å besvare forskningsspørsmålet:

Hvilken betydning har etikk for miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

En av forskjellene mellom etiske investeringer og andre investeringer innen risikokapital er de samfunnsmessige godene som følger av investeringene. Noen av fordelene ved etiske investeringer kan kategoriseres som kollektive goder (Demsetz, 1970). For eksempel har ingen personer eller organisasjoner eksklusive rettigheter eller eierrett til atmosfæren, havene eller luften. Ettersom at et av delmålene ved investeringene er renere luft, vann og land er det samlet sett betydelige fordeler for samfunnet som de private eierne ikke får utnyttet fullt ut. Etiske investeringer innehar derfor sosial verdi, og har dermed ikke kun en håndfast verdi for sluttbrukeren (Wüstenhagen & Teppo, 2013). Egenskapene som gjør etiske investeringer et offentlig gode er at godene fra investeringer i miljøvennlige løsninger (rent vann, ren luft, begrensede utslipp) eller andre sosialt ansvarlige investeringer er ikke-rivaliserende og ikke-ekskluderende. Det vil si at de ikke blir brukt opp og andre ikke kan utestenges fra å dra nytte

av godene (Oakland, 1987). Dette er i motsetning til et privat gode som karakteriseres av rivalisering og ekskludering.

De siste årene har det oppstått en voksende debatt rundt ideen om at selskaper som investerer i offentlige goder skal tjene på det. Det faktum at i situasjoner hvor profitt og offentlige goder er i direkte konflikt vil ledelsen sannsynligvis ikke handle til fordel for offentligheten (Karnani, 2010). Videre fant Lewis et al. (1994) at investorers vilje til å investere etisk avtar etterhvert som avkastning avtar. 100 private investorer ble spurt om de ville investert etisk. 56 prosent svarte at de ville investert etisk om avkastningen var lik mellom etiske og mindre etiske investeringer. 32 prosent ville investert etisk dersom avkastningen avtok til 9 prosent, ned fra 10 prosent om de ikke valgte etiske investeringer. 22 prosent ville gjort det samme for 8 prosent avkastning, og kun 4 prosent for 5 prosent avkastning (Lewis & Webley, 1994). Resultatene viser at private investorer har vanskeligheter med å gi avkall på finansiell gevinst til fordel for etiske vurderinger. Dette fordi deres "utility" eller nytte er høyere av finansiell gevinst enn muligheten for å handle etisk. Det er sannsynligvis ikke urimelig å anta at profesjonelle investorer kommer til å vise samme atferd.

Investorer står i krysningen mellom verdensøkonomien og pengene som driver den fremover. Dagens investeringer er dermed det som vil forme morgendagen. De siste årene har etiske, miljømessige og sosiale aspekter ved forretning fått stadig større oppmerksomhet. Det er økt etterspørsel fra investorer som ikke krever kun avkastning på investeringene, men som også skal møte andre ikke-finansielle kriterier. Det er to grunner til å integrere disse sosiale og etiske kriteriene i investeringsbeslutninger. Det ene er ønsket om å tilpasse investeringene mot verdier og det andre er ønsket om å spille en rolle i å skape positive sosiale forandringer. Beslutninger om å investere på en sosialt ansvarlig måte lar oss definere hvordan vi vil forme samfunnet vi lever i.

2.2.3.1. Bedriftenes samfunnsansvar

I dagens samfunn er bedriftenes samfunnsansvar et sentralt tema når en evaluerer forholdet mellom forretning og samfunnet. Samfunnsansvarlige aktiviteter er ansett som strategisk viktig både blant bedrifter og regjeringer nasjonalt og internasjonalt. Regjeringen har blant annet gitt ut flere stortingsmeldinger som omhandler næringslivets samfunnsansvar og oppfordringer til bedrifter om å opptre ansvarlig og å kjenne til og etterleve FN's veiledende prinsipper om næringsliv (Regjeringen, 2019). Studier viser og at aktivitet knyttet til samfunnsansvar spiller

en viktig rolle i å forbedre et selskaps verdier og omdømme. Bedrifter har derfor økt interesse for ansvarlig forretningsvirksomhet og mange har lagt strategiske planer for å etterleve sine verdier. Det er mange meninger om betydningen ved bedriftenes samfunnsansvar og et av hovedmomentene ved konseptet er hvordan selskapene tar det i bruk for å markedsføre seg (Gillan et al., 2021).

2.2.3.2. Sosialt ansvarlig investering

Sosialt ansvarlig investering, også kjent som bærekraftig investering, refererer til strategier innen investering som ikke bare søker finansiell avkastning. De er og i tråd med moralske og etiske verdier samt har en positiv påvirkning på samfunnet. Det kan være så enkelt som å unngå å investere i industrier som er moralsk tvilsomme, som tobakk, alkohol, gambling eller våpen, til å investere i selskaper som har en positiv innvirkning på miljøet.

Sosialt ansvarlig investering tilsier at bedrifters samfunnsansvar og samfunnsmessige utfordringer er viktige kriterier som må tas i betraktning ved en eventuell investeringsbeslutning. Selv om sosialt ansvarlig investering referer til et stort omfang av investeringer refereres det i denne oppgaven til investeringer innenfor bærekraft og miljø.

Moderne sosialt ansvarlig investering har røtter tilbake til 60- og 70-tallet i USA da det oppstod negativ oppmerksomhet rundt borgerrettigheter, Vietnamkrigen, kjønnslikestilling og atomkraft (Donovan, 2020). Pax World Funds oppstod i 1971 som det første sosialt ansvarlige aksjefondet for investorer som ikke ville investere i selskaper involvert i Vietnamkrigen. Sosialt ansvarlig investeringer økte på 1980-tallet. Sannsynligvis hadde dette sammenheng med en rekke samfunnsviktige hendelser fant sted. Eksempler på dette er uroen omkring apartheid i Sør-Afrika, kjernekraftulykken i Tsjernobyl og oljeutslippet i Alaska av Exxon Valdez. Dette førte til større fokus på å investere i selskaper som tar samfunnsansvar og opptre ansvarlig overfor naturen og miljøet. Andre hendelser på 90-tallet som Nikes bruk av kritikkverdige tekstilfabrikker, økt respekt for innfødte folkegrupper og avskoging av regnskogen økte støtten for sosialt ansvarlig investering (Donovan, 2020).

I nyere tid har klimaforandringer motivert til økt fokus på sosialt ansvarlige investeringer både av institusjoner og private investorer. Dette kan observeres ved at DNB sine privatkunder har investert 22 prosent av innskuddene fra starten av 2020 til oktober 2020 i grønne fond (Furuseth, 2020). I tillegg har Oljefondet tidligere fått kritikk for dårlig dømmekraft og mangel på etiske retningslinjer da de investerte i selskaper som motarbeider klimatiltak. Som forvalter av Statens pensjonsfond utland, legger Norges Bank frem i sin strategi mot 2022 at de skal videreføre bankens arbeid med miljøstrategien hvor de skal “integre hensyn til klima og bærekraft i hele virksomheten” (Norges Bank, 2021). I tillegg går det frem i strategien at Norges Bank skal “investere i eiendom og infrastruktur for fornybar energi”.

2.2.3.3. Måling av etiske og bærekraftige faktorer

“Trippel bunnlinje investeringer” vil si å gjøre investeringer i selskaper som rapporterer hvordan de presterer i forhold til sosiale forhold, miljø og profitt. På engelsk kjent som “People, Planet, Profit”. Målet er å gjøre en helhetlig vurdering av et selskap i forhold til bærekraft ved å måle innvirkningen selskapet har på omverdenen, inkludert lønnsomheten og aksjonærenes verdier og deres sosiale, menneskelige og miljømessige kapital. Ideen ble først lagt frem av John Elkington i 1994, men ble senere trukket tilbake. Hensikten var å rette kritikk mot kapitalismen og et ensidig fokus på profitt, men det ble etter hvert kun brukt for rapportering og markedsføring, og mindre som et verktøy for endring av systemet (Elkington, 2018).

Det finnes i øyeblikket ingen standard for å måle etiske og bærekraftige faktorer, eller ESG (Environmental, Social and Corporate Governance). Selv om mange selskaper gjør egen ESG-rapportering er dette noe som kan gjøre det vanskelig for investorer å vurdere selskaper på en hensiktsmessig måte. Som nevnt tidligere vil EU-taksonomien innlemmes i løpet av 2022. Regelverket stiller strengere krav til finansaktørene om hvordan de integrerer risiko tilknyttet bærekraft, samt hvordan de vurderer virkningene av egne investeringsbeslutninger på miljøet. Formidlingen av disse aspektene vil gjøre det enklere for investorer å evaluere sosialt ansvarlige investeringer, som kan redusere risikoen for grønnvasking (Regjeringen, 2020). Grønnvasking er prosessen med å gi et falskt inntrykk eller misledende informasjon om bærekraften ved et selskap eller produkt for å lure forbrukere.

2.2.3.4. Etske investeringer

Konvensjonelle finansielle teorier tilsier at investorer oppfører seg rasjonelt og unngår risiko. I en verden med optimalisering av middelvarians (forholdet mellom risiko og profitt) hvor investeringsbeslutninger baseres på risiko og avkastning ville det ikke vært noen etterspørsel etter “etiske” investeringer. I slike situasjoner ville investorene valgt å investere i det som ga den høyeste avkastningen. Enkelte mener at etiske vurderinger i investeringer er ødeleggende for akkumuleringen av personlig verdi og bygging av formue, og at kun fanatikere vil investere etisk (Phillips et al., 2001). Derimot blir samfunnsansvarlig investering praktisert av investorer på grunnlag av at de tror det vil gi de en bedre avkastning (Child, 2015). Ytelsen til samfunnsmessig ansvarlige og bærekraftige fond har sakte, men sikkert overbevist investorer om at de ikke behøver å inngå betydelig kompromiss mellom samfunnsansvarlighet og finansiell avkastning (Ribando & Bonne, 2010).

2.2.3.5. Strategier for etiske investeringer

En typisk metode for sosialt ansvarlige investeringer er det som omtales som “negativ screening”. Her utelukkes det å investere i selskaper som produserer eller selger helseskadelige produkter. “Positiv screening” tas kan også tas i bruk for å selektare selskaper som bidrar positivt til miljøet eller samfunnet. I motsetning til negativ screening som er nokså svart-hvitt, er positiv screening en analyse av komplekse problemstillinger slik som forurensing, arbeidspraksiser eller sikkerhet i produkter. Dette kombineres ofte med en “best-in-class” fremgangsmåte hvor en sammenligner selskapet med andre i samme sektor (Eurosif, 2021).

«Impact investing» er en tilnærming til investering hvor det forsøkes å oppnå finansiell avkastning, samt positive sosiale eller miljøvennlige innvirkninger som kan aktivt måles. Det skiller seg fra sosialt ansvarlig investering hvor negative kriterier unngås, men positiv innvirkning ikke nødvendigvis kreves. Impact investing er ofte assosiert med at det gjøres innsats for å utvikle marked innenfor områder som fornybar energi og miljøteknologi (Eurosif, 2021).

2.2.3.6. Motivasjon og drivere

For mange CVC-selskaper kan intensjonen om å involvere seg i markeder med stort potensiale være å overvåke deler av markedet, anskaffe lisenser til ny teknologi eller markedsrettigheter som strategiske trekk for egen verdiskapning (Siegel et al., 1988); (Manigart & Struyf, 1997). Investeringselskaper og aktive eierfond kan også søke annet enn ren finansiell form for avkastning, avhengig av deres visjon, mål og preferanser. Lovejoy (1988) og Elango et al. (1995) fant i sine undersøkelser at offentlige ventureselskaper har et større fokus rettet mot sysselsetting og miljøvennlige investeringer, enn utelukkende finansiell avkastning. Årsaken til dette skyldes blant annet samfunnstrender hvor økt fokus på bærekraft hos forbrukerne har en innvirkning (Lovejoy, 1988); (Elango et al., 1995). Dette er senere også underbygget av Manigart et al. (2002) som i tillegg fant signifikant høyere avkastning i private ventureselskaper sammenlignet med offentlige (Manigart et al., 2002). Press fra interessenter om mer bærekraftige investeringer kan også være en viktig motivasjon. Eksternt eksisterer det et press fra staten og private organisasjoner. Internt eksisterer det et press fra fondsinvestorer.

2.2.3.7. Oppsummering

For å nå klimamålene er det blitt satset betydelig på investering innen miljø og bærekraft. Teorien tilsier at det finnes aspekter som gjør disse investeringene mer komplekse og kan føre til at forholdet mellom risiko og avkastning blir suboptimalt. Forskning viser også at investorer får mer nytte av finansiell gevinst enn av etikk ved investeringer. Til tross for dette har miljøvennlige og bærekraftige investeringer økt betydelig de siste årene. Teorien ovenfor belyser noen av årsakene til denne veksten som kan være knyttet til økt bevissthet blant forbrukere og normalisering av ansvarlig investering. Det stilles derfor spørsmål om hva som er motivasjonen blant investorer innen risikokapital og hvordan de forholder seg til det etiske aspektet ved investeringer.

3. Metode

Målet med metodekapittelet er å redegjøre for hvilke metoder og vitenskapelige teorier som benyttes for å besvare problemstillingen, samt på hvilket grunnlag de er gjort. Innledningsvis presenteres forskningsprosess- og filosofi før det gjøres rede for hvilken metode som er brukt for utvikling av teori. Videre presenteres forskningsstrategien og hvordan innsamlet data blir analysert. Kapittelet avsluttes med en beskrivelse av avhandlingens validitet og reliabilitet.

3.1. Forskningsprosess

Proessen startet med en rekke forespørsler som ble sendt via e-post til ulike selskaper og aktører som gjør miljøvennlige og bærekraftige investeringer. Dette for å undersøke om de hadde problemstillinger eller spørsmål de ville ha besvart. Etter kort tid besvarte energiklyngen Norwegian Energy Solutions (NES) forespørselen med utkast til ideer. Forslagene omhandlet tildeling av kapital til miljøvennlige og bærekraftige selskaper, påvirkning av Covid-19 på fornybarsatsningen, undersøkelse av medlemsbedriftenes støtte fra offentlige virkemiddelapparater og mulighetene ved utslippsreducerende løsninger innen olje og gass. Problemstillingen det ble tatt mest interesse for var innenfor tildeling av kapital til miljø- og bærekraftsprosjekter.

Videre ble det gjennomført innledende møter med NES for å bygge videre på ideene, noe som ga inspirasjon til hvordan prosjektet kunne tas videre. NES fasiliterte deretter kontakt videre med forskningsinstituttet NORCE, hvor en av deres seniorforskere delte bransjeinnsikt og kompetanse innen bærekraftig finans. Dette ga oss bedre utgangspunkt for å komme frem til en problemstilling. Etter noen møter med veileder for å videre kultivere ideen ble problemstilling og de tilhørende forskningsspørsmålene bestemt.

For å ha et bedre grunnlag for å besvare problemstillingen ble det gjort en gjennomgang av eksisterende litteratur og teori. Det norske venturemiljøet er lite i forhold til andre land og det er blitt gjort lite forskning på dette området. Det var derfor begrenset med tilgjengelig teori rundt venturekapital i Norge. Teorien som ble valgt var derfor fortrinnsvis studier som omhandlet venturekapital i andre europeiske land og USA. For å sikre at litteraturen holdt høy kvalitet, ble det i hovedsak tatt i bruk forskning hentet gjennom universitetets bibliotek og plattformer som Scenedirect og Scopus.

Etter å ha lagt grunnlaget med teorien ble det utarbeidet en intervjuguide. Ettersom det ble intervjuet to entreprenører og åtte investeringsselskaper ble det laget to intervjuguides som reflekterte hvilken side av investeringsavtalen de befant seg på.

Da intervjuene ble gjennomført ble det lagt vekt på å få frem informantenes erfaringer og syn på de ulike temaene. Det ble derfor tilrettelagt for å gjennomføre intervjuene med en uformell tone, og ikke med en “firkantet” tilnærming. Det ble forsøkt å styre intervjuene i den ønskede retningen dersom intervjuobjektet divergerte for langt vekk fra temaet. Under intervjuene ble det tatt i bruk taleopptak for å senere kunne kode og analysere svarene som ble gitt.

3.2. Forskningsfilosofi

Ved utformingen av forskningsdesignet var det nødvendig å ta relevant teori og filosofi i betraktning. Forskningsfilosofien definerer hvordan dataene er samlet inn og tolket. *Interpretivismen* konstaterer at det er grunnleggende forskjeller mellom naturvitenskap og samfunnsvitenskap, og at ulikhetene har opphav i ulike mål, forklaringer og forståelser. I følge denne forskningsfilosofien kan ikke sosiale aspekter studeres ved bruk av de vitenskapelige metodene som brukes innenfor naturvitenskapen. Interpretivisme brukes derfor når forskningsobjektene som skal undersøkes er mennesker, i motsetning til objekter som enklere kan kvantifiseres (O’Gorman & MacIntosh, 2014). Denne filosofien ble tatt i bruk ettersom at denne avhandlingen har som mål å forklare motivasjoner og atferd blant de menneskelige objektene. O’Gorman (2014) legger frem at en interpretivistisk fremgangsmåte oftest er assosiert med utforskende forskning, hvilket denne studien har fulgt. Dette ga mulighet for å samle mer innholdsrik og dyptstikkende data som kan bidra til en bedre forståelse av temaet, samtidig som den ga bedre fleksibilitet i selve datainnsamlingen.

Hensikten med forskningen henger sammen med filosofien som ble benyttet, ettersom at den legger til rette for en bedre innsikt i objektenes erfaring, oppfattelser og synspunkt. Som et resultat ble det i studien tatt i bruk kvalitative teknikker for innsamling av data for å få en grundigere forståelse av temaene.

3.3. Utvikling av teori

Studien kan følge enten en deduktiv, en induktiv, eller en abduktiv metode. En *deduktiv* metode utvikler en hypotese basert på allerede eksisterende teori, for så å legge en forskningsstrategi for å teste hypotesen. Den deduktive metoden omfatter å “dedusere” konklusjoner fra premisser ved å ta utgangspunkt i et forventet mønster som testes mot observasjoner. Deduktiv betyr å argumentere fra det spesifikke til det generelle (Merriam-Webster, 2020).

En *induktiv* metode tar utgangspunkt i observasjoner hvor teorier legges frem mot slutten av forskningsprosessen som et resultat av observasjonene underveis i forskningsprosessen. Induktiv forskning forsøker å lete etter mønster i observasjoner og utarbeide teorier for å forklare disse mønstrene eller variasjonene (Merriam-Webster, 2020).

