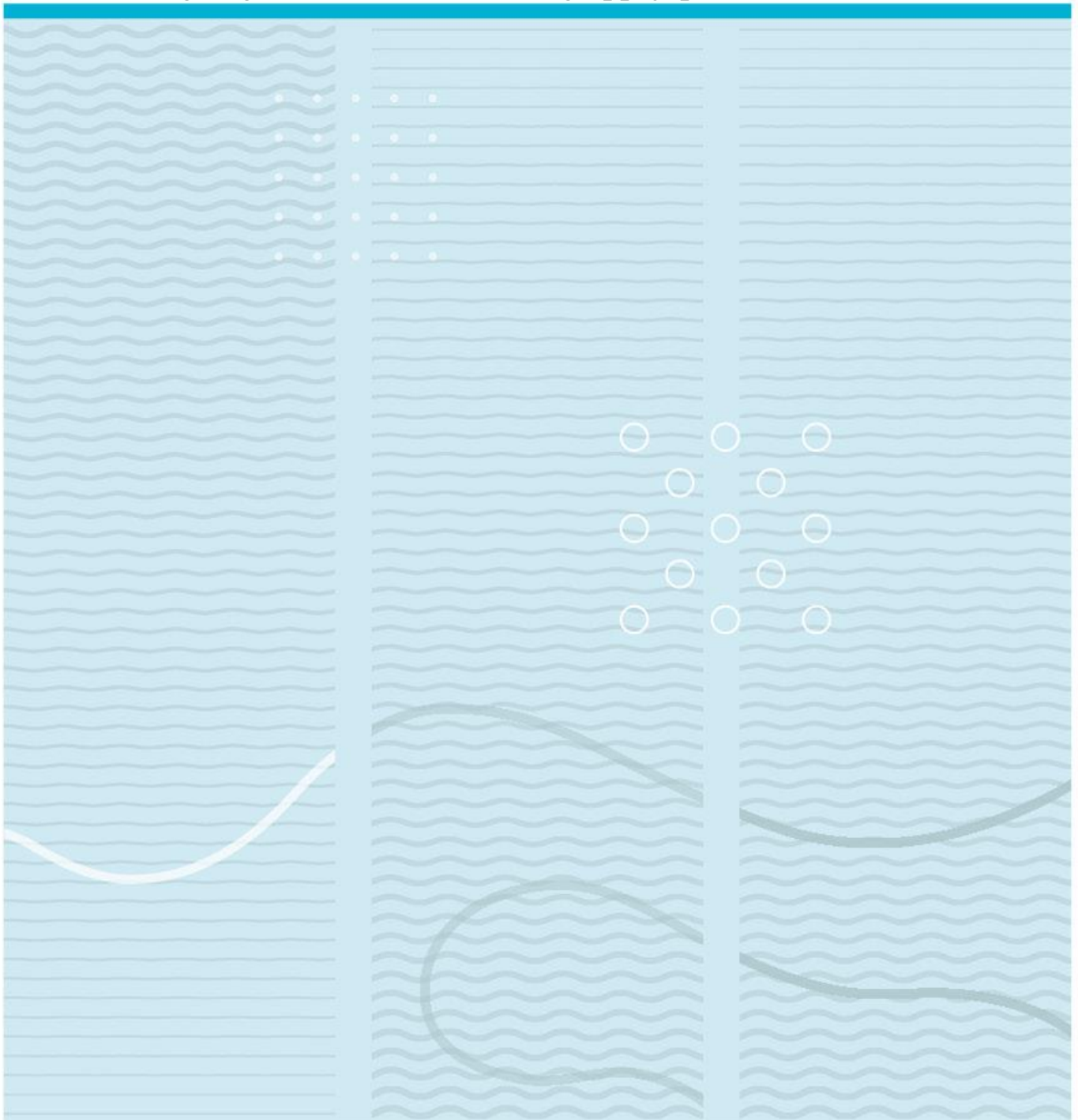


Lene Våle Isaksen og Ida Kasin

Faktorer som påvirker norske aktive eierfonds investeringsbeslutning

En sammenligning av såkorn-, venture- og oppkjøpsfond



Universitetet i Sørøst-Norge
Fakultet for Handelshøyskolen
Institutt for industriell økonomi, strategi og statsvitenskap
Postboks 235
3603 Kongsberg