Den tredje metode er kjent som *abduktiv* metode. Det er en prosess hvor “[...] the research issues and the analytical framework are successively reoriented when they are confronted with the empirical world” (Dubois & Gadde, 2002). En *abduktiv* metode for å håndtere data består av å konkludere hva som er den mest sannsynlige forklaringen basert på et sett med observasjoner. Det kan eksistere et uendelig antall forklaringer for et fenomen og abduktiv argumentasjon brukes derfor for å bestemme hvilke som er de mest sannsynlige. Videre handler det om å raffinere eksisterende teorier i motsetning til å finne nye. Dette gjøres ved at forskning gradvis endrer det originale teoretiske rammeverket basert på empiriske funn og innsikt underveis (Dubois & Gadde, 2002). En av karakteristikkenene ved den abduktive metoden er at teori bygges samtidig som det gjøres datainnsamling. Abduktiv forskning begynner med et fenomen hvor forskerne igangsetter en iterativ prosess, “theory matching”, i et forsøk på å finne det mest passende teoretiske rammeverket eller bygge på eksisterende teori. Denne prosessen er nyttig for å fokusere på å oppdage nye aspekter ved det som studeres (Dubois & Gadde, 2002).

Videre skilles det mellom kvalitativ og kvantitativ forskning. En kvantitativ studie er strukturert i oppbyggingen som gjør den mer bestemt og definert, samt at den bygges på data som kan bestå av observasjoner som kan uttrykkes i tall. Dette brukes ofte til å teste eller bekrefte teorier og antagelser, og samtidig bidra til å etablere generaliserte fakta om et emne eller om et større antall respondenter. I motsetning til kvantitativ forskning er en kvalitativ studie uttrykket i form av ord og begreper. Det brukes ofte til å forstå konsepter, erfaringer og

tanker, samt gjør det mulig å oppnå en dypere forståelse av det emne som skal utforskes. Slike studier refereres også til som naturalistiske ettersom forskerne behøver å operere i en naturlig sammenheng for å komme frem til de bakenforliggende meningene og en dypere forståelse (Saunders et al., 2016). Ved bruk av kvalitativ forskning samles data ofte inn gjennom observasjoner og intervjuer. Kvalitativ data er beskrivende og ofte vanskeligere å analysere enn kvantitative data (McLeod, 2019), men det lar forskerne fange objektenes subjektive meninger og tolkninger (Saunders et al., 2016).

3.4. Forskningsstrategi

Forskningsstrategi er den generelle planen for hvordan forskerne går frem for å besvare forskningsspørsmålene (Saunders et al., 2016). Saunders et al. (2016) definerer dette som enten utforskende, beskrivende og forklarende strategi, eller en kombinasjon av disse. Denne studien har en utforskende fremgangsmåte som betyr at den har som mål å; identifisere hva som foregår, oppnå ny innsikt, samt stille og håndtere kvalitative spørsmål (Yin, 2018). Denne tilnærmingen er valgt på grunnlag av:

- Mangel på innsikt i tildeling av risikokapital av investorer i norsk sammenheng.
- Mangel på innsikt i hvordan norske investorer ser på miljøvennlige og bærekraftige investeringer.

Denne studien vil ha en interpretivistisk filosofi som dermed gjør en kvalitativ studie det mest naturlige valget. Gjennom studien vil det bli forsøkt å forstå synspunktene og de subjektive oppfatningene objektene har i relasjon til forskningsspørsmålene. Dataene som samles inn vil bli gjort gjennom semi-strukturerte intervjuer. Enkelte spørsmål og rekkefølger kan oppstå eller endre seg om nye data eller innsikt oppstår underveis i prosessen.

Ettersom at forskerne så det nødvendig å ta i bruk både observasjoner fra intervjuer og teori funnet i litteraturen for å svare på forskningsspørsmålene ble det tatt i bruk en abduktiv metode. Dette har gjort det mulig å utnytte fleksibiliteten til å kunne bevege seg mellom teori og empiri for å utforske nye aspekter tilknyttet forskningsspørsmålene. Metoden tillot forskerne å alternere mellom å akseptere eksisterende teori og generere ny teori ut ifra funnene (Saunders et al., 2016). Det teoretiske rammeverket som tar utgangspunkt i tidligere forskning er i stor grad basert på litteratur med fokus på risikokapitalmarkedet generelt, da litteraturen fortsatt er

begrenset på dette området innenfor miljø- og bærekraftsinvesteringer. Denne avhandlingen forsøker derfor å oppnå ny innsikt om miljøvennlige og bærekraftige investeringer som kan brukes i vitenskapelig arbeid.

For å styrke avhandlingen ble det gjennomført en flercasestudie. Yin (2018) skriver at dersom det er tilgjengelig ressurser gir dette et sterkere resultat. Det argumenteres også for at forskning på flere case er mer overbevisende og robust. Investeringselskapene som ble valgt ut med et mål om å oppdage likheter mellom de. Samtidig bidrar det til å utelukke muligheten for at et enkelt case er et ekstremt tilfelle (Yin, 2018). Selv om en flercasestudie er mer ressurskrevende i forhold til innsamling av data og analyse ble dette valgt på grunnlag av at det er to forskere som arbeider med denne avhandlingen. Det er da ved bruk av flercasedesign gjort forsøk på å besvare forskningsspørsmålene ved å kombinere den mest passende teorien sammen med de empiriske funnene for å begrunne forklaringene.

3.4.1. Begrensninger ved valg av metode

Valget av metode hadde sine utfordringer. Etter valget ble tatt om å samle data gjennom intervjuer kom utfordringen med å finne de riktige kandidatene og få de til å stille opp på intervjuer. De fleste selskapene vi kontaktet stilte med ansatte i lederposisjoner med lang fartstid, mens enkelte av selskapene stilte med ansatte med relativt lite erfaring. Dette slo tydelig ut på svarene som ble gitt og hvor mye data som ble generert gjennom intervjuet.

Ettersom at studien er gjort med en kvalitativ og utforskende fremgangsmåte kan resultatene og funnene være vanskelig å gjenskape. Dette på grunn av at funnene kan variere på grunn av de semistrukturerte intervjuene. Objektene kan holde tilbake informasjon av ulike grunner eller forskerne kan tolke utsagn feil.

Studier gjort gjennom et case studie kan ikke vise til utsagn som at “resultatet er signifikant ved $p < 0.05$ ” og case-forskning kan derfor oppleves som en konstant oppoverbakke for å overbevise leseren (Siggelkow, 2007). En av utfordringene kan være anklager om å ha et for begrenset utvalg. Spørsmålet er hvordan en kan generalisere funnene dersom utvalget av case ikke er representativt. I denne studien ble det tatt i bruk et selektivt utvalg av caser, og det ble valgt ut åtte investeringselskaper med lang og bred erfaring i det norske investeringsmiljøet. Denne erfaringen gjør at casene kan bidra med verdifull informasjon og detaljer.

Å generalisere funnene basert på et lite antall case kan være utfordrende ettersom at det er mulig å komme frem til funn som er unike for et case (Yin, 2018). I denne studien er det tatt i bruk en abduktiv fremgangsmåte for å generalisere funnene. Selv om det er mulig at funnene som er gjort er unike for case som er forsket på vurderes prøveutvalget stort nok til å kunne si om et funn er unikt til et case.

Ved å bruke en abduktiv fremgangsmåte er det viktig at intervjuene har nok innhold relatert til aspektene som er relevant for problemstillingen. Dersom ikke teorien og intervjuene diskuteres i forkant av intervjuene kan en gå glipp av relevant data.

3.5. Datainnsamling

Grunnlaget for denne kvalitative undersøkelsen består av intervjuer med nøkkelpersonell som partnere, investeringsdirektører og managere i åtte forskjellige investeringselskaper. I tillegg ble det intervjuet to gründere som er i prosess med å bygge opp selskaper innen miljøteknologi. Begge har lang entreprenøriell erfaring innen olje- og gasssektoren.

Studien tok i bruk ekspertintervjuer og det ble derfor tatt bestemte valg rundt valg av intervjuobjekter. Ifølge Neuman (2014) er selektiv prøvetakning nyttig for dybdeintervjuer og grupper som besitter spesiell kunnskap og som ikke er enkelt tilgjengelig. Denne metoden vanlig innen utforskende forskning og i tilfeller hvor lite forskning er blitt gjort, ettersom det kan lede til nye områder for undersøkelse og kunnskap (Neuman, 2014).

Intervjuobjektene ble valgt ut som nøkkelpersoner med ekspertkunnskap rundt vurderinger ved investeringer med risikokapital. Intervjudeltakerne ble blant annet valgt basert på deres erfaring fra noen av Norges største investeringselskaper og anbefalinger fra andre eksperter innen investeringsmiljøet. Ved å intervju ekspert eller nøkkelpersoner er det viktig å erkjenne at selv om prøvetakingen ikke var tilfeldig valgt og størrelsen kan anses som liten, gir ekspertisen som deltakerne innehar en høyere grad av reliabilitet og validitet til funnene i denne studien.

Denne studien tok i bruk semistrukturerte intervjuer på grunn av den utforskende arten ved forskningen. Målet var at deltakerne kunne prate så fritt som mulig og komme med sine perspektiver på temaene, slik at forskerne kunne få en bedre forståelse.

Tabell 1 – Oversikt over intervjuede investorer

<i>Investeringselskap</i>	<i>Eierskap</i>	<i>Fase</i>	<i>Bransje</i>
1	Privat	Såkorn / Tidlig fase	IKT og Energi
2	Privat	Tidlig fase	Miljøvennlig energi
3	Statlig	Tidlig fase	Klimavennlig teknologi
4	Statlig	Venture fase / Alle faser	Teknologi
5	Statlig	Tidlig fase	Energiteknologi
6	Privat	Tidlig fase	Helse- og miljøteknologi
7	Privat	Seed / Venture	Alle segmenter
8	Statlig	Tidlig fase	Bærekraftige investeringer

Tabell 2 – Oversikt over intervjuede gründere

Gründer 1	Serieentreprenør og administrerende direktør i ulike selskaper innen miljø- og bærekraftsektoren. Selskapene opererer innenfor tjenesteleveranse til offshore vind sektoren og mineralutvinning til bruk i energiteknologi. Gründeren har tidligere grunnlagt selskap innen olje- og energisektoren.
Gründer 2	Administrerende direktør og grunnlegger av selskap under oppskalering. Selskapet leverer energilagringssystemer med en bærekraftig tilnærming til bruk av ressurser. Gründeren har lang erfaring fra olje- og energisektoren.

3.6. Intervjuer

I forkant av intervjuene ble det sendt ut en skriftlig forespørsel om intervjudeltakelse. Forespørselen beskrev prosessen og inneholdt informasjon om personvern, samt rettigheter angående hvordan informasjonen fra intervjuene skulle brukes. Intervjuobjektene ble også bedt innledningsvis i samtalen om å bekrefte at de godkjenner opptak av samtalen. Dette tillater forskerne å fokusere på flyten av samtalen og stille oppfølgingsspørsmål, samtidig som det tillater transkribering av samtalen og analyse av dataene.

Disse intervjuene var hovedkilden til dataene om investorenes motiver og intensjoner og det var derfor viktig å være godt forberedt. Forberedelsene bestod av å utarbeide en intervjuguide, intervjuetting og gjennomgang av intervjuguiden internt mellom forskerne og veileder.

Intervjuguiden ble laget i etterkant av bestemmelsen om å gjennomføre semi-strukturerte intervjuer, som det blir anbefalt å gjøre når det er flere personer som intervjuer og objektene blir kun intervjuet én gang (Yin, 2018). En slik semi-strukturert metode legger til rette for oppfølgingsspørsmål som kan gi en bredere forståelse av forskningsspørsmålene. Intervjuobjektet kan derfor svare delvis fritt og delvis innenfor temaet. Dette gjør det lettere å fange objektens personlige meninger om temaene og motivasjon for beslutninger.

Intervjuguiden ble utarbeidet og strukturert med utgangspunkt i forskningsspørsmålene. Innledningsvis ble objektet bedt om å presentere seg selv og deres rolle i selskapet. Deretter var intervjuguiden delt i tre etter temaene risiko, verdsettelse og etikk. I første del ble intervjuobjektene bedt om å reflektere rundt risiko og hvilke vurderinger som blir gjort ved investeringer. Den neste delen fokuserte på avkastning og verdsetting, og den tredje delen omhandlet det etiske aspektet ved investeringene.

3.7. Analyse av data

En rekke intervjuer og mange timer med opptak generer store mengder data. For å bearbeide dette er det nødvendig å sette dataene i system. Totalt ble omfanget av alle intervjuene om lag 39 000 ord. Å redusere dataene til mindre og mer håndterbare utdrag er noe som støtter opp under de fleste former for kvalitativ dataanalyse. I denne studien ble kodene utviklet *posteriori*, hvor de oppstod fra selve dataene. Kodingen av dataene bestod av å nøye lese gjennom transkriberingene av intervjuene, identifisere gjennomgående temaer og kategorisere disse.

Tabell 3 – Analyseprosessen

<i>Fase</i>	<i>Beskrivelse av prosessen</i>
1. Bli kjent med dataene	Transkribering av dataene, gjennomlesning og notere ideer.
2. Kategorisere tekstutdrag	Tekstutdragene gis en kode for kategorisering.
3. Generere koder basert på utdrag	Re-fokusere analysen i et bredere perspektiv. Danne potensielle temaer av koder.
4. Gjennomgang av kodene	Undersøke de kodede utdragene opp mot problemstillingen.
5. Produsere rapporten	Skrive resultatene ved bruk av utdrag og omfattende kommentarer.

Innledningsvis i prosessen er det viktig å lese gjennom transkriberingene på nytt for å få helhetsinntrykk og sammenheng. Her dannes det initielle ideer underveis. Andre steg består av å organisere tekstutdrag inn i de tre overordnede kategoriene; risiko, verdsettelse og etikk. I tredje steg ble passende koder generert ut fra utdragene. Steg fire handlet om å revidere kodene og vurdere om de passet inn i det overordnede målet med avhandlingen, og om de hadde nok grunnlag for å være en del av analysen. Det femte steget består av å skrive analysen. Her blir dataene oppsummert på grunnlag av de identifiserte temaene og argumenter støttet opp under ved bruk av utdrag fra intervjuene.

3.8. Validitet og reliabilitet

Validitet og *reliabilitet* er ideer som bidrar til å etablere sannferdighet, troverdighet og pålitelighet ved funnene i forskningen (Neuman, 2014). *Validitet* referer til hvor godt en idé “passer” med virkeligheten. Mangelen på validitet fører til at ideene som brukes til å analysere den sosiale verden og hva som faktisk skjer i den sosiale verden er mangelfull. Validitet svarer på spørsmålet om hvor godt vi måler den sosiale virkeligheten ved bruk av sosiale konstruksjoner. *Reliabilitet* betyr pålitelighet eller konsistent. Dette antyder at det samme vil gjenta seg under identiske eller lignende forhold. Det motsatte av reliabilitet ville vært uberegnelig, ustabil eller inkonsekvente resultater på bakgrunn av målingene som blir gjort (Neuman, 2014).

3.8.1. Validitet

Validitet omhandler robusthet og sannhet i uttalelser. Det angår hva som blir forsket på og hvilken metode som brukes for å utføre forskningen. Innholdet og hvor teorien ble samlet skal samsvare med forskningsspørsmålene (Yin, 2018). For å gi validitet til studien har forskerne knyttet relevant teori til de ulike casene. Det er viktig å ta i bruk en metode som får objektene til å dele sine syn og erfaringer. I dette tilfellet hvilke vurderinger investorene gjør ved investeringer i vekstselskaper. Ved å ta i bruk semistrukturerte intervjuer ble det lagt til rette for en åpen dialog om personlige meninger og erfaringer. Dette har vært relevant for denne utforskende studien. En annen tilnærming for å øke validiteten ved studien har vært å få tilbakemelding fra veileder underveis på relevansen ved teorien og spørsmålene som ble stilt under intervjuet. Andre faktorer som kan påvirke validiteten i denne studien er om intervjuobjektene bøyde sannheten eller var uærlige. Dette for å stille seg selv eller selskapet i et bedre lys, eller for å tilfredsstille intervjuerne. Ettersom forskerne ikke hadde noen form for tilknytning hverken personlig eller profesjonelt til deltakerne, anses ikke dette som en stor trussel mot validiteten i oppgaven. Likevel har enkelte av spørsmålene potensiale til å generere svar som deltakerne kan anse som sensitive. I denne studien er det derfor mest nærliggende å tro at det kan stilles størst tvil ved validiteten av svarene som knytter seg til etikk.

3.8.2. Reliabilitet

Innen kvalitativ forskning er reliabilitet et av målene på kvaliteten ved studien (Yin, 2018). Reliabilitet er oppnådd dersom en annen forsker kan følge de samme prosedyrene som beskrevet i studien og komme frem til de samme resultatene og konklusjonene. Ifølge Johannesen og Tufte (2020) kan det være utfordrende å oppnå høy grad av reliabilitet i kvalitative studier på grunn av at intervjuene sjeldent følger nøyaktig de samme prosedyrene (Johannessen, 2020). Ved å forklare hvordan dataene ble samlet inn og hvordan de ble analysert gjøres det mulig for andre å rekonstruere studien, og dermed forbedre reliabiliteten. Begge intervjuguidene er som nevnt vedlagt for å tilrettelegge for rekonstruksjon. Intervjuobjektene og selskapene de jobber for er i denne studien anonymisert. Dette gjør det mer utfordrende å gjenskape de samme intervjuene. Dette ble derimot sett på som nødvendig for at deltakerne kan svare så åpent og ærlig som mulig.

3.8.3. Kvalitet på studien

For å sikre at den kvalitative forskningen holder tilfredsstillende nivå av validitet og reliabilitet, er det i denne studien tatt utgangspunkt i Kreiner et al. (2009). Fremgangsmåten som presenteres nedenfor i Tabell 4 er et supplement som kvalitetssikrer metoden for utvikling av kodene som tidligere ble illustrert i Tabell 3.

Tabell 4 – Prosedyre for kvalitetssikring (Kreiner et al., 2009)

<i>Fase</i>	<i>Hendelse</i>
Utvikling av posteriori koder	<p>Hver transkribering av intervjuene leses individuelt av forskningsteamet og utvikler koder induktivt. Koder kan gjelde ord, setninger paragrafer eller avsnitt.</p> <p>Forskerne koder transkriberingen individuelt.</p> <p>Kodene plasseres i en database med tilknyttede betydninger.</p>
Felles analyse av tekstene	<p>Transkriberingene analyseres felles av forskerne hvor kodene sammenlignes.</p> <p>De endelige kodene bestemmes.</p> <p>Tre scenarioer kan oppstå:</p> <ol style="list-style-type: none">1. Begge forskerne ga den samme koden til samme seksjon med tekst.2. En av forskerne kodet en seksjon med tekst (den andre forskeren leste seksjonen på nytt og revurderte om koden skulle tas i bruk).3. Ingen kode ble tildelt teksten.

4. Analyse og diskusjon

I dette kapitlet fremlegges avhandlingens empiri, samtidig som dette drøftes i lys av det teoretiske rammeverket. De tre forskningsspørsmålene som er beskrevet i problemformuleringen skal bidra til å gjøre rede for den overordnede problemstillingen, og utgjør derfor en naturlig inndeling av analyse- og drøftingskapitlet. Hvert delkapittel avsluttes med en oppsummering av de respektive forskningsspørsmålene.

4.1. Risiko

Delkapitlet tar for seg analysen av det kvalitative datagrunnlaget hva gjelder betydningen av risikoaspekt ved miljøvennlige og bærekraftige investeringer. Videre drøftes disse funnene i forhold til eksisterende litteratur. Det aktuelle forskningsspørsmålet for dette delkapitlet er følgende:

Hvilke risikovurderinger gjøres i forbindelse med miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

4.1.1. Betydningen av markedsrisiko

Undersøkelsene som er foretatt har som mål å avdekke markedets kompleksitet og rolle i forkant av en investeringsbeslutning. Intervjuobjektene fremstår entydige og beskriver markedsrisiko med ulike underdimensjoner som sentrale vurderinger, uavhengig av type aktive eierfond. Wang et al. (2012) trekker blant annet frem interesse i markedet og potensiale for markedsvekst som aspekter innenfor markedsrisiko.

“Det vi kanskje eliminerer flest selskaper på er at vi føler de ikke har nok “traction” i markedet, altså de har ikke kommet langt nok når det gjelder å bygge opp kundebase og omsetning.”

- *Managing Director, statlig CVC*

Samtlige investeringsaktører i referansegrunnlaget understreker interessen for bedriften i markedet som et viktig kriterium i vurderingsprosessen. Vekstbedriftene som søker finansiering må ofte demonstrere at deres forretningside verdsettes av kundene og at det finnes betalingsvillighet i markedet. Teknologien og konseptet kan på sin side virke svært lovende, men dersom ikke markedet opplever prosjektet som attraktivt øker dette risikoen betydelig for investorene.

Disse observasjonene er spesielt interessante da de skiller seg fra tidligere undersøkelser av Kaplan & Strömsberg (2004) og Grimsby (2018). Disse studiene tok for seg blant annet elementer i markedsrisiko som ble ansett å være utslagsgivende for å avstå fra en investeringsbeslutning, eller faktorer som var til hinder for vekst for bedriftene. Deres empiri viser at etterspørsel etter bedriftenes produkter og tjenester var en del av vurderingen, men rangeres relativt lavt sammenlignet med andre faktorer. Studiene er ikke konsentrert rundt en bransje eller industri, men betrakter investeringsbeslutninger og vekst på generelt grunnlag. Det er grunn til å tro at årsaken til at denne avhandlingens data skiller seg fra nevnte litteratur, finnes i miljøteknologiens særegenheter i markedet. Dette underbygges av Wüstenhagen (2013) som konkluderer med at aktørene innen miljøteknologi i størst grad er rettet mot B2B markeder, som igjen fører til et færre potensielle kjøpere for adopsjon av teknologien. Dette skaper særlig høy markedskonsentrasjon. Tatt disse forholdene i betraktning er det også sannsynlig å anta at frem til grønn energi er implementert i samfunnet som den nye alminnelige energikilden, vil det knyttes større risiko til investeringer i miljøteknologi i forhold til andre bransjer eller industrier.

“Hvis du ser på Finn.no så brukte de 10-12 år før SPiD egentlig begynte å bli lønnsomt og mainstream. Det å vurdere tidspunktet for om vi er for tidlig eller sent ute er ekstremt viktig [...]. Det er også ofte derfor en mislykkes i disse gründerselskapene, fordi en er for tidlig ute”

- *Managing Partner, privat venturefond*

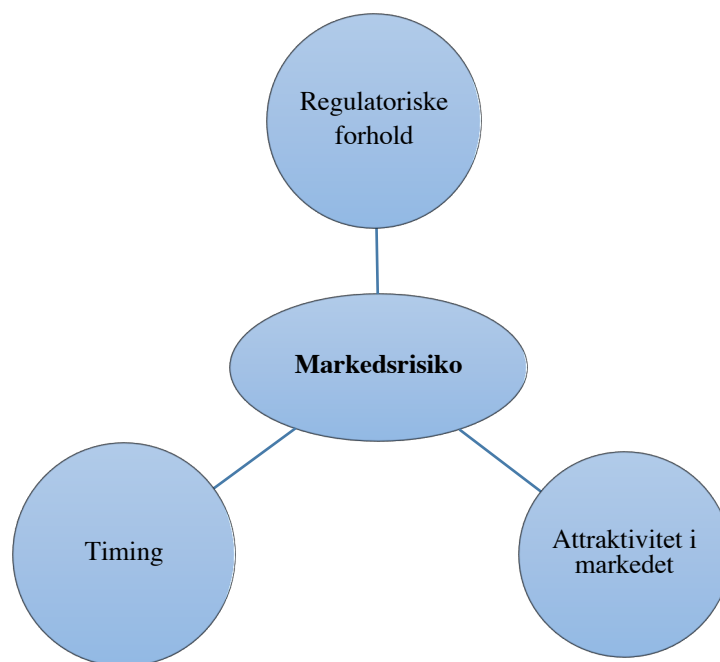
I forlengelsen av interesse i markedet og oppbygging av kundebase, peker flere intervjuobjekter på markedets modenhet på investeringstidspunktet som en sentral faktor innenfor markedsrisiko. Store deler av miljøteknologiens verdikjede bærer i dag fortsatt preg av umodenhet. I tillegg må helt nye teknologier og forretningsmodeller tas høyde for, samt at fartstiden for denne type investeringer er relativt kort hos mange investorer. Sammenlignet med mer tradisjonelle verdikjeder, eksempelvis innenfor petroleumsindustrien, sitter investorene på dårligere forutsetninger for å vurdere markedspotensialet. Essensen i denne observasjonen er at timing er viktig da det er opp til markedet om en forretningsidé eller en ny teknologi blir en suksess eller ikke, og ikke nødvendigvis kvaliteten på teknologien. En god teknologi kan få sitt gjennombrudd på et senere tidspunkt, avhengig av metningen og behovet i markedet. Flytende havvind er et eksempel som underbygger intervjuobjektens refleksjoner angående timing i markedet. Per i dag krever flytende havvind betydelig større kostnader enn eksempelvis landbasert vind, solenergi og batteriteknologi. Selv om Norge besitter havområder med enormt potensiale for denne type teknologi er dette fortsatt i stor grad et uforløst potensiale (SINTEF, 2021). Dette kan derfor underbygge viktigheten av timing i markedet for venturekapitalistene som antyder at trender er viktig for å skape ønsket avkastning på investeringene. I mange tilfeller, eksempelvis i kostnadsreduksjonen for solproduksjon, skapes slike trender gjennom global satsning fra myndigheter gjennom markedsstimulerende politikk og subsidier (Andreassen, 2019). Videre er det rimelig å anta at samfunnets økte forståelse og oppmerksomhet rettet mot bærekraft er en stor driver i trendene som skapes innenfor slike investeringer.

“En ting vi begynte med i høst er at vi vurderer om casene er taxonomi-compliant.”

- Partner, privat såkornfond

Et annet aspekt innenfor markedsrisiko er regulatoriske forhold. Flere intervjuobjekter hevder at de vil måtte tilrettelegge sin investeringsstrategi etter reguleringer innenfor bærekraftig finans som kan tre i kraft på kort eller lang sikt. Som beskrevet i det teoretiske rammeverket står aktørene innenfor bærekraftig finans overfor EU taksonomien som fortsatt er under utvikling. Denne vil sannsynligvis tre i kraft og påvirke både bedrifter og investorer fra 2022. Taksonomien vil medføre et større krav til rapportering som klart skiller bærekraftige aktiviteter fra ikke-bærekraftige. En potensiell nedside for ventureinvestorene kan være betydelig i prosjekter der etterspørselen nedjusteres som følge av dette nye rammeverket. På en annen side kan oppsiden for andre prosjekter vise seg å være desto større. Det vil derfor i

fremtiden stilles høyere krav til investorenes innsikt i bærekraften i produktet og ikke bare potensialet på inntektssiden. Figur 3 summerer analysens viktigste observasjoner innenfor markedsrisiko.



Figur 3 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor markedsrisiko

4.1.2. Betydningen av teknologisk risiko

Prosjektene som søker risikovillig finansiering innenfor miljøteknologi er ofte preget av omfattende teknologisk risiko. Risikoomfanget relaterer seg hovedsakelig til funksjonalitet og nytteverdi. Hvilket utviklingsstadium teknologien befinner seg på er derfor sentralt i forhold til hvor stor risiko som assosieres med prosjektene. Dette er i tråd med Wang et al. (2012) og Proksch et al. (2018) som beskriver lavere teknologisk risiko knyttet til senfase prosjekter, sammenlignet med tidligfase. I tillegg forbindes det stor risiko knyttet til oppskalering og industrialisering av produksjonen. Dette skal gjøres på en effektiv måte der kvaliteten fra produksjonen i mindre skala må opprettholdes. Dette fremstår som en fallgrube for flere vekstbedrifter og følgelig et viktig vurderingskriterium for samtlige investorer.

“For å vurdere teknologisk risiko benytter vi oss av egne folk med svært høy kompetanse. Disse har PhD i fysikk, kjemi og andre fag, ikke nødvendigvis finansbakgrunn, men har mulighet til å forstå det tekniske konseptet.”

- *Partner, privat venturefond*

For investorene kan vurderingen av teknologisk risiko bringe frem store kunnskapshull og mangel på teknologisk innsikt, noe som igjen gir rom for investeringsbeslutninger basert på feil grunnlag. For å redusere denne type risiko hevdes det gjennomgående blant intervjuobjektene at det bør benyttes enten intern eller ekstern ekspertise for å vurdere caset. Fagfolkene som benyttes har som oftest høy teknisk kompetanse nivå og gjennomfører en saksgjennomgang, eller “due diligence”, i samråd med investeringselskapene. Basert på dette gir de en anbefaling om hvorvidt prosjektene er gjennomførbare eller ikke.

“[...] for å justere ned risikoen vil vi at selskapene skal ha en differensiert teknologi eller en idé som de allerede har satt ut i praksis.”

- *Analyst, privat oppkjøpsfond*

I følge Kut et al. (2007) er den teknologiske risikoen en større del av vurderingen for ventureselskaper sammenlignet med selskaper med fokus på oppkjøp, restrukturering og revitalisering. Dataene i denne undersøkelsen samsvarer med den nevnte observasjonen. Oppkjøpsfond verdsetter teknologi som allerede er validert av markedet og “proof of concept” er gjennomført. Dette innebærer både at funksjonalitet og forretningsideen er bekreftet, noe som følgelig resulterer i lavere eksponering for teknologisk risiko. Brorparten av denne type risiko ligger i en eventuell oppskalering som kan inngå som en del av revitaliseringen. Sårkornfond investerer oftest i prosjekter der eksponeringen av teknologisk risiko er høyest som følge av at selskapene befinner seg på et tidlig utviklingsstadium.

Undersøkelsene av Kut et al. (2007) kvantifiserer videre viktigheten av teknologi, og foretar en rangering med andre kriterier som kan påvirke investeringsbeslutningen. I studien ble det funnet at saksgjennomgang av produktet prioriteres bak blant annet team og validering i markedet. Dette basert på en poengscore respondentene ga de ulike kriteriene. Det er imidlertid verdt å understreke at studien ikke tar for seg investeringer i miljøteknologi isolert sett, og at deres resultater derfor ikke direkte kan sammenlignes med denne avhandlingens data. Da slike

studier innenfor miljø- og bærekraftsinvesteringer fortsatt er relativt få, gir dette likevel en god indikasjon på risikovurderinger i forbindelse med investeringsbeslutninger generelt.

“Hvis du leverer verdens beste teknologi og markedet ikke vil ha det, så er det ikke verdens beste teknologi. Så enkelt er det.”

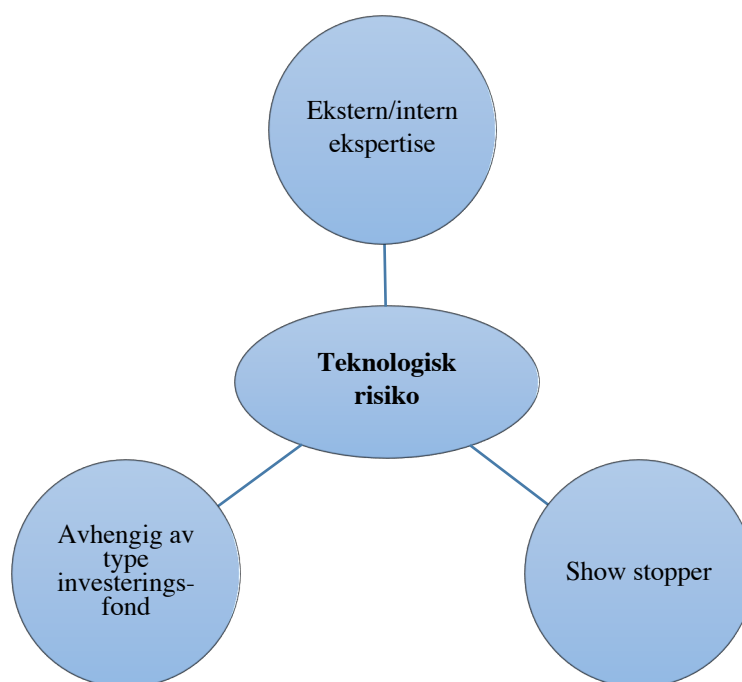
- *Gründer og styremedlem, vekstselskap innenfor havvind*

“Det er mange snubletråder på veien, [...]. Den første er teknologien. Fungerer det ikke så fungerer ingenting, da dør du umiddelbart.”

- *CFO, statlig CVC*

På bakgrunn av resultatene som fremgår av denne oppgaven finnes det ikke tilstrekkelig data som tilsier at teknologisk risiko har mindre betydning sammenlignet med markedet eller lederteamet. Flere av intervjuobjektene trekker imidlertid frem begrepet “show stopper” i sammenheng med teknologisk risiko. Show stopperer er faktorer som er kritiske forutsetninger for gjennomføringen av prosjektene. Disse faktorene fremstår som likeverdige i betydning. Avhengig av om én eller flere av faktorene mislykkes, vil dette medføre at hele prosjektet stopper opp. Det er derfor rimelig å anta at teknologi ikke er et sub-kriterium aktørene kan tillate seg å nedprioritere på bekostning av andre faktorer. Resultatene tyder på at det er grunn til å tro at teknologi er av stor betydning, samt en potensiell show stopper for investeringsbeslutninger innenfor miljøteknologi.

Teknologisk risiko vurderes til å være en show stopper også for objektene som representerte CVC-selskaper. Samtidig har disse selskapene flere hensyn å ta hva gjelder vurderingen av teknologi. Målsettingen deres hevdes av intervjuobjektene å være overvåking av markedet, samt investere i prosjekter og teknologier som selskapet kan implementere i egen virksomhet. Dette er viktig for å kunne høste både økonomisk og industriell gevinst. Disse funnene samsvarer med studiene til Siegel (1988) og Manigart (1997). Dessuten, fordi CVC driver egne forskning- utviklingsavdelinger må de forholde seg til Intellectual Property Risk (IPR) som tar for seg risiko knyttet til immaterielle rettigheter. Det understrekes av intervjuobjektene at selskapene og teknologiene de investerer i ikke kan ha tilknytning eller eierskap til en tredjepart, da dette kan få store konsekvenser for deres rettigheter senere. Figur 4 oppsummerer de viktigste funnene innenfor teknologisk risiko for venturekapitalister innenfor miljø- og bærekraftsinvesteringer.



Figur 4 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor teknologisk risiko

4.1.3. Betydningen av humankapital

Betydningen av etableringsteamet og humankapital til sentrale personer i en vekstbedrift synes utvilsomt å være en viktig faktor når investeringsfondene tar avgjørelse om å investere i selskapet. Investorenes krav til kapitalavkastning og utvikling forutsetter at teamet besitter både ambisjoner og motivasjon. Et velkjent uttrykk blant venturekapitalister i litteraturen og intervjuobjektene i denne avhandlingen, sier at det finnes høyere sannsynlighet for å lykkes med en klasse B idé og et A-lag, enn med en klasse A idé og et B-lag.

Ni av ti intervjuobjekter trekker frem vurderingen av teamet som en sentral del av deres prosess. Analysen av resultatene viser likevel at dette kriteriet vektlegges i ulik grad blant investorene.

“Det er veldig mange som snakker om team, team, team. Folk kan jo byttes ut underveis. For oss er det viktig at ideen er god og den passer inn i fremtidsbildet vi tror på. Hvis det ikke er de folkene som kan ta prosjektet helt til exit ser vi ikke på det som en showstopper.”

- Partner, privat såkornfond

Investorer med fokus på prosjekter i såkornfase tenderer mot å bruke større ressurser på å redusere risiko forbundet med teknologi og marked. Intervjuobjektene hevder at de ikke vurderer etableringsteamet som en show stopper for investeringsbeslutningen. Årsaken til dette kan forklares ved tidsrammen det opereres med for de ulike fondene. Såkornfond har en betydelig lengre horisont enn venture- og oppkjøpsfond, og kan på det lengste være involvert i prosjekter på opptil 10 år. Dette innebærer at fondene som regel opererer som co-investorer og er involvert i flere utviklingsfaser. Etableringsteamet vurderes derfor som en mindre risiko da det ofte finnes muligheter for å gjøre utskiftninger underveis, uten at dette nødvendigvis skjer i en kritisk fase for bedriften. Dette funnet underbygges i litteraturen av Hall & Hofer (1993) og Zacharakis & Meyer (1998) som fant blant annet at ledergruppen har større betydning senere enn i tidlig fase. Funnene til Tyebjee & Bruno (1984) derimot peker på etableringsteamet som det viktigste kriteriet. Dette kan forklares ved at studien ikke betrakter ulike type eierfond, men venturefond isolert. Videre er det også grunn til å anta at dette noe reduserte fokuset på etableringsteamet kan skyldes ulikt behov for kompetanse i de ulike fasene. Sentrale nøkkelpersoner i en såkornfase besitter nødvendigvis ikke kvalifikasjonene selskapet trenger i en ekspansjons-, oppskalering- eller kommersialiseringsfase.

“Det er viktig for oss at det er et erfarent lederteam som er med i selskapet [...]. Kompetansen til styrene i disse selskapene. Evnen og viljen til å akselerere og vokse. Det skal være ganske stor og hurtig vekst.”

- Partner, privat venturefond

Teamets betydning for investorene i vekstselskap som befinner seg i fasene venture- og oppkjøpsfase synes å spille en mer avgjørende rolle i en investeringsbeslutning. Intervjuobjektene som representerte disse selskapene nevner uoppfordret “team” som den første, eller som en av de første risikovurderingene som gjøres. I flere av intervjuene ble dette også poengtert flere ganger underveis. Disse resultatene samsvarer med tidligere nevnte Tyebjee & Bruno (1984), samt MacMillan et al. (1987) som peker på personell som den viktigste vurderingen.