<http://www.usn.no>

© 2020 Lene Våle Isaksen og Ida Kasin

Denne avhandlingen representerer 30 studiepoeng

Forord

Denne masteravhandlingen markerer avslutningen på masterstudiet i Økonomi og ledelse med studieretning Industriell økonomi ved Universitetet i Sørøst-Norge. Arbeidet med masteravhandlingen, som tar for seg en undersøkelse av aktiv eierkapital i Norge, har vært interessant og lærerikt, men også krevende og til tider utfordrende. Denne prosessen har bidratt til at vi har fått en god forståelse av hva aktiv eierkapital er, og hva slags betydning det har for norske entreprenører og vekstbedrifter. Vi har fått en spennende innsikt i hva de ulike aktive eierfondene verdsetter i sin vurdering av potensielle porteføljebedrifter.

Vi leverer nå en masteravhandling vi er stolte av, og i den forbindelse er det en rekke personer vi ønsker å uttrykke vår takknemlighet for. Først og fremst vil vi rekke en stor takk til vår veileder Lise Feirud for hennes tilgjengelighet, gode innspill, konstruktive tilbakemeldinger og motiverende samtaler. Vi vil også rekke en takk til Tor Martin Kvikstad for god hjelp gjennom analysearbeidet i avhandlingen. Videre ønsker vi å rekke en takk til PE aktørene som har deltatt i undersøkelsen for deres bidragsvillighet, gode innsikter i fagfeltet og entusiasme for avhandlingen.

Vi ønsker å rekke en takk til familie, venner og arbeidskollegaer for deres støtte, oppmuntrende ord og tålmodighet gjennom arbeidet med masteravhandlingen. Avslutningsvis er vi også takknemlige overfor hverandre for et svært godt samarbeid, vennskap og faglig spennende diskusjoner. Vi er stolte av å ha lyktes med å motivere og spille hverandre gode gjennom en prosess som har vært krevende både faglig og personlig.

Universitetet i Sørøst-Norge, 01. juni 2020

Ida Kasin

Lene Våle Isaksen

Abstract

Private equity funds contribute with expertise, network and capital, which gives increased employment and new start-ups. A well-functioning private equity market is important for the Norwegian business community to develop entrepreneurial and growth companies. Previous research shows that there is a lack of private equity for promising high-risk projects, which creates negative effects for the society. The research question in this study therefore seeks answers to which factors influence the investment decisions of Norwegian private equity funds, and how the various funds assess the importance of these factors.

In the theoretical literature review, it is developed a theoretical framework from previous research, which addresses different factors that influence the investment decisions of private equity funds. Factors included in the theoretical framework are; human- and social capital, business plan, profitability, product, market characteristics and sustainability and corporate social responsibility. Despite the available knowledge, the problem of access to private equity prevents the ability of entrepreneurial and growth companies to develop and spread in Norwegian business. In addition, previous research indicates that the Norwegian private equity market is both poorly described and analyzed, and a few comparisons of how the private equity funds considering the importance of effecting factors are noted. Through a quantitative approach, with a cross-sectional design, we obtained data through a survey. The respondents were private equity investors with a central role in the investment decision.

A descriptive analysis is made for the factors that effects the investment decision, which implicitly notes that all the factors are important for the Norwegian private equity funds investment decisions. For comparison of the various private equity funds, the factors are divided as earlier theory indicates are suitable. Through the ANOVA analysis, it appears that specific human capital, business plan, market growth and sustainability and corporate social responsibility are not considered significantly different in the investment decisions of the various private equity funds. Furthermore, it is noted that business- and finance specific social capital and product patent protection are assessed differently in the investment decisions of the various private equity funds. Current profitability and the added value of the product do not indicate statistical difference, but the findings nevertheless show that the factors are considered differently among the various private equity funds. In conclusion, the findings are partly consistent with previous research, and generate new insights.