Innenfor humankapitalens underdimensjoner presiseres det gjennom intervjuene hva teamet kan vise til av tidligere arbeid, “track record”, som den mest fremtredende faktoren. Støtte for dette ble også funnet i intervjuene av gründerne, da de ble stilt spørsmålet om hva de selv antar er viktige risikovurderinger for deres investorer.

“Investorene evaluerer teamets kapabiliteter grundig og ser på hva vi har gjort før. Gjennomføringsevne er veldig viktig.”

- *Gründer og CEO, scale-up selskap innenfor batteriteknologi*

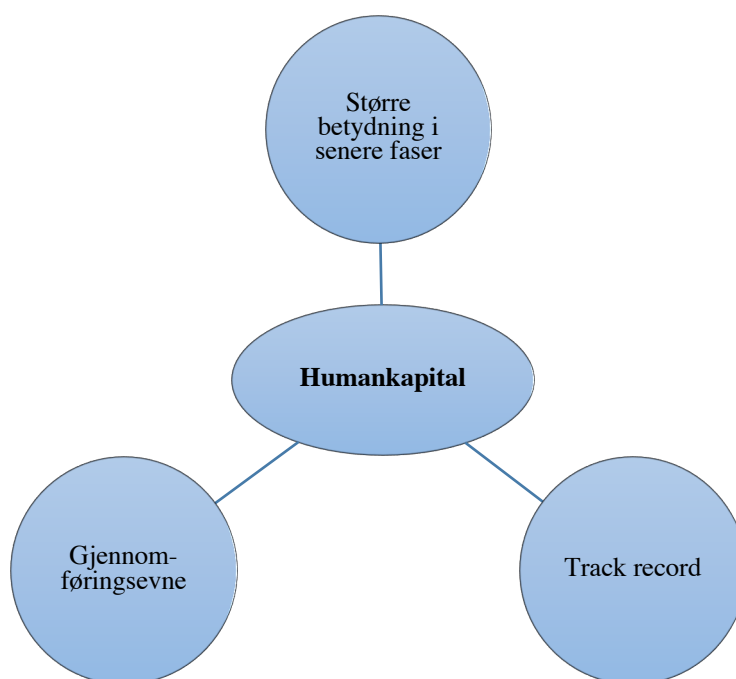
“Investorer vil ha team som har lykket flere ganger før.”

- *Gründer og styreleder, scale-up selskap innenfor havvind*

I en bedrifts tidlige faser er track record en investors beste indikasjon på hvorvidt personene besitter de kvalitetene som skal til for å lykkes. Gjennomføringsevne, et fremoverlent og aggressivt team, er blant de viktigste faktorene intervjuobjektene vektlegger innenfor venture- og oppkjøpsfasen. Det kan tenkes at denne tydelige presiseringen av teamets kvalifikasjoner i hovedsak kan skyldes to ting; investeringens tidshorisont og størrelse. Tidsrammen for venture- og oppkjøpsfond er gjerne vesentlige kortere enn for såkornfond, ofte på tre til fem år. I tillegg investeres det betydelig høyere summer av denne typen investeringsfond. Det er rimelig å anta at disse to faktorene er sterkt medvirkende årsaker til observasjonene hva gjelder egenskaper i etableringsteamet og betydningen av humankapital.

Observasjonene av humankapitalens underdimensjoner beskrevet ovenfor samsvarer med den gjennomgåtte litteraturen. I følge Kaplan & Strömsberg (2004) var faktorer som spesifikk humankapital utslagsgivende for beslutningen i 60% av investeringscasene. Gjennomgående for disse tilfellene var teamets fokus på vekstmuligheter og tidligere erfaringer. Støtte for disse observasjonene finnes også i Pintado et al. (2007), Kut et al (2007) og Franke et al. (2008).

Resultatene i undersøkelsen tyder på at gründerne og investorene er unisone hva angår betydningen av humankapital og hvilke underliggende faktorer som er viktige. Dette anses som forsterkende for validiteten av resultatene som fremlegges. Figur 5 oppsummerer de viktigste funnene i dette delkapittelet. Videre er det interessant å betrakte faktorer som hevdes å være avgjørende for en av partene, men som nødvendigvis ikke nevnes i like stor grad fra den andre. Slik innsikt kan bidra til å forenkle tildelingsprosessen av risikokapital og gjøre den mer transparent. Gründerne legger stor vekt på sin tilnærming i fremleggelsen av konseptet, såkalt “elevator pitch”. I disse fremleggelsene pekes det på at evner omkring å presentere forretningsideen på en ryddig og logisk måte er helt avgjørende. I tillegg, forklare hvor selskapet befinner seg og forventet utvikling på en ærlig og overbevisende måte. Samtidig hevder gründerne at illustrasjoner eller animasjoner for å illustrere produktet på et tidlig stadium er et viktig virkemiddel. Dette skaper optimisme og tilknytning hos investorene.



Figur 5 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor humankapital

4.1.4. Betydningen av informasjonsasymmetri

Informasjonsforskjeller er til stede for både investor- og entreprenørsiden i alle finansieringssituasjoner, i større eller mindre grad. Intervjuobjektene påpeker at det ikke er mulig å eliminere denne faktoren, da entreprenøren til enhver tid bevisst eller ubevisst vil besitte mer kunnskap om forretningsideen enn eventuelle investorer. Likevel, resultatene tyder på at begge parter etterstreber å minimere denne faktoren i størst mulig grad.

Graden av skjevfordelt informasjon er summen av usikkerhet innenfor elementene beskrevet i ovennevnte delkapitler, samt øvrige risikoelementer, som for en av partene er tilgjengelig informasjon. I den kvalitative undersøkelsen hevder intervjuobjektene at graden av asymmetrisk informasjon kan reduseres ved å betrakte de ulike elementene hver for seg. I den gjennomgåtte litteraturen rettes det særlig stor oppmerksomhet mot asymmetrisk informasjon, og som beskrevet i det teoretiske rammeverket finnes det bred støtte for dette som et element av stor betydning.

“De som har utviklet produktet eller tjenesten er selvfølgelig de som kjenner dette området best [...]. Ofte kan man få assistanse fra ekstern ekspertise og rådgivning til å være med å validere og forstå.”

- *Investment Director, statlig venturefond*

I de fleste tilfeller der asymmetrisk informasjon er beskrevet er mulighetene for opportunistisk tilnærming, eller “moral hazard”, er naturlig del. I slike tilfeller holder entreprenørene tilbake informasjon som kan ha negativ innvirkning på investorens investeringsbeslutning, som indikert av blant annet Shane & Cable (2002). Dette kan eksempelvis være informasjon om teknologiens effektivitet ved oppskalering som kan være vanskelig informasjon å oppdrive for andre enn entreprenøren selv. På tross av den tydelige presiseringen av informasjonsasymmetri som et risikoelement innenfor akademia, gir svarene fra intervjuobjektene inntrykk av en annen tenkning. Asymmetrien erkjennes som et potensielt problem, men beskrives som en helt naturlig del av investeringsprosessen hvor asymmetrien reduseres ved hjelp av fagekspertter og gjensidig åpenhet og tillit. Flere av intervjuobjektene hevder videre at entreprenørene fremstår som mer åpne når de står overfor høyt kompetent personell innenfor deres fagområde.

“Hvis vi opplever at man ikke er åpen og holder tilbake informasjon, eller om det er noe som ikke stemmer så trekker vi oss. Så enkelt.”

- Partner, privat såkornfond

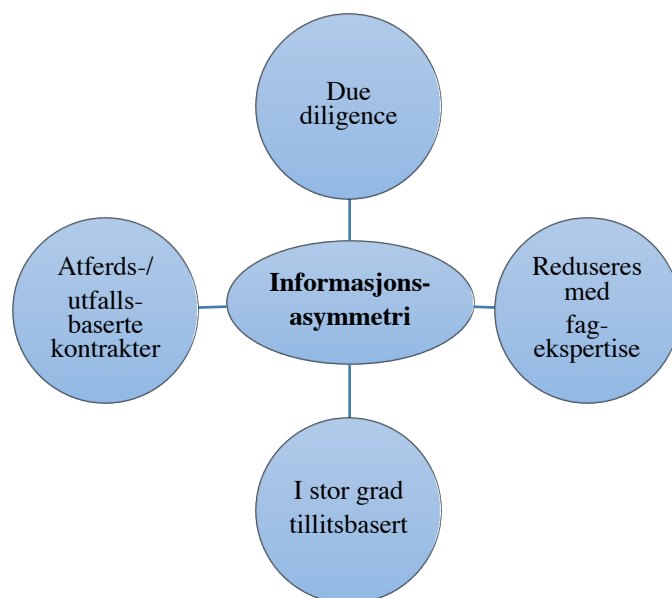
Intervjuobjektene hevder at profesjonelle entreprenører og investorer i de aller fleste tilfeller har en åpen dialog hvor tilgjengelig informasjon deles via et datarom og i møter. Dersom investorene opplever at informasjon blir tilbakeholdt er veien kort til å trekke seg ut av prosjektet. Tillit mellom forhandlingspartene er dermed helt avgjørende for et framtidig samarbeid.

Insentivet til å opptre i egen interesse på bekostning av en annen part vil sannsynligvis alltid være til stede. Dette er en risiko investorer ser ut til å leve godt med. I tillegg kan manglende kjennskap og lang erfaring hos en del investorer innenfor miljøteknologi bidra til økte muligheter for dette insentivet. Likevel, basert på intervjuene antydes det at denne problematikken fremstår som et større fokus i litteraturen enn i praksis. Det som er med på styrke denne observasjonen er at investorene opererer på tilbudssiden i risikokapitalmarkedet, og etterspørselen fra entreprenørene innenfor miljøteknologi har de siste årene vært enorm. Dette gjør nåløyet for tildeling av kapital svært trangt, som igjen gjør at entreprenørene har mye å tape med en opportunistisk atferd. I tillegg kan det tenkes at metodene for å redusere asymmetrisk informasjon er så godt innarbeidet og en så naturlig del av prosessen, at dette er årsaken til forskjellene i denne undersøkelsen og eksisterende litteratur. På en annen side må disse observasjonene også ta høyde for at intervjuobjektene ikke ønsker å utlevere seg ved å oppgi den type informasjon.

Videre finner undersøkelsen ingen indikasjoner på at informasjonsgapet skaper større problemer i et privat investeringselskap, sammenlignet med investeringscase hvor statseide aktører er involvert.

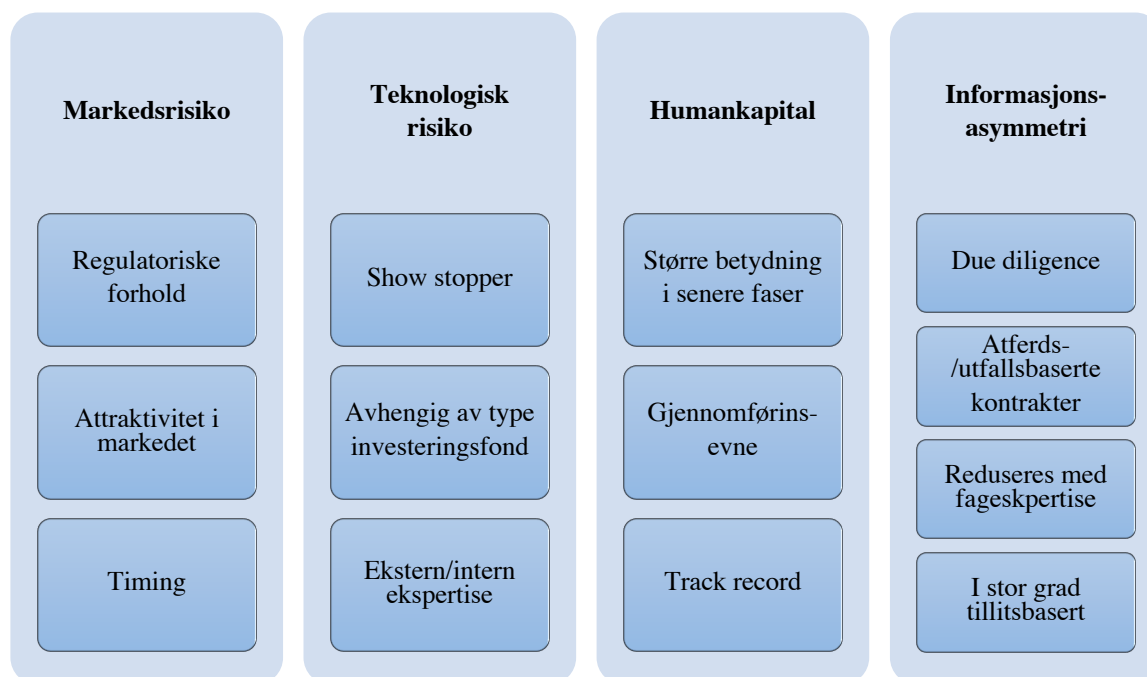
Det er likevel verdt å merke seg investorenes ulike verktøy brukt til å innhente tilstrekkelig informasjon for å gjøre en tilfredsstillende vurdering av investeringsobjektet. Samtlige aktører trekker frem både trinnvis finansiering av prosjektene i flere runder, samt grundig saksgjennomgang, «due diligence», som vanlige steg innledningsvis. Dette samsvarer med de tidligere observasjonene av Kaplan & Strömsberg (2004), Kut et al. (2007) og Vernimmen (2017). Videre forteller noen av venturekapitalistene at det ofte kan være situasjoner der

entreprenøren besitter store mengder taus kunnskap, enten som følge av lang erfaring eller særskilt kompetanse på et smalt fagfelt. I disse tilfellene hevder objektene at det er ønskelig å binde entreprenøren til prosjektet. Dette kan eksempelvis gjøres gjennom adferds- eller utfallsbaserte kontrakter, som på den måten sikrer seg mot en viss nedside som investor. Disse funnene er i tråd med Kut et al. (2007).



Figur 6 – Oppsummering av viktige risikovurderinger innenfor informasjonsasymmetri

4.1.5. Oppsummering



Figur 7 – Oppsummering av viktige risikovurderinger

Gjennom den kvalitative undersøkelsen er det tydelig at samtlige aktører innenfor bærekraftig risikokapital anser markedet som en vurdering av stor betydning. Undersøkelsen tyder på at investorene stiller høye krav til produktets etterspørsel i markedet og at bedriftene kan vise til en kundebase. På bakgrunn av den gjennomgåtte litteraturen kan dette skyldes særegenhetene innenfor miljø- og bærekraftsinvesteringer. Videre tyder det på at vurderinger av markedets modenhet er sentralt i risikovurderingen. Dette har sammenheng med produktets etterspørsel i markedet og på hvilket tidspunkt teknologien når maksimal markedsadopsjon. Undersøkelsene kan tyde på at dette styres av markedsstimulerende politikk og subsidier, samt kostnadsreduksjoner i forbindelse med produksjon. I tillegg er det grunn til å anta at økt oppmerksomhet generelt rettet mot bærekraft har innvirkning på markedsadopsjonen. Til slutt peker denne undersøkelsen på betydningen av regulatoriske forhold. Aktørene antyder at de arbeider målrettet mot sannsynlige utfall av fremtidige reguleringer som kan påvirke deres investeringer.

Teknologisk risiko ser ut til å ha ulik betydning blant investorene. Såkornfond bærer størst risiko da de investerer i svært umodne prosjekter. På den andre enden av skalaen opererer oppkjøpsfond med prosjekter som allerede har validert teknologi, og bærer derfor minst teknologisk risiko i forhold til utvikling. På en annen side er denne type risiko i aller høyeste grad representert i oppskaleringsprosesser. Felles for alle investeringsfondene er at de benytter seg av fagekspertise som kan uttrykke seg om gjennomførbarheten i prosjektene. Det er gjerne disse anbefalingene som gjør teknologisk risiko til en potensiell show stopper.

I likhet med vektleggingen av teknologi peker empirien i denne oppgaven mot ulik tilnærming blant investorene innenfor etableringsteam og humankapital. Som følge av karakteristikker i såkorninvesteringer, tenderer disse fondene å vektlegge etableringsteamet i mindre grad enn de andre. Viktigheten av teamets humankapital ser ut til å være av større betydning i senere faser, som også kan skyldes karakteristikker i venture- og oppkjøpsfase. Undersøkelsen forsøker også å beskrive hvilke underdimensjoner av humankapitalen som er av betydning. Investorene og gründerne hevder samstemt at «track record» og gjennomføringsevne er de mest fremtredende faktorene.

Avslutningsvis har dette delkapittelet lagt frem og drøftet betydningen av asymmetrisk informasjon. Gjennomgått litteratur legger stor vekt på dette som en utfordring hvor opportunistisk atferd og feilvurderinger er potensielle konsekvenser. Gjennom undersøkelsen er det grunn til å tro at investorene lever godt med denne risikoen. Det synes å være av både investor og entreprenørens interesse å minimere denne asymmetrien i størst mulig grad. I tillegg benyttes det fagekspertise og grundig due diligence som reduserer asymmetrien betraktelig. Videre kan adferds- eller utfallsbaserte kontrakter brukes for å redusere risiko. Betydningen av informasjonsasymmetri som et risikoelement tyder på å være mindre enn den gjennomgåtte litteraturen kan gi uttrykk for.

4.2. Verdssettelse

Delkapittelet tar for seg analysen av det kvalitative datagrunnlaget hva gjelder vurderingen i forhold til verdsetting av miljø- og bærekraftsinvesteringer. Videre drøftes disse funnene i forhold til eksisterende litteratur. Det aktuelle forskningsspørsmålet for dette delkapittelet er følgende:

Hvordan verdsettes miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

Informantene i forbindelse med denne oppgaven indikerer at deres virksomheter nå enten er i ferd med, eller har stanset finansiering av prosjekter innenfor fossil energi. Dette er fordi investorene ikke ser den potensielle oppsiden som stor nok og at den langsiktige risikoen er for høy. For bedrifter innenfor miljø og bærekraft derimot har tilnærmingen vært en annen. Miljøvennlige og bærekraftige investeringer har de siste årene opplevd en enorm vekst og spesielt innenfor risikokapitalmarkedet.

Kjennetegnet på flere av bedriftene er at det søkes om risikovillig finansiering uten å vise til verken inntjening, et håndfast konsept eller velutprøvd forretningsmodell. Flere av intervjuobjektene hevder at søknadene i de fleste tilfeller er tuftet på en idé, estimerer for inntjening i fremtiden og etableringsteamets ambisjoner. Dette gjør verdssettelse og avkastningsberegninger uforutsigbart. I tillegg bør den enorme interessen for slike investeringer de siste årene nevnes i denne sammenhengen. Både småsparere og profesjonelle investorer har strømmet til grønn teknologi gjennom aksjeposter og opprettelser av nye bærekraftsfond. Før børsnoterings-rekordene i 2020 var utvalget av grønne selskaper relativt begrenset. Med utgangspunkt i økonomisk teori vil raskt økende etterspørsel føre til stor prisøkning, og det dannes en selvforsterkende syklus hvor flere kommer til med et ønske om å tjene penger. I forlengelsen av dette er det ønskelig å understreke de potensielle konsekvensene av dette uten å havne utenfor problemstillingens karakter. Slik historien har vist ved tidligere anledninger kan en slik selvforsterkende syklus få store konsekvenser. Med rask økning i tilbudet av miljø- og bærekraftsprosjekter er det sannsynlig å anta at tilbudet med tiden vil overgå etterspørselen. Dette vil føre til at prisene synker kraftig. Det kan på bakgrunn av dette tenkes at noteringsrekorden i 2020 er årsaken til korreksjonen som foregår i børsmarkedene i skrivende stund.

4.2.1. Investorenes beregningsverktøy

I et perfekt marked med 100% tilgjengelig informasjon vil velkjente modeller fra økonomisk teori gi tydelige svar på korrekt verdsettelse, samt hvorvidt investeringen bør gjøres eller ikke. Investeringer i tidligfase miljøteknologi innebærer i mange tilfeller som nevnt lite informasjon med mangelfull bakgrunnsdata for sammenligning. Dette fører til at beregningene ofte blir en svært intrikat øvelse. På bakgrunn av resultatene som fremgår av intervjuene er det tydelig at aktørene i risikokapitalmarkedet ofte bruker et bredere spekter av verktøy enn kun konvensjonelle beregningsmodeller.

“Dette er innarbeidet metodikk som bygger på velkjent økonomisk teori. Videre vurderer vi hvert enkelt case i forhold til modenhet og risikomomentene nevnt tidligere [...]. DCF, multipler og net asset value – det finnes mange metoder som kan brukes. Det ligger klart et hierarki som bygger på etablert økonomisk teori.”

- *Managing Director, statlig venturefond*

Kun to av intervjuobjektene beskriver at deres verdivurderinger i stor grad tar utgangspunkt i sofistikerte beregningsmetoder. Disse informantene representerte statseide venturefond. Verktøyene som trekkes frem er diskontering av kontantstrømmer (DCF), nåverdiberegninger (NPV), samt verdsettelsesmultipler som er en forventet multiplikator av EBITDA. I studien av Berg et al. (2013) fremkommer også DCF og NPV som utbredte metoder blant respondentene. Det bør nevnes at denne studiens målgruppe ikke var konsentrert omkring selskaper i risikokapitalmarkedet, men de 500 største selskapene i Norge. Respondentene fra nevnte statseide investeringsfond forteller samtidig at i kombinasjon med etablerte beregningsmodeller benyttes skjønn i noen grad for å vurdere hvert enkelt case. Dette for å vurdere faktorer som ikke gjenspeiles i bedriftens tallgrunnlag, eksempelvis i forhold til hvor langt den teknologiske utviklingen har kommet og opparbeidet kundebase.

“Avanserte beregninger og vurderinger av kontantstrømmer bruker vi i veldig liten grad. Hvis vi går inn i de regnestykkene der så er det såpass mye usikkerhet i mange av faktorene at man kan ende opp hvor som helst. Historikken viser at lang fartstid og teft er det mest fordelaktige for oss. Da får vi en mer helhetlig tankegang”

- *Partner, privat venturefond*

Seks av åtte investeringsfond, med en overvekt av private aktører, viser derimot til en tilnærming som skiller seg fra selskapene beskrevet ovenfor. Disse investeringsfondene vektlegger vurderinger basert på erfaring og intuisjon som en større del av beslutningsprosessen. Beslutningsgrunnlaget vil i disse tilfellene være basert på investorens kunnskap og kompetanse fra tidligere investeringscase, samt inngående innsikt i de respektive bransjene. Flere av informantene har vært involvert i et høyt antall investeringscase tidligere noe som gir et bredt sammenligningsgrunnlag og dermed bedre forutsetninger for å fatte riktige beslutninger. Det bør i tillegg nevnes at på tross av intervjuobjektene antydning om begrenset bruk av modeller for verdivurdering og forventet avkastning, tar flere av aktørene i bruk svært enkle fremstillinger som støtteverktøy for å underbygge sine egne vurderinger. Her ble EBITDA-multiplikatorer ofte nevnt som en forenklet, men god nok prisingsnøkkel.

4.2.2. Erfaring og intuisjon

Resultatene nevnt ovenfor indikerer at statseide venturefond tenderer mot å basere sine verdivurderinger på erfaring og intuisjon i mindre grad sammenliknet med private aktører. Som følge av potensielle feilkilder i kvalitativ metode samt antall informanter, kan ikke indikasjonene anses å være sterke. Likevel er det verdt å drøfte dette med bakgrunn i tidligere forskning. Årsakene til forskjellene kan være fartstid hos den enkelte investor som innvirker på svarene. Det er da rimelig å anta at sofistikerte beregningsmetoder er det mest nærliggende for aktører med mindre erfaring. På en annen side kan også funnene i Manigart et al. (2002) bidra til å forklare denne observasjonen. I nevnte studie ble en signifikant høyere avkastning observert i private investeringsfond sammenliknet med statlige. Olsson et al. (2007) påpeker i tillegg at erfaring og intuisjon som verktøy i investeringsbeslutningen kan medføre at prosjekter som skulle vært avslått likevel blir godkjent og vice versa. Dette på tross av at estimatene fra sofistikerte modeller anbefaler en annen vurdering. Dette medfører en større risiko, men samtidig potensielt større oppside. Videre som nevnt i teorien for etikk finner Lewis (1994) at private investorer i veldig liten grad er villige til å gi avkall på avkastning til fordel for etiske vurderinger. Ved å betrakte Lewis (1994), Manigart et al. (2002) og Olsson et al. (2007) i kombinasjon kan dette bidra til å forklare høyere avkastning hos private aktører, samt statlige aktørers tendenser mot sofistikerte metoder som primære verktøy.

Investeringsbeslutninger myntet på investorenes subjektive vurderinger er også blitt vist av blant annet Berg et al. (2013). I denne studien oppga 13% av respondentene erfaring og skjønn som sitt prioriterte beslutningsvektøy. Som tidligere nevnt var dette en studie av Norges 500 største selskaper og ikke rettet mot investorer i et spesifisert marked. Videre finnes det ytterligere og mer relaterbar støtte i Salm et al. (2016). Denne studien er konsentrert rundt retail-investorer innenfor bærekraftige løsninger. Blant om lag 2000 respondenter oppga 27% at magesfølelse var styrende i investeringsbeslutninger. Studien fant også at majoriteten av investorene tok i bruk forenklete beregningsmetoder i kombinasjon med egen intuisjon. Studien gjør ikke funn på forskjeller i preferanser hos ulike typer investorer.

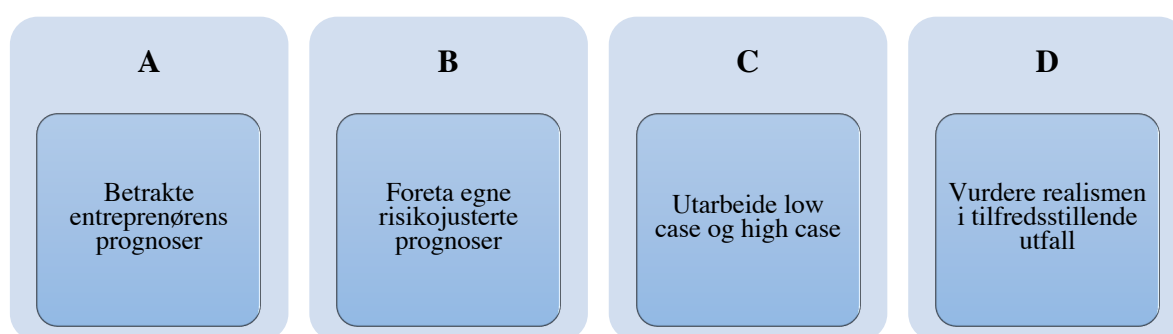
“Hvordan priser du det hvis det ligger en sinnssvak kontantstrøm ti år frem i tid og veien dit er kronglete? Da nytter det verken å finregne eller å ha verdens fineste ExCel-modell. Du må ha en god formening om markedet og tro på gjennomslagskraften.”

- CFO, CVC

Årsaken til at tidligere erfaringer, intuisjon og magesfølelser tyder på å være en kjent strategi i markedet for miljø- og bærekraftsinvesteringer, kan trolig forklares med ekstrem usikkerhet i tallene beregningene baseres på. Investeringer i dette segmentet assosieres med svært kapitalintensive teknologier og verdikjeder. Det smale sammenligningsgrunnlaget for disse kostnadene bidrar i stor grad til denne usikkerheten. Videre gjøres det gjerne forutsetninger bygget på andre forutsetninger. I tidlige faser er slike beregninger kun myntet på entreprenørens mål og ambisjoner. Prisen på en typisk vekstbedrift innenfor miljøteknologi kan være høy, på tross av at de fortsatt opererer med negativ EBITDA. Forventninger om ekspansjon og fremtidig kontantstrøm er i disse tilfellene priset inn, noe som gjør miljøteknologiens risikokapitalmarked ekstraordinært. Som nevnt tidligere vil intuisjon som en del av vurderingen åpne for avkastningsestimater i strid med konvensjonelle modeller for beregning. Investorenes oppgave blir deretter å bedømme realismen i disse ambisjonene.

4.2.3. Fremgangsmåte for verdsettelse

Figur 8 illustrerer en oppsummering av fremgangsmåten majoriteten av investorene beskriver gjennom intervjuene. I første steg av investeringsbeslutningen får investorene presentert en «pitch» utarbeidet av entreprenørene med deres prognoser for virksomheten eller prosjektet. Disse presentasjonene er entreprenørenes mulighet til å overbevise investorene med sine prognoser for å få tildelt finansiering. Viktigheten av dette er beskrevet tidligere i 4.1.3 Humankapital gjennom intervjuer med entreprenører. Det understrekes at troverdighet og tillit er viktige faktorer, spesielt i denne innledende fasen.



Figur 8 – Fremgangsmåte for verdsettelse blant risikokapitalinvestorer

Investorene betrakter deretter entreprenørenes prognoser og må enten ta eierskap til disse, eller lage nye som tar høyde for risikoelementer de mener ikke er tatt hensyn til. Intervjuobjektene indikerer at entreprenørenes tall i mange tilfeller fremstår for optimistiske, og at det derfor ofte foretas nye risikojusterte prognoser. Disse observasjonene samsvarer med Lütolf-Carroll (2011) som hevder at årsaken til ventureinvestorenes spesielt høye avkastningskrav er et resultat av overoptimistiske forretningsplaner og presentasjoner. Basert på tidligere erfaring, informasjon om verdikjedene og bransjeinnsikt justerer investorene den forventede omsetningen og tidshorizonten. Dette gjøres gjerne med støtte i forenklete beregningsverktøy, eksempelvis multiplikatorer. Investorene påpeker at nedjusterte prognoser kommer som følge av en mer realistisk tilnærming, men naturligvis også for å nedjustere og eventuelt forhandle om prisen. Denne empirien samsvarer med teori som indikerer at investorene søker størst mulig gevinst ved å ta minst mulig risiko. Ved lavere verdsettelse av investeringsobjektet finnes større potensiell oppside, som følgelig gir et bedre forhold mellom risiko og gevinst. Dette er årsaken til at risikokapitalinvestorer foretrekker å ta posisjoner tidlig i bedriftens utviklingsløp. Det er

også rimelig å anta at årsaken til at entreprenørenes estimater ofte er høye kommer som følge av at de kan anses som selgere i forhandlingsprosessen. For å få innfridd sine mål er de avhengige av finansiering og vil derfor naturlig presentere forretningsideens potensial fra den beste siden. På en annen side, i forbindelse med investorenes egne risikojusterte prognoser, er det grunn til å anta at investorenes verdsettelse bør være innenfor hva entreprenørene vil betrakte som rimelig. Dette er i sammenheng med Clerq (2006) som indikerer at verdsettelsen er en sentral del for gründere ettersom det blir satt en verdi på innsats og ressurser som er lagt inn i selskapet.

Ut ifra investorenes egne prognoser utarbeides det videre et «low case» og et «high case» med tall på omsetning og marginer for beste og verste mulige utfall. Det er i denne fasen intervjuene tyder på at det utøves subjektive vurderinger i størst grad. Med utgangspunkt i et tilfredsstillende utfall som finnes et sted mellom beste og verste scenario, vurderes sannsynligheten for å oppnå dette før verdirealisering eller exit.

“Fordi vi vet at det er veldig mange av ventureinvesteringene som går veldig dårlig, så vi må satse på de som vi tror har vesentlig høyere avkastning enn målet for porteføljen i utgangspunktet. [...] Vi jakter jo investeringer inn mot forventet “hockey stick” som drives hovedsakelig av marked og regulatoriske forhold.”

- Partner, privat venturefond

Vurderingen av én investering må også sees i sammenheng med den øvrige porteføljen. Svært mange investeringer innenfor risikokapitalmarkedet underpresterer og Clerq (2006) hevder at kun ett eller to selskap i en gjennomsnittlig portefølje på ti selskap gir ønsket avkastning. Likevel, driveren til ventureselskapene er prosjektene som ti-dobler seg, såkalte “hockey stick”-investeringer. Dette er investeringer som befinner seg i en nedadgående periode før de opplever en betydelig oppgang. Ofte bærer slike prosjekter tung risiko for en potensiell stor gevinst. For å lykkes med slike investeringer forteller intervjuobjektene at trender i markedet og regulatoriske forhold er sentralt. Et eksempel for disse ytringene finnes i legemiddelindustrien og kreftvaksineselskapet, Vaccibody. Ventureinvesteringer i legemiddelindustrien anses å være preget av høy risiko samt potensielt store oppsider. Årsaken til dette er at legemiddelutvikling forbindes med svært tidkrevende utviklingsfaser, i tillegg til strengt lovverk for godkjenning (Brekke, 2009). Vaccibody har siden 2007 arbeidet med utvikling av kreftvaksiner og har etter børsnotering høsten 2020 vokst seg til selskapet med

høyest markedsverdi på markedsplattformen Euronext Growth i skrivende stund (Euronext, 2021). Selskapets ekspansjon kan i aller høyeste grad knyttes til “hockey stick”-fenomenet, samtidig som det er grunn til å tro at Covid-19 pandemien har bidratt til økende interesse og trend i legemiddelindustrien.

4.2.4. Oppsummering

Investeringer i tidlig fase miljøteknologi innebærer ofte kapitalintensive prosjekter og røde årsresultat. Vurderingen i forhold til verdsettelse og avkastning knyttes derfor til forventninger om positive kontantstrømmer i fremtiden. Dette medfører prognoser preget av usikkerhet. Hensikten med denne delen av undersøkelsen er å gjøre rede for hvilken tilnærming investorene bruker i verdsettelsen av slike investeringer. To statlige venturefond gir uttrykk for utstrakt bruk av sofistikerte beregningsverktøy som DCF og NPV-analyser. Resterende aktører beskriver en tilnærming som i stor grad preges av erfaring og intuisjon med enkle beregningsverktøy som støtte. I denne sammenhengen er EBITDA-multiplikatorer mest utbredt. Blant disse aktørene finner undersøkelsen en overvekt av ikke-statlige investeringsfond. Disse forskjellene kan forklares ved potensielle feilkilder i undersøkelsen, samtidig som det drøftes med studier fra ulike hold som sannsynliggjør denne forskjellen. Videre illustrerer Figur 8 majoriteten av respondentenes fremgangsmåte underveis i en investeringsbeslutning.

4.3. Etikk

Det siste forskningsspørsmålet omhandler hvordan investorer i en tidlig fase forholder seg til etiske dilemma og hva deres motiver er for investeringer i bærekraftige selskaper. Ved hjelp av litteraturen som er blitt gjennomgått, samt intervjuene som er gjennomført, vil vi drøfte resultatene i lys av relevant teori. Det aktuelle forskningsspørsmålet for dette delkapittelet er følgende:

Hvilken betydning har etikk for miljøvennlige og bærekraftige investeringer?

4.3.1. Motivasjon for etiske investeringer

Intervjuene ble gjennomført med investeringsselskaper av ulik størrelse og struktur. Som følge av dette eksisterer det ulikheter i utvalget av respondenter. Dette gjør at de har ulike motiver for å gjøre etiske investeringer. Det vil her gis en oversikt over de ulike motivasjonene.

Tabell 5 – Oversikt over motivasjon for investering

<i>Investeringselskap</i>	<i>Eierform</i>	<i>Finansiell</i>	<i>Strategisk</i>	<i>Etikk</i>	<i>Eksternt press</i>
1	Privat	x	x		
2	Privat		x	x	
3	Statlig		x	x	
4	Statlig	x		x	
5	Statlig		x	x	
6	Privat	x			x
7	Privat		x	x	x
8	Statlig			x	x

Alle investeringsselskapene har som mål å skape avkastning, men Tabell 5 viser den umiddelbare responsen til spørsmålet om deres motivasjon for miljøvennlige og bærekraftige investeringer. Motivasjonen til investorene er komplekse og de kan ha flere grunner enn de som er umiddelbart oppgitt, men ved å tolke den umiddelbare responsen får i hvilke prioriterer som gjøres.

Tabell 6 – Respons fra private investorer angående motivasjon

Private investeringsselskaper	
Investeringselskap 1	<i>“At vi tror det blir mye penger der. At det er attraktive investeringer å selge for vår del, rett og slett. [...] Vi blir målt på avkastning og om vi klarer å levere tilbake til våre eiere, så det er jo i bunn og grunn det det handler om. Også er det jo positivt med alle de andre effektene som dere vet om. Det er fordi vi tror det er attraktivt.”</i>
Investeringselskap 2	<i>“Det er todelt, men den ene tingen er at vi er veldig tro på at dette er fremtiden. Olje og gass kommer til å bli justert ned. Videre er det jo også det appellerer til følelsene å vite at man investerer i noe som bryter ned jorden. Her kommer jo det etiske aspektet inn, og vi ønsker jo å investere i ting som har positive innvirkninger.”</i>
Investeringselskap 6	<i>“Vi var første fondet som [et statlig eid investeringsselskap] investerte i og det dette gir så klart føringer på hvordan vi skal plassere våre midler. KLP har vi inne også. Vi merker jo også at de ønsker at vi skal gå i en mer grønn retning.”</i>
Investeringselskap 7	<i>“Jeg hadde en kollega som sa “jeg har hjulpet å pøst 13 milliarder inn i oil and gas og har ganske dårlig samvittighet for det”. Vi har investert fordi vi tror at det er viktig. Det har hvert fall vært viktig for oss å gjøre det.”</i>

De private investeringsselskapene investerer i stor grad slik som beskrevet i litteraturen. Årsaker knyttet til finans, strategi og eksternt press. Grønne og bærekraftige aspekter blir sett på som muligheter for å lære om ny teknologi og nye markeder, samt for å redusere risikoer som er nevnt tidligere. De erkjenner at det foregår en overgang til et mer bærekraftig samfunn og trekker seg vekk fra “brune” investeringer.

Blant de private investeringselskapene er det stor variasjon i motivasjonen de har for å gjøre etiske investeringer, og selv om alle har mål om å skape avkastning vektlegger de etikk ulikt. Motivasjonene består hovedsakelig av mål om avkastning, strategiske investeringer, press fra investorer og etiske årsaker. Motivasjonen de oppgir reflekteres også gjennom deres respektive intervjuer i forhold til de andre spørsmålene knyttet til etikk. Ulikheten i hvordan de vektlegger etiske investeringer kan knyttes til heterogenitet blant objektene. Ettersom intervjuene avdekker objektens subjektive meninger er det naturlig å knytte disse variasjonene til at mennesker på bakgrunn av sosiologiske og samfunnsvitenskapelig grunner har forskjellige syn og meninger knyttet til etikk.

Tabell 7 – Respons fra statlige investorer angående motivasjon

Statlige investeringselskaper	
Investeringselskap 3	<i>“Vi skal mobilisere kapital inn i klimateknologi. [...] I den tiden [investeringselskap 3] ble stiftet var det nok et enda større funding gap for selskaper som ønsker å ta i bruk nye teknologier. Vi ønsker å bidra til å mobilisere kapital for å skape gode norske selskaper som tar i bruk teknologi.”</i>
Investeringselskap 4	<i>“Ingenting er bedre enn å kombinere samfunnsansvar og avkastning. Være med å løfte frem teknologi og forretningsmodeller som er med på å løse utfordringene vi står overfor.”</i>
Investeringselskap 5	<i>“Den viktigste motivasjonen, og nå snakker jeg på vegne av selskapet, det er å gå fra å være en del av problemet til å bli en del av løsningen.”</i>
Investeringselskap 8	<i>“I vårt tilfelle er det ganske greit. [Vår] hovedmålsetning er å bidra til det grønne skiftet.”</i>

Svarene som ble gitt av de statlig eide investeringsselskapene oppsummeres i Tabell 7, og viser mindre variasjon. Interessentene og aksjonærene i investeringsselskapene er befolkningen gjennom den norske stat og støtte for organisasjonenes aktivitet baserer seg på den forventede verdien levert til interessentene. Fondene er opprettet med mandater og motivasjonen de oppgir er i tråd med disse. De investerer for å skape vekst i selskaper som bidrar positivt til klimaet og samfunnet for å indikere til interessentene og aksjonærene, den norske befolkningen, at de handler i deres interesse.

“Saga robotics er et selskap basert i Oslo, men så har de produksjonen på Egersund, hos et selskap de har outsourcet produksjonen til. Det er noe som er med på å skape arbeidsplasser og det er ting som vi måler og tar med i våre betraktninger.”

- Senior Associate, statlig venturefond

De statlige investorene investerer først og fremst basert på de tradisjonelle årsakene, som finansielle eller strategiske grunner, men de jobber mer aktivt for å investere i selskaper som bidrar til bærekraft og det grønne skiftet. Dette er basert på at investeringene har til hensikt å forberede samfunnet for en overgang til en mer bærekraftig økonomi. Dette er i tråd med litteraturen som tilsier at offentlige venturefond har større fokus rettet mot sysselsetting og miljøvennlige investeringer.

4.3.2. Bærekraftige investeringer

Selskaper verden rundt er i ferd med å tilpasse seg og flytter problemstillinger tilknyttet miljø, sosialt og selskapsledelse (ESG) fra utkanten av fokuset og mer mot senter. Dunfee (2003) skrev at etiske investeringer hadde potensialet til å bli et «mainstream» fenomen praktisert av vanlige investorer og reflektert i investeringsstrategiene hos profesjonelle investorer, gitt at ekstra-finansiell informasjon er pålitelig og tilgjengelig for alle (Dunfee, 2003). De siste årene har det vært en stor økning i antall private investorer i grønne fond. Samtidig viser Statens Pensjonsfond Utland løfte om å integrere etikk og klimahensyn i sine investeringer at slike investeringer er blitt mer vanlig. Gjennom intervjuene er det kommet frem at investorer innen risikokapital i Norge har hatt en tilsvarende utvikling. Langtry (2009) vektlegger viktigheten av å ta hensyn til alle interessenter for å skape varig konkurransefortrinn og investorene svarer i intervjuene at ESG kan bidra til nettopp dette, fremfor å være en hindring for verdiskapning

(Langtry, 2009). De er proaktive i forhold til ESG og samtlige av informantene fortalte at de tok i bruk ulike metoder for å rapportere og måle ESG.

“Det er viktig. Vi har akkurat kartlagt selskapene våre i vår portefølje og de gjennomgår en revisjon nå, alle porteføljeselskapene. Vi gjør en årlig ESG gjennomgang.”

- *Investment Manager, privat venturefond*

På bakgrunn av svarene som er gitt av informantene er det klart at de deler syn om at etikk må spille en viktig rolle i investeringsbeslutningen. Den økte etterspørselen av det etiske aspektet i investeringer er en funksjon av økt interesse fra forbrukere og investorer i fondene. Det er tydelig at klimaforandringer og hvordan vi behandler kloden har fått et enormt fokus de siste årene. I tillegg har både satsingen og presset fra myndigheter gjort investorene mer oppmerksomme på hvordan de forholder seg til etikk og bærekraftige investeringer. En slik forklaring baserer seg på at etiske investeringer er drevet av etterspørsel fra forbrukere, og investorer som i større grad enn tidligere stiller krav til at investert kapital ikke skal gå til aktivitet som er direkte negativt for samfunnet.

“Min observasjon er at compliance er blitt viktigere og viktigere i profesjonelle investeringsselskaper. [...] Fremveksten av compliance innenfor investeringsvirksomhet tror jeg er en refleksjon av at samfunnet generelt er mer opptatt av etikk, i tillegg er ingen tvil om at samfunnet er mer opptatt av ansvarlighet i investeringene.”

- *Managing Director, statlig CVC*

Analysen viser hvordan investorene forholder seg til miljø og bærekraft, og reflekterer makten som deres finansielle interesser innehar. Investeringselskapene prioriterer på bakgrunn av makt, sosial legitimitet og viktigheten av kravene (Ebrahim et al., 2014). For venturekapitalistene er det tydelig at fondsinvestorene er mektige interesser som kontrollerer nøkkelressurser. Trolig ser disse fondsinvestorene at investeringer i miljø og bærekraft ikke ofrer finansiell gevinst og krever derfor og at midlene deres skal brukes til nettopp dette.

For å etterleve disse kravene tar investorene i bruk forskjellige fremgangsmåter for å velge ut selskaper til investering. I de private ventureselskapene tok investorene hovedsakelig i bruk en form for negativ screening for å utelukke selskaper som ikke holdt gode nok standarder i

forhold til ESG og bærekraft. De større statlige investeringsselskapene tok også i bruk “negative screening”. I tillegg, ettersom de ofte hadde et mandat om å investere for mobilisering av kapital eller bestemte kriterier, tok de også i bruk “positive investing” i stor grad. Positive investing er når de velger ut selskap å investere i på grunnlag av forhåndsbestemte kriterier, som at de har en ny type klimateknologi eller aktivt bidrar positivt til miljøet eller samfunnet.

“Det er ingen tvil om at de siste tre årene i offentligheten så har det vært en eksplosjon i den generelle befolkningen sitt syn på viktige klimasaker. Det har også bidratt til at E’en i ESG har blitt ekstremt viktig i veldig mange investeringsbeslutninger.”

- *Managing Director, statlig CVC*

Spørsmålet er hvordan sosialt ansvarlige investeringer kan forenes med mer tradisjonelle metoder for forvaltning og investering. Først må det skilles mellom utfordringene ved tradisjonelle sosialt ansvarlige investeringer og den nye formen for moderne etiske investeringer. Tradisjonelle sosiale investeringer tar i bruk spesifikke metoder hvor ESG resulterer i begrensninger. I motsetning forsøker moderne etiske investeringer å integrere ESG inn i finansiell virksomhet.

Zimmerli (2007) anså etikk i investeringer som en begrensning for maksimering av profitt i et kapitalistisk selskap (Zimmerli et al., 2007). Fra et teoretisk perspektiv er dermed etiske investeringer ineffektive. Moderne porteføljeteori sier også at gjennom begrensninger i diversifisering og valg, samt utelukking av selskaper reduseres mulighetene for investering. Denne teorien legger frem at en effektiv portefølje av selskaper er en diversifisert portefølje. De private investeringsselskapene er opptatt av å ha en diversifisert portefølje av selskaper, men ser ikke på de etiske aspektene som noe negativt.

“Det handler om at vi tror på enkelt gode case, også kommer vi til å ha en diversifisert portefølje hvor vi inkluderer andre caser som er mindre grønne case, men de skal ikke påvirke bærekraftsmålene negativt.”

- *Investment Manager, privat venturefond*

Investeringselskaper innen risikokapital har som mål å finne selskaper som har stort vekstpotensial for å skape avkastning. Teorien tilsier at aspekter ved grønne og fornybare selskaper kan skape en ugunstig avkastningsprofil for investeringene. På en annen side med presset fra samfunnet og staten om å gå over til et mer bærekraftig samfunn er det mer risikabelt å gå motstrøms. Flere grønne investeringer kommer til å bli lønnsomme nå som brune investeringer møter kostnader slik som CO2-avgift. Derfor er investeringer motivert av det grønne skiftet ikke lenger ugunstige. Det antas derfor at venturekapitalistene ikke ser på samfunnsnyttens som kommer av miljøvennlige og bærekraftige investeringer som et tap. Derimot ser de det som en mulighet for å posisjonere seg i skiftet til en mer bærekraftig økonomi hvor de forventer å kompenseres for den verdien de skaper innen miljø og bærekraft.

Selv om det finnes mange svært lønnsomme prosjekter innen miljø og bærekraft er det ikke gitt at investorene har en høyere betalingsvilje for etiske investeringer. Lewis et al. (1994) fant at private investorers ønske om et etisk aspekt ved investeringen avtar raskt ved synkende avkastning. Det kan trekkes paralleller til profesjonelle investorer innen risikokapital ettersom investorene antydte at det etiske aspektet var mer en ekstra fordel for å kunne gi en finansiell premium på investeringen.

“Hvis du legger to case opp mot hverandre, så er det ikke tvil om at du tar det caset med trippel bunnlinje. Men du kan ikke kun basere det på det.”

- Investment Manager, privat venturefond

Ut i fra responsen kan det ikke trekkes noen konklusjon om at investorene er villige til å gi avkall på finansiell gevinst mot etiske vurderinger. Ikke overraskende får ikke investorene mer nytte av etiske aspekter enn finansiell gevinst, utvalget består tross alt av profesjonelle investorer. Motvilje til å avse økonomisk gevinst for etikk knyttet til miljø og bærekraft kan også begrunnes i at økonomisk bærekraft er en nøkkelfaktor, for å skape og utvikle et selskap som kan bidra til å løse klimautfordringene. Kun når grønne selskap er økonomisk levedyktige vil de kunne vokse og konkurrere, og følgelig bidra positivt til klimaet.

Det som før ble ansett som ansvarlige og etiske investeringer er nå blitt mer normalt. Miljøvennlige og bærekraftige investeringer er ikke lenger å gå mot strømmen. En årsak til dette skiftet av hva som inngår i etiske investeringer er innføringen av ESG. Selv om måling og kvantifisering av ESG behøver å videreutvikles har det gjennom de siste årene analyse av

ESG faktorer hjulpet til med å legitimere og gjøre en form for etiske investeringer mer praktisk. Integreringen av ESG faktorer i investeringsbeslutningene har gjort at det ikke utelukkende behøves å ta i bruk begrensende strategier for sosialt ansvarlig investeringer, men heller vurdere de case for case. Med finansialiseringen av etiske investeringer og opprettelsen av ESG-statistikk er det blitt tydelig at grønne og moderne former for etiske investeringer kan være profitabelt. Investorene svarer i intervjuene at riktige investeringer i grønne eller etiske selskaper har potensialet til å være minst like profitable som andre selskaper. På bakgrunn av aktiviteten i børsmarkedet innenfor miljø og bærekraft de siste årene kan dette forsvares i stor grad, på tross av høy risiko som allerede er drøftet.

4.3.3. Grønnvasking

Med den økte oppmerksomheten fra investorer rettet mot miljø og bærekraft oppstår faren for grønnvasking. Det er verdt å stille spørsmål om integrering av ESG faktorer er et seriøst engasjement for sosial ansvarlighet innen forretning og finans, eller om det i noen tilfeller er misvisende markedsføring. Det er tydelig at moderne etiske investeringer har avkastning som hovedprioritering, og hvor etiske aspekter ikke fullt blir sett på som et endelig mål.

“Du skal ikke se bort ifra det at det har skapt mange forretningsmuligheter. 100% avkastningsorienterte investorer som ser at ved å lansere disse produktene møter de et stort markedsbehov og dette har nok dreid ganske mange investorer over i det segmentet”

- Managing Director, statlig CVC

Mangel på klare krav og standarder samtidig som at det er vanskelig å måle effekten av ESG, øker faren for grønnvasking. En av utfordringene er hvordan en skal kvantifisere effekten på samfunnet og miljøet. Det eksisterer i dag ratinger som forsøker å gjøre nettopp dette, men under intervjuene ble det gitt uttrykk for at disse er mangelfulle.

“Det er jo veldig mye konkurranse også blant ulike PE aktører, alle prøver å gi seg selv konkurransefortrinn ved å etablere ulike rapporter som kvantifiserer hvor mye utslipp de har internt i porteføljen sin osv. Alt har blitt tatt et steg opp og alt profesjonaliseres i mye større grad nå enn det ble gjort før.”

- *Analyst, privat oppkjøpsfond*

Med intensjon om å stoppe grønnvasking av teknologi og aktivitet implementerer European Green Deal nytt regelverk, tidligere nevnte EU taksonomien. Dette er en av de viktigste delene i EUs handlingsplan for bærekraftig finans, og markerer det første forsøket av en ledende beslutningstager i å lage et uniformt klassifiseringssystem for grønne investeringer. Det vil bli et verktøy for bedre kontroll og har som mål å mobilisere kapital til mer bærekraftig aktivitet, øke transparens og forsøke å bekjempe grønnvasking. Når et selskap rapporterer i forhold til screening-kriteriene vil det gi detaljert informasjon om miljøavtrykket og hvor bærekraftig deres økonomiske aktivitet er.

“En kan i teorien si at vi ønsker mer bærekraft, men så lenge en ikke gjør noen regulatoriske forhold til det, så har det ingen betydning egentlig. Jeg kan gjøre som jeg vil, jeg har valgt forretningsmessig å gjøre fordi jeg tror det er mer lønnsomt.”

- *Managing Partner, privat venturefond*

Ettersom at EU taksonomien vil indikere om et selskaps aktivitet bidrar positivt til klimamålene vil det å etterleve kravene ha en innvirkning på selskapets rykte. Når et selskap har en høy grad av etterlevelse til kravene vil det si at investeringene deres bidrar til klima og bærekraft, som kan bidra til positiv publisitet og bedre rykte. Dette betyr og at det eksisterer en risiko for negativ publisitet når et selskap ikke etterlever målene i EU taksonomien.

“Jeg snakket med Skagen, og de hadde mye av den Svenska Kyrkan. [...] de hadde fått telefon om at de går ut av Skagen fordi de ikke er bærekraftig nok og har ikke en grønn nok profil. Det er var veldig mye penger som forsvant på ett døgn.”

- *Managing Partner, privat venturefond*

Ved å innføre et omfattende rammeverk har EU tatt et nødvendig steg mot målet om å kanalisere midler mot bærekraftige investeringer. Et regelverk som gjelder for hele EU kan støtte opp under økonomiske markeder på tvers av landegrensar, styrke investorers tillit til bærekraftige investeringer og sørge for at lovgivning er i tråd med utslipp- og bærekraftsmålene som EU har satt. Ved å definere hva som er bærekraftig aktivitet bidrar taksonomien til å bestemme som kan presenteres som bærekraftig, og hva selskapene kan bruke i sin markedsføring for å tiltrekke investorer. Investorer kan beskytte seg mot grønnvasking ettersom at de kan ha tillit til et forskning- og bevisbasert rammeverk.

Sammen med disse fordelene vil det også være fallgruver. Taksonomien kan bomme på målene sine dersom regelverket ikke blir tatt i bruk slik det er ment. For at målet om mobilisering av midler til miljø og bærekraft kan gjennomføres er man avhengig av at alle selskap og finansielle aktører kollektivt går inn for etterlevelse av regelverket. Dersom kun en liten andel akter å gjennomføre dette står taksonomiens formål i fare. Selv om bruken av taksonomien vil bli gjelde for all markedsføring av grønne finansielle produkter, kan tilgjengeligheten og kostnaden knyttet til innsamling av data føre til at investorer viker fra å fokusere på bærekraft.

4.3.4. Oppsummering

Det mest interessante funnet knyttet til etikk er den relativt store variasjonen blant investeringsselskapene. De statlige investeringsselskapene oppfører seg relativt homogent i forhold til motivasjon for investeringene. Dette kommer nok av at de har gitte mandater og at personene som besitter lederposisjonene ikke ville befunnet seg i disse stillingene dersom de ikke delte selskapets ambisjoner om bærekraft og etikk. Investorene gir uttrykk for at de ser god avkastning, som tyder på at bærekraftige fond kan drives effektivt. De private investeringsselskapene forholder seg til grønne og bærekraftige investeringer på svært forskjellige måter. Enkelte ser på det med et strengt finansielt perspektiv, mens andre ser det som en nødvendighet fremover mot det grønne skiftet. Selv om de har noe varierende

motivasjon for å investere er den ikke lenger utelukkende finansiell, nå som bærekraft har utviklet seg nok til at det ikke forbindes med tap i profitt. Teorien tilsier at karakteristikene ved grønne og fornybare investeringer er ugunstige, men mye tyder på at investorene ikke lenger ser det på denne måten. Betydelig satsning fra offentlige instanser og økende press fra interessenter gjør at de nå vurderer det som mer risikabelt å ikke ta del i det grønne skiftet.

Funnene i denne avhandlingen byr på innsikt i hvordan investorer innen tidlig fase forholder seg til etikk knyttet til investeringer innen miljø og bærekraft. Profesjonelle investorer er et godt grunnlag for å forstå hvordan tradisjonell finansiell teori påvirkes i møte med etikk. Finansiell logikk er grunnmuren for aktørene i den finansielle sektoren. Med fremvekst av ventureinvestorer som satser på miljø og bærekraft blir dette satt på prøve, ettersom de finansierer selskap som ikke fokuserer på å maksimere profitt. Ettersom investorene lykkes med disse investeringene er det eksempler på hvordan den finans og samfunnet kan jobbe sammen om å adressere samfunnsproblemer.

Måten investeringsselskapene forholder seg til etikk skiller seg fra tradisjonell finansiell teori som antar perfekt rasjonalitet og selvinteresse. Som vist gjennom denne avhandlingen kaster venturekapitalister lys på samhandlingen mellom finans og etikk. Avhandlingen viser i tillegg viktigheten av å utvide mengden finansielle og organisatoriske studier for å forstå mekanismene som ligger bak disse investeringene.

5. Konklusjon

På bakgrunn av økende interesse og satsing mot miljøvennlige og bærekraftige energiløsninger de siste årene, har denne avhandlingen hatt til hensikt å skape innsikt og forståelse omkring miljø- og bærekraftsinvesteringer i risikokapitalmarkedet. Følgende problemstilling har vært styrende for avhandlingen:

Insentiver for miljøvennlige og bærekraftige investeringer - hvilke kriterier har betydning for investorenes investeringsbeslutninger?

Undersøkelsen er gjort ved hjelp av en kvalitativ forskningstilnærming med semistrukturerte intervjuer. Informantene er representanter fra åtte investeringsselskap, samt to gründere. Utvalget av informanter er gjort for å skape et helhetlig perspektiv og økt kunnskap om vurderingene som gjøres. Økt kunnskap og forståelse omkring dette kan medføre positive implikasjoner for involverte aktører. For å kartlegge hvilke kriterier som har betydning har den overordnede problemstillingen blitt belyst gjennom tre forskningsspørsmål knyttet til aspektene risiko, verdsettelse og etikk. Som nevnt i metoden tar deler av det teoretiske rammeverket utgangspunkt i en generell del av risikokapitalmarkedet da litteraturen, etter vår kunnskap, fremdeles er begrenset innen miljø og bærekraftsinvesteringer.

Empirien gir klare indikasjoner på markedets sentrale betydning i beslutninger innenfor miljøvennlige og bærekraftige investeringer. Som følge av den pågående utviklingen av markedet for fornybare energiløsninger, hvor nye og kapitalintensive teknologier og forretningsmodeller blir presentert, tyder undersøkelsen på at investorenes vurderinger av markedsrisiko preges av at produktets behov i markedet kan demonstreres. Det ser ut til at investorer innenfor bærekraftig risikokapital vurderer hvordan prosjektet mottas i markedet i større grad enn hva gjennomgått litteratur beskriver. Videre er det, basert på undersøkelsen, god grunn til å tro at regulatoriske forhold er styrende for investeringsbeslutningen. Bærekraftig finans er et segment som i aller høyeste grad er på dagsorden for myndigheter både nasjonalt og globalt. Dette vil fortsette å gi ringvirkninger og påvirke beslutninger for investorer innen risikokapital, ettersom reguleringer kan skape kraftige fall og økninger i både etterspørsel og kostnader knyttet til utvikling. I denne sammenheng kan det tyde på at avhandlingen bringer frem ny innsikt.

Konklusjon

Videre tyder undersøkelsen på at teknologisk risiko har ulik betydning for investorene avhengig av hvilken utviklingsfase det fokuseres på. Såkornfond som investerer i svært tidlig fase eksponeres for høy teknologisk risiko, samtidig som at dette aksepteres og minimeres ved hjelp av et omfattende fagkompetent nettverk. Risikoen knyttet til teknologi er betraktelig mindre for venture- og oppkjøpsfond da det i disse sammenhengene ofte kreves at visse milepæler er nådd i forhold til utvikling. For sistnevnte skal teknologien være validert. Uavhengig av type investeringsfond indikerer undersøkelsen dessuten at det kun bæres teknologisk risiko til en viss grad, da ikke-funksjonell teknologi ofte fungerer som en “show stopper”.

Empirien er i tråd med deler av tidligere forskning hva gjelder etableringsteam og humankapital som hevder dette er av ulik betydning for investorene. Resultatene fra denne studien finner dessuten at betydningen av dette kriteriet er mer sentral i senere faser av venturemarkedet, samt der tidsperspektivet på investeringene er mer kortsiktig. Med bakgrunn i drøftingen er det rimelig å konkludere med at “track record” og gjennomføringsevne er underdimensjoner av spesifikk humankapital som er av spesiell betydning hos investorene.

I kontrast til gjennomgått litteratur ser informasjonsasymmetri ut til å være et risikoelement investorene og gründerne samhandler godt om å minimere i størst mulig grad. Undersøkelsene viser at sedvanlige prosesser som due diligence med fagpersonell, kombinert med gjensidig åpenhet og tillit, gjør at opportunistisk atferd er lite utbredt. Analysen indikerer videre at asymmetrisk informasjon ikke er av nevneverdig betydning for investorene sammenlignet med øvrige risikofaktorer.

I forhold til investorenes vurderinger knyttet til verdsettelse og avkastning gjør undersøkelsen funn av erfaring og skjønn som en naturlig del av investeringsbeslutningen. Som følge av risikokapitalmarkedets karakteristikk, og særlig miljø- og bærekraftsprosjekter hvor det finnes særdeles lite sammenligningsgrunnlag, fremstår sofistikerte beregningsverktøy som ikke tilstrekkelig. Likevel indikerer undersøkelsen at majoriteten av informantene kan benytte seg av enkle konvensjonelle metoder, oftest DCF og multipler, i kombinasjon med subjektiv vurdering. Videre er det også interessant å betrakte observasjonene knyttet til overvekten av private aktører som oppgir utstrakt bruk av erfaring og skjønn i beslutningene. På grunn av begrensninger i avhandlingens referansegrunnlag kan ikke studien slå fast eller konkludere med

Konklusjon

at statlige aktører i større grad støtter seg på konvensjonelle beregningsverktøy, men indikasjonene kan tilrettelegge for eventuell videre forskning.

Analysen av hvordan investorene forholder seg til det etiske aspektet ved bærekraftige investeringer finner en forskjell mellom statlige og private investorer. De statlige investorene forholder seg til sine mandat til å investere for å bidra til det grønne skiftet samtidig med at det gir avkastning. Blant de private investorene er alle enige om at etikk spiller en viktig rolle i investeringer, men de forholder seg ulikt til hvordan de ser på det etiske aspektet ved å investere bærekraftig. Enkelte investerer bærekraftig hovedsakelig med rent finansielle motiver og ved at de ser en mulighet i markedet. Andre investerer av finansielle årsaker, men med vekt på etiske begrunnelser ved at de ønsker bidra aktivt til det grønne skiftet.

Dette tyder på at det er høy grad av heterogenitet tilknyttet etikk selv blant profesjonelle investorer. Investorene merker et betydelig press fra interessenter, offentligheten og myndigheter. Etterspørselen etter miljøvennlige og bærekraftige produkter og tjenester har vokst de siste årene som fører til at disse investeringene er mer attraktive. Selskapenes egen rapportering av faktorer knyttet til ESG har gjort det lettere å markedsføre selskapene som bidragsyttere til det grønne skiftet. Selv om ESG-måling er et steg i riktig retning kritiserer investorene hvordan kvantifiseringen gjennomføres. Mange ulike standarder og metoder byr på utfordringer for å kontrollere grønnvasking, men innføringen av EU taksonomien vil gjøre det lettere.

5.1. Videre forskning

Denne avhandlingen representerer flere kilder til videre forskning for å oppnå bredere innsikt i enkelte tema. Alternative investeringsfond slik som venturekapital er begrenset i Norge og respondenter i intervjuene kobler dette til mangel på en EuVECA forordning som tillater slike fond å markedsføre seg over landegrenser og mot ikke-profesjonelle investorer. I tillegg vil EU-taksonomien med tiden innlemmes i norsk lovverk og føre til store endringer i hvordan kriterier og grenseverdier for miljø og bærekraft rapporteres. Videre forskning kan da undersøke hvordan disse påvirker norsk venturekapital og oppstartsbedrifters tilgang på kapital.

Videre har forfatterne gjennom arbeidet med denne avhandlingen også tilegnet seg kunnskap om flere typer investorer enn investeringsfond. Som nevnt innledningsvis i det teoretiske rammeverket er det ofte flere investorer involvert fra en oppstartsbedrifts såkornfase til en potensiell børsnotering. Videre forskning kan i den forbindelse undersøke i hvilken grad de ulike aktørene har effekt på utviklingen til oppstartsbedriftene. Dette kan eksempelvis gjøres ved hjelp av en komparativ studie.

Referanseliste

- Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools Rush in? The Institutional Context of Industry Creation. *The Academy of Management Review*, 19(4), 645-670.
<https://doi.org/10.2307/258740>
- Andreassen, G. (2019). Årsaker til prisfall på solenergi. Retrieved 15.05.21, from
<https://energiogklima.no/blogg/arsaker-kostnadsreduksjon-solenergi-solceller/>
- Aven, T. (2011). On Some Recent Definitions and Analysis Frameworks for Risk, Vulnerability, and Resilience [<https://doi.org/10.1111/j.1539-6924.2010.01528.x>]. *Risk Analysis*, 31(4), 515-522. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1539-6924.2010.01528.x>
- Becker, G. S. (1993). *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education* (3rd ed.). University of Chicago Press.
- Berg, T. Ø., Lise Korsemmoosor; Nesse, Line Graff. (2013). Bruk av investeringsanalysemetoder og avkastningskrav – Norge anno 2012. *Praktisk økonomi & finans*, 29(3).
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill.
- Brekke, O. H. (2009). Vaccibody - en ny, norsk vaksineoppfinnelse. *Genialt*, 4, 20-22.
- Caselli, S., & Negri, G. (2018). *Private equity and venture capital in Europe: Markets, techniques, and deals*. Academic Press.
- Child, C. (2015). Mainstreaming and its Discontents: Fair Trade, Socially Responsible Investing, and Industry Trajectories. *Journal of Business Ethics*, 130(3), 601-618.
<http://www.jstor.org/stable/24703526>

- Clerq, D. D., Fried, V. H., Oskari, L., & Sapienza, H. J. (2006). An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112. <http://www.jstor.org/stable/4166254>
- Cock, E., Gjerde, J., & Raugland, T. (2016). Finansiering fram til børs - en oversikt. *Praktisk økonomi & finans*, 32(1), 34-42. <https://doi.org/10.18261/issn.1504-2871-2016-01-05>
ER
- Constantinides, G. M. (2013). *Handbook of the economics of finance. : Volume 2A, : Corporate finance* (M. Harris & R. M. Stulz, Eds. 1st ed. ed., Vol. v. 2A). North-Holland is an imprint of Elsevier.
- Demaria, C. (2013). *Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO & Turn-Around Capital* (2nd ed.). Wiley.
- Demsetz, H. (1970). The Private Production of Public Goods. *The Journal of Law & Economics*, 13(2), 293-306. <http://www.jstor.org/stable/725027>
- Donovan, W. (2020). *The Origins of Socially Responsible Investing*. <https://www.thebalance.com/a-short-history-of-socially-responsible-investing-3025578>
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of management*, 43(6), 1820-1853. <https://doi.org/10.1177/0149206317690584>
- Dubois, A., & Gadde, L.-E. (2002). Systematic combining: an abductive approach to case research. *Journal of Business Research*, 55(7), 553-560. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(00\)00195-8](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0148-2963(00)00195-8)
- Dunfee, T. W. (2003). Social Investing: Mainstream or Backwater? *Journal of Business Ethics*, 43(3), 247-252. <https://doi.org/10.1023>

- Ebrahim, A., Battilana, J., & Mair, J. (2014). The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. *Research in Organizational Behavior*, 34, 81-100.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.riob.2014.09.001>
- Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. (1995). How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10(2), 157-179.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)00019-Q](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)00019-Q)
- Elkington, J. (2018). *25 Years Ago I Coined the Phrase “Triple Bottom Line.” Here’s Why It’s Time to Rethink It.* . Harvard Business Review. <https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-line-heres-why-im-giving-up-on-it>
- Energi&Klima. (2021). *De totale utslippene*. Retrieved 12.05 from <https://energiogklima.no/klimavakten/globale-utslipp/>
- Euronext. (2021). *Kurs og markedsoversikt - VACCIBODY*.
<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010714785-MERK>
- Eurosif. (2021). *Responsible Investment Strategies*. <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>
- Finansdepartementet. (2018). *Meld. St. 13 (2017–2018) - Statens pensjonsfond 2018*. Regjeringen Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-13-20172018/id2596754/?ch=2#kap6>
- Forsberg, P. F. G., Gjermund. (2021). *Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge*.
- Furuseth, T. (2020). *Myteknusing: Bærekraftige investeringer*. DNB.
<https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/myteknusing-baerekraftige-investeringer>

- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 101889. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Grimsby, G. J., Per Fredrik Forsberg. (2021). *Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge*.
- Grimsby, G. J., Per Fredrik Forsberg; Syrstad, Ragnhild Sjoner. (2018). *Vekstvilkår for norske scale-ups*.
- Grünfeld, L. H., Bjørn Harald; Grimsby, Gjermund; Eide, Lars E. (2010). *Forretningsengler i Norge - Omfang, betydning og behov for offentlig innvolvering*.
- Hall, J., & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 25-42.
- Johannessen, A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. utgave. ed.). Abstrakt forlag.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E. R. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses [<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x>]. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x>
- Karnani, A. (2010). *The Case Against Corporate Social Responsibility*. The Wall Street Journal. Retrieved 05.03 from <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703338004575230112664504890>
- Kelly, R. (2012). Drivers of private equity investment activity: are buyout and venture investors really so different? *Venture Capital*, 14(4), 309-330. <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.688494>
- Kreiner, G. E., Hollensbe, E. C., & Sheep, M. L. (2009). Balancing borders and bridges: Negotiating the work-home interface via boundary work tactics. *Academy of Management Journal*, 52(4), 704-730. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2009.43669916>

- Kut, C. P., B; Smolarski, J. (2007). Managing financial risk and uncertainty: The case of venture capital and buy-out funds. *Global Business and Organizational Excellence*, 26(2), 53-64. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/joe.20132>
- Langeland, O. (2007). Financing Innovation: The Role of Norwegian Venture Capitalists in Financing Knowledge-intensive Enterprises. *European Planning Studies*, 15(9), 1143-1161. <https://doi.org/10.1080/09654310701529029>
- Langeland, O. (2010). *Kompetent kapital og finansiering av innovative bedrifter i tidlige faser*.
- Langeland, O. G., Frants. (2004). *Mer enn penger? - Kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital*.
- Langtry, B. (2009). Stakeholders and the Moral Responsibilities of Business. *Business Ethics Quarterly*, 4. <https://doi.org/10.2307/3857342>
- Lewis, A., & Webley, P. (1994). *Social and ethical investing Beliefs, preferences and the willingness to sacrifice financial return* (1st ed.).
- Lovejoy, P. (1988). MANAGEMENT BUY-OUTS AND POLICY RESPONSES IN THE WEST-MIDLANDS. In (Vol. 22, pp. 344-347): CARFAX PUBL CO PO BOX 25, ABINGDON, OXFORDSHIRE, ENGLAND OX14 3UE.
- Lütolf-Carroll, C., & Pirnes, A. (2011). *From Innovation to Cash Flows: Value Creation by Structuring High Technology Alliances*. Wiley.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., & Subbanarasimha, P. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123-137.
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. J., & Beekman, A. (2002). Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, 17(4), 291-312. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(00\)00067-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026(00)00067-7)

- Manigart, S., & Struyf, C. (1997). Financing high technology startups in Belgium: An explorative study. *Small Business Economics*, 9(2), 125-135.
- McLeod, S. (2019). *What's The Difference Between Qualitative and Quantitative Research*. Retrieved 29.03 from <https://www.simplypsychology.org/qualitative-quantitative.html>
- Merriam-Webster. (2020). 'Deduction' vs. 'Induction' vs. 'Abduction'. <https://www.merriam-webster.com/words-at-play/deduction-vs-induction-vs-abduction>
- Multiconsult. (2020). *Kartlegging av den norskbaserte fornybarnæringen i 2019*. https://www.eksportkreditt.no/wp-content/uploads/2020/10/28102020_Rapport-Fornybarnaeringen-i-2019.pdf
- Neuman, W. L. (2014). *Social Research Methods: Qualitative and Quantitative Approaches* (7th ed.). Pearson.
- NHO. (2021). *EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans*. Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO). <https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/>
- Nordnet. (2020). *Dobling for grønne aksjer*. Retrieved 12.05 from <https://www.nordnet.no/blogg/dobling-for-gronne-aksjer/>
- Norges Bank. (2021). *Norges Banks strategi for klima og bærekraft*. <https://www.norges-bank.no/tema/Om-Norges-Bank/klima-og-okonomi/strategi-klima-barekraft/>
- O'Gorman, K., & MacIntosh, R. (2014). *Research Methods for Business and Management: A Guide to Writing Your Dissertation, Qualitative Data Analysis Approaches*. Oxford: Goodfellow Publishers, Limited.
- Oakland, W. H. (1987). Chapter 9 Theory of public goods. In *Handbook of Public Economics* (Vol. 2, pp. 485-535). Elsevier. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1573-4420\(87\)80004-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1573-4420(87)80004-6)

- Olsson, N. F., Stein; Jakobsen, Erik W; Jessen, Svein Arne; Sørheim, Roger; Waagø, Lillian. (2007). *Investorers vurdering av prosjekters godhet*.
- Panda, S. G., Arun. (2020). An analysis of timing decision in venture capital staged financing: evidence from India. *Management Research Review*, 43(12).
<https://doi.org/10.1108/MRR-09-2019-0424>
- Parhankangas, A., & Hellström, T. (2007). How experience and perceptions shape risky behaviour: Evidence from the venture capital industry. *Venture Capital*, 9(3), 183-205. <https://doi.org/10.1080/13691060701324478>
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Phillips, T., Eyres, B., & Howitt, R. (2001). Closing Session: The Corporation and Society. *Journal of Business Ethics*, 32(2), 119-126. <http://www.jstor.org/stable/25074561>
- Proksch, D. S., Wiebke; Pinkwart, Andreas (2018). Risk types and risk assessment in venture capital investments: a content analysis of investors' original documents. In *International Journal of Entrepreneurial Venturing* (Vol. 10, pp. 513-533).
- Regjeringen. (2019, 13.03). *Næringslivets samfunnsansvar*. Retrieved 04.03 from https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/naringslivssamarbeid-i-utlandet/innsikt/naringslivets_samfunnsansvar/id2076260/#_ftnref1
- Regjeringen. (2020). *Bærekraftig finans - offentligjøring om investeringer og risiko*. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2018/sep/barekraftig-finans---offentligjoring-om-investeringer-og-risiko/id2619878/>
- Regjeringen. (2021). *Milliardsatsing på grønn omstilling: 93 prosjekter får støtte*. Regjeringen. <https://www.forskningsradet.no/sok-om-finansiering/gronn-plattform/Hva-er-Gronn-plattform/>
- Reitan, B. (2016). Finansiering av teknologibaserte bedrifter - 10 typiske finansieringsutfordringer på reisen fra såkorn til exit. *Praktisk økonomi & finans*, 32(1), 77-88.
<https://doi.org/10.18261/issn.1504-2871-2016-01-09>

- Ribando, J. M., & Bonne, G. (2010). *A New Quality Factor: Finding Alpha With Asset4 ESG Data*. Thomson Reuters.
<https://www.thomsonreuters.com/content/dam/openweb/documents/pdf/tr-com-financial/report/starmin-quant-research-note-on-asset4-data.pdf>
- Salm, S., Hille, S. L., & Wüstenhagen, R. (2016). What are retail investors' risk-return preferences towards renewable energy projects? A choice experiment in Germany. *Energy Policy*, 97, 310-320.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.enpol.2016.07.042>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2016). *Research Methods For Business Students* (7th ed.). Pearson.
- Shane, S., & Cable, D. (2002). Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Management Science*, 48(3), 364-381.
<https://doi.org/10.1287/mnsc.48.3.364.7731>
- Siegel, R., Siegel, E., & MacMillan, I. C. (1988). Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance. *Journal of Business Venturing*, 3(3), 233-247.
- Siggelkow, N. (2007). Persuasion With Case Studies. *Academy of Management Journal*, 50(1), 20-24. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.24160882>
- SINTEF. (2021). Havvind kan dekke verdens energibehov flere ganger. Retrieved 15.05.21, from <https://www.sintef.no/felles-fagomrade/havvind/>
- Skancke, M. A., Terje; Koç, Nalân; Mohn, Klaus;. (2018). *NOU 2018: 17 - Klimarisiko og norsk økonomi*.
- Slavov, S. N. (2014). Public Versus Private Provision of Public Goods. *Journal of public economic theory*, 16(2), 222-258. <https://doi.org/10.1111/jpet.12058>
- Spilling, O. R. M., Øystein; Bjørnåli, Ekaterina; Finne, Håkon; Sørheim, Roger. (2011). *Høyvekstforetak - utfordringer, behov og virkemidler*.

- Sørheim, R. I., Espen. (2008). *Unge bedrifters kapitalbehov og det offentliges rolle*.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies--The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. Wiley. <https://books.google.no/books?id=nYfnKbLVxjIC>
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2017). *Corporate Finance : Theory and Practice : Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Incorporated. <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uisbib/detail.action?docID=5061190>
- Vilje, V. (2016). *Investeringsicentiver for økt kapitaltilgang for vekstselskaper*.
- Wang, H., Wuebker, R. J., Han, S., & Ensley, M. D. (2012). Strategic alliances by venture capital backed firms: an empirical examination. *Small Business Economics*, 38(2), 179-196.
- Wüstenhagen, R., & Teppo, T. (2013). Do Venture Capitalists Really Invest in Good Industries? Risk-Return Perceptions and Path Dependence in the Emerging European Energy VC Market. *International Journal of Technology Management*. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2006.009448>
- Yin, R. K. (2018). *Case Study Research and Applications* (6th ed.). SAGE Publications.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D. (1998). A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.
- Zimmerli, W., Holzinger, M., & Richter, K. (2007). *Corporate Ethics and Corporate Governance*. https://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14

Vedlegg

Vedlegg 1 - Forespørsel om deltakelse i intervju

Forespørsel om deltakelse i intervju

Med dette skrivet forespør vi deg om å delta i et intervju for å bistå oss med å besvare vår problemstilling i forbindelse med en avhandling for masterstudiet Industriell Økonomi ved Universitet i Stavanger.

Formål

Vi er to studenter som studerer Industriell økonomi ved Universitet i Stavanger og holder for øyeblikket på med å skrive vår masteroppgave. Oppgaven har et mål om å undersøke kriterier som ligger til grunn for beslutningen om å investere i selskaper som satser på bærekraftig teknologi og løsninger. Vi vil intervjuer deg som investor for å undersøke tre faktorer som knyttet til beslutningen om å investere; risikoprofil, verdsettelse og etikk.

Utvalget av intervjuobjekter vil bestå av en utvalgt gruppe investorer som går inn i ulike utviklingsfaser hos entreprenørbedrifter og to entreprenørbedrifter som er i forskjellige faser. For å svare på problemstillingen ønsker vi å benytte oss av semistrukturerte intervjuer.

Problemstillingen vi har valgt å besvare er:

“Insentiver for miljøvennlige og bærekraftige investeringer - hvilke kriterier har betydning for investorenes investeringsbeslutninger?”

Hva innebærer det for deg å delta?

Dersom du velger å delta i intervjuprosessen vil vi avtale et tidspunkt som passer for deg hvor vi gjennomfører intervju om hvilke faktorer som påvirker beslutning om investering fra ditt respektive ståsted. I tillegg til informasjon om disse faktorene søker vi også generell erfaring, kunnskap og innsikt for å belyse dette temaet. Intervjuene er beregnet til å ta ca. 60 minutter, og med deres samtykke ønsker vi å ta opp intervjuet for så å transkribere de for å enklere kunne behandle informasjonen i ettertid. Når transkriberingen er ferdig vil opptakene bli slettet.

Vedlegg

Undersøkelsen er i utgangspunktet anonym, men det kan ikke utelukkes at personer kan identifiseres gjennom en kombinasjon av bakgrunnsopplysninger.

Det er frivillig å delta i intervjuprosessen. Dersom du deltar kan du når som helst trekke samtykket uten å oppgi grunnen. Alle personlig data tilknyttet deg vil da bli slettet.

Personvern

Personopplysningene vil kun bli brukt til formålet oppgitt ovenfor. All innsamlet data og personopplysninger vil bli oppbevart lokalt hos oss, og vil kun være tilgjengelig for oss og veileder ved skolen. Dataene som samles inn til oppgaven vil bli slettet når oppgaven er levert og avsluttet.

Dersom det er opplysninger som kan knyttes personlig til deg, har du rett til å:

- Få innsyn i dine personlige opplysninger
- Slette dine personlige opplysninger
- Rette på dine personlige opplysninger

Kontakt

Dersom det er andre spørsmål knyttet til studien kan du kontakte:

Torkjell Flatland mail: to.flatland@gmail.com

Christoffer Sandberg mail: sandbchr@gmail.com

Vedlegg 2 - Intervjuguide Investor

Problemstilling:

Incentiver for investeringer i fornybar energi - hvilke kriterier har betydning for investeringsbeslutninger?

Åpningsspørsmål

- Kan du fortelle kort om investeringselskapet?
- Hvilken utviklingsfase søker dere etter i prosjektene som investeres i?

Risiko

1. Hvordan går dere fram for å gjøre risikovurderinger i forkant av en investeringsbeslutning?
 - a. Hvilke forhold vektlegger dere?
 - b. Hva anser dere som den største risikoen ved prosjekter innen miljø og bærekraft?
 - c. Hva gjør dere for å håndtere dette?
2. Er det annerledes å investere i miljøvennlige og bærekraftige prosjekter enn i andre prosjekt?
 - a. I såfall, hva er annerledes. Vær konkret
3. Hvordan betraktes asymmetrisk informasjon?
 - a. Kan dette forårsake problemer eller øke risikoen?
 - b. Hvis dette er sentralt for intervjuobjektet; hvordan har du håndtert dette?

Verdsettelse/avkastning

1. Hvilke vurderinger blir gjort for å verdsette investeringene?
 - a. Oppfølging: hva skiller disse vurderingene fra andre type selskap du har hatt erfaring med?
 - b. Oppfølging: Brukes det ulike modeller for utregning eller settes disse kravene basert på kompetanse og erfaringer fra tidligere?
2. Hvilke krav stilles til kortsiktig/langsiktig avkastning? Dersom det er forskjeller – hva konkret består de i?
 - a. Hva tenker du er begrunnelsen for disse forskjellene?

3. Hvilke forhold er avgjørende for å tildele kapital til miljøvennlige og bærekraftige prosjekter?

Etikk

1. Hva er deres viktigste motivasjon for å investere i miljøvennlige og bærekraftige prosjekter?
2. Hvilken betydning har samfunnsansvar som motivasjonen for investeringer i miljøvennlige og bærekraftige selskap?
3. Hvilken betydning antar du at etiske vurderinger har for investeringsbeslutninger?
4. Det hevdes av noen selskaper vil bedre sitt omdømme ved å dreie investeringer i retning av «grønne investeringer». Hvilke tanker har du om det?

Vedlegg 3 - Intervjuguide Gründer

Problemstilling:

Incentiver for investeringer i fornybar energi - hvilke kriterier har betydning for investeringsbeslutninger?

Åpningsspørsmål

- Kan du fortelle kort om selskapet ditt? hvilken fase befinner selskapet seg i?

Risiko

1. Hvordan går dere fram for å gjøre risikovurderinger i forkant av en investeringsbeslutning?
 - i) Hvilke forhold vektlegger dere?
 - ii) Hva anser du/dere som den største risikoen ved prosjekter innen fornybar?
2. Opplever dere at det er annerledes å skaffe investorer til fornybare prosjekter?
 - i) Vektlegger investorene andre forhold ved fornybarprosjekter?
3. Hva opplever du som de viktigste risikobetraktningene *investorer* gjør seg basert på dine erfaringer som gründer?
4. Hvordan betrakter du risikoen med å starte/drive selskap innen fornybart i motsetning til andre industrier, eventuelt på hvilken måte?
5. Hvordan betraktes asymmetrisk informasjon?
 - i) Kan dette forårsake problemer eller øke risikoen?
 - ii) Hvis dette er sentralt for intervjuobjektet; hvordan har du håndtert dette?

Verdsettelse/avkastning

- 1) Hvilke vurderinger har blitt gjort i forhold til å fastsette investorenes avkastningskrav?
 - Oppfølging: hva skiller disse vurderingene fra andre type selskap du har hatt erfaring med?
- 2) Hvilke krav stilles til kortsiktig/langsiktig avkastning? Dersom det er forskjeller – hva konkret består de i?
 - Hva tenker du er begrunnelsen for disse forskjellene?
- 3) Hvilke forhold er avgjørende for å få tilgang på investorer/kapital til grønne/fornybar prosjekter?

Etikk

- 1) Hva er din viktigste motivasjon for å investere i grønne selskap/fornybarprosjekter?
 - 2) Hvilken betydning har samfunnsansvar som motivasjonen for investeringer i grønne selskap?
 - 3) Hvilken betydning antar du at etiske vurderingen har for investeringsbeslutninger?
- Det hevdes av noen selskaper vil bedre sitt omdømme ved å dreie investeringer i retning av «grønne investeringer». Hvilke tanker har du om det?

Vedlegg 4 – Utdrag fra dataanalyse

	Selskapsinformasjon	
Investeringsfase	Tidligfase, før kommersielle salg	
Type selskap	Venture	
Investeringssektor	Alle	
Tema	Risiko	
	Resultater	Kommentarer
Risikovurderinger	<p>1. Det skal være et dedikert team, stort internasjonalt potensiale i markedet.</p> <p>2. Vi har tidligere sagt at vi ønsker å ha med co-investor. Nå har vi to ulike modeller for investeringer som gjør at vi kan noen ganger gå litt mer alene, men ofte ønsker vi å ha flere med, at vi bygger et co-investor-konsortium av investorer som gjør at man reduserer risikoen.</p> <p>3. Vi jobber med altså juridisk DD, og mange ganger, spesielt de som er teknologitungt/industritungt gjøres det IP DD.</p> <p>4. Noe av det viktigste er teamet i så tidlig fase som vi investerer i. Det er ikke så ofte så lett så tidlig å bare skifte ut grunderteamet.</p> <p>5. Det vårt team er god på å er forretningsutvikling, strategi og planene videre. Og det er der vi skal levere verdi, og så er det grunderen som må ha kontroll på teknologiutviklingen sin og teamet sitt, om han da leder det teamet. Det er jo et samarbeid og det er derfor det er så viktig at vi er enig om hvor vi skal, at vi legger planene tidlig, at vi har en god kjemi rett og slett.</p>	<p>1. Team, potensial i markedet</p> <p>2. Syndikat</p> <p>3. Due diligence, IP</p> <p>4. Team</p> <p>5. Gründer kompetanse</p>

<p>Forskjeller fra andre bransjer/næringer?</p>	<p>1. <i>Fornybar og bærekraft ja. Ofte er det politikk da. [...] Mye er litt tyngre og større kapitaltungt, mer industritype case.</i></p> <p>2. <i>Hvis du skal si noe om det fornybare så er det ofte, mange case vi har sett legger seg opp mot at det skal komme reguleringer, og det er krevende. Det tar vi sjeldent i.</i></p> <p>3. <i>Vi tror nå at markedet er mer modent for alt dette. For de grønne investeringene.</i></p>	<p>1. Regulatorisk, kapitaltungt</p> <p>2. Regulatorisk</p> <p>3. Markedet er nok mer modent nå pga høyere oppslutning og forståelse rundt klimaproblemer.</p>
<p>Verdsetting av grønne selskaper</p>	<p>1. <i>Det har vært enkelte veldig spennende [selskaper], som har gått rett og slett fordi prisingen har vært for høy. [...] i den hypen som er i markedet nå, hvor det er ekstremt mange selskap som går til veldig høye priser, så må en rett og slett bare si at det må bare gå. [...] Akkurat nå er det definitivt hype rundt tidligfase, og det kommer neppe til å holde seg sånn som dette.</i></p>	<p>1. Opplevelser med investeringscaser hvor prisingen av fornybare/grønne selskaper er for høy. Kan knyttes til hype i markedet.</p>
<p>Håndtering av risiko</p>	<p>1. <i>Vi baserer det på milepæler og det tar vi inn i avtaleverket. Da er det på bakgrunn av at de nådde milepælen at vi gjør neste investering og på den måten får vi bygd inn en del av de elementene og følge opp en del risiko.</i></p>	<p>1. Milepæler, Trinnvis investering</p>
<p>Annet</p>	<p>1. <i>Hvorfor lykkes man? Det har med timing å gjøre, det har med flaks, det har med team, det har med verdiforslaget inn i markedet å gjøre, at man treffer riktig.</i></p> <p>2. <i>De teamene som snur hver stein og nekter å gi opp lykkes som regel til slutt.</i></p>	<p>1. Timing, team, potensial i markedet</p> <p>2. Team</p>

Tema	Verdsettelse	
	Resultater	Konklusjoner
Andre krav ift andre bransjer/næringer?	<p>1. Men det har vært enkelte veldig spennende, som har gått rett og slett fordi prisingen har vært for høy. For det og er en vurdering vi tar. Tror vi at vi sitter igjen med nok penger igjen her hvis vi kommer inn på for høy prising.</p>	<p>1. Trykk i markedet</p>
Bestemme verdsetting	<p>1. Vi tenker som så at vi ønsker selvfølgelig at 10 ganger er fint, men vi må på en måte se hvor mye ønsker vi å sitte igjen med og hvor mye trenger selskapet tror vi før vi kan få solgt det.</p> <p>2. Det er veldig lite fancy regneark, det er brukt veldig lite av store modeller. Det er ganske enkel vurdering.</p> <p>3. Det er mange som prøver seg med ganske fancy modeller, men til slutt så blir det tilbud fra oss også får de ta det eller ikke ta det. [...] Det er mindre fancy enn man tror.</p>	<p>1. Høy avkastning, lav verdsettelse ved investering</p> <p>2. Lite bruk av sofistikert beregningsmetoder</p> <p>3. Lite bruk av sofistikerte beregningsmetoder</p>
Spesielle krav ift bærekraftige investeringer	<p>1. Det skal sies at vi bruker på en måte skjønn i forhold til hvor lang tid tror vi at det tar om det er et tungt investert løp man skal igjennom så tenker vi at en må sitte lenger, men da speiles det i forhold til kapitalbehovet til man tror at man får solgt det. [...] Det kan man akseptere at det tar lengre tid i noen bransjer enn i andre, men det blir likt for alle egentlig.</p>	<p>1. Stiller ingen andre krav til avkastning for bærekraftige investeringer. Enkelte kan være tyngre og mer kapitalintensive, noe som vil speile seg i avkastningen</p>
Annet	<p>1. Det er jo en premium på [grønne investeringer], men kanskje mer ut av Norge i ennå større grad enn her. Du ser jo på børsen det er jo definitivt.. ja...</p>	<p>1. Trykk i markedet</p>

Tema	Etikk	
Motivasjon for bærekraftige investeringer	<p>1. At vi tror det blir mye penger der. At det er attraktive investeringer å selge for vår del, rett og slett. [...] Vi blir målt på avkastning og om vi klarer å levere tilbake til våre eiere, så det er jo i bunn og grunn det det handler om også er det jo positivt med alle de andre effektene som dere vet om. Det er fordi vi tror det er attraktivt.</p>	1. Motivert av avkastning
Samfunnsansvar	<p>1. Det er jo klart det er en del av.. det går jo mye på... altså, nå tar jo dere opp dette her da.</p> <p>2. Hvis du legger to case opp mot hverandre, så er det ikke tvil om at du tar det caset med trippel bunnlinje. Men du kan ikke kun basere det på det.</p>	<p>1. Retningen av svaret blir påvirket av at det blir tatt opp.</p> <p>2. Bærekraft og samfunnsansvar virker positivt, men er ikke en utslagsgivende faktor.</p>
Viktighet av etiske vurderinger i investeringsbeslutninger	<p>1. Det er viktig. Vi har akkurat kartlagt selskapene våre i vår portefølje og de gjennomgår en revisjon nå, alle porteføljeselskapene så vi gjør en ESG årlig gjennomgang.</p> <p>2. Det har man jo alltid jobbet med, men da har man i større grad vært bevisst på at dette her vil kunne få en premium på i neste runde hvis du har alt på stell. [...] Vi tror at det vil kunne gi en høyere [pris] om man har alt på stell.</p> <p>3. Det handler ikke om grønnvasking, men det handler om å være bevisst på en del elementer som du kanskje ikke trodde var så viktig før som er blitt viktigere i markedet nå.</p>	<p>1. ESG</p> <p>2. Premium for ESG</p> <p>3. Underbygger punkt 2.</p>
Tanker rundt grønnvasking av selskap	<p>1. For oss handler det ikke om noen som helst form for grønnvasking, det handler om at vi tror på enkelt gode case også kommer vi til å ha en diversifisert portefølje med andre caser med mindre grønne case, men de skal ikke påvirke bærekraftsmålene negativt. Det er det vi sier i vår investeringsstrategi.</p>	1. Diversifisert portefølje. Bærekraft er positivt, men ikke et mål