Sammendrag

Aktive eierfond bidrar med kompetanse, nettverk og kapital, noe som gir økt sysselsetting og nyetableringer. Et velfungerende Private Equity marked er viktig for at det norske næringslivet skal kunne utvikle entreprenør- og vekstbedrifter. Dessverre viser tidligere forskning at det er mangel på aktiv eierkapital til lovende prosjekter med høy risiko, hvilket skaper negative ringvirkninger i samfunnet. Avhandlingens problemstilling søker derfor svar på hvilke faktorer som påvirker norske aktive eierfonds investeringsbeslutning, og hvordan de ulike fondene vurderer viktigheten av disse faktorene.

I den teoretiske tilnærmingen har vi utarbeidet et teoretisk rammeverk fra tidligere forskning, som tar for seg ulike faktorer som påvirker aktive eierfonds investeringsbeslutning. Faktorer inkludert i det teoretiske rammeverket er; human- og sosialkapital, forretningsplan, lønnsomhet, produkt, marked og bærekraft og samfunnsansvar. Til tross for foreliggende kunnskap, er problematikken rundt tilgang på aktiv eierkapital til hinder for entreprenør- og vekstbedrifters mulighet til å utvikle og spre seg i norsk næringsliv. I tillegg påpeker tidligere forskning at det norske PE markedet både er lite beskrevet og analysert, samt at det er foretatt få sammenligninger av hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av påvirkende faktorer. Gjennom en kvantitativ strategi med tilhørende tverrsnittdesign, innhentet vi data via utarbeidet spørreundersøkelse. Respondentene var henholdsvis PE aktører med en sentral rolle i investeringsbeslutningen.

Det er foretatt en deskriptiv analyse av faktorenes påvirkning på PE aktørers investeringsbeslutning, hvilket implisitt påpeker at alle faktorene er av betydning for norske aktive eierfond investeringsbeslutning. For sammenligning av de ulike aktive eierfondene er faktorene delt opp, slik tidligere teori antyder er hensiktsmessig. Gjennom en utført enveis variansanalyse fremkommer det at spesifikk humankapital, forretningsplan, markedsvekst og forhold rundt bærekraft og samfunnsansvar ikke vurderes betydelig forskjellig i de ulike aktive eierfondenes investeringsbeslutning. Videre påpekes det at forretnings- og finansspesifikk sosialkapital og produktpatentbeskyttelse vurderes forskjellig i de ulike aktive eierfondenes investeringsbeslutning. Nåværende lønnsomhet og produktets merverdi viser ikke til statistisk forskjell, men funnene antyder likevel at faktorene vurderes forskjellig i de ulike aktive eierfondenes investeringsbeslutning. Avslutningsvis er avhandlingens funn delvis i overensstemmelse med tidligere forskning, men frembringer også nye innsikter.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	2
Abstract.....	3
Sammendrag	4
1. Innledning	8
1.1. Formål med oppgaven.....	8
1.2. Problemformulering.....	9
1.3. Oppgavens struktur	9
2. Teoretisk rammeverk	11
2.1. Teoretisk tilnærming	11
2.2. Begrepsavklaringer	13
2.2.1. Entreprenørskap og entreprenør.....	13
2.2.2. Vekst	15
2.2.3. Finansieringsmuligheter.....	15
2.2.4. Entreprenørbedriftens utviklingsfaser.....	18
2.3. Faktorer som påvirker tilgangen på aktiv eierkapital.....	20
2.3.1. Human- og sosialkapital.....	20
2.3.2. Forretningsplan	24
2.3.3. Lønnsomhet.....	26
2.3.4. Produkt.....	28
2.3.5. Markedskarakteristikker.....	30
2.3.6. Bærekraft og samfunnsutvikling.....	32
2.4. Det norske PE markedet.....	35
3. Modell og hypoteser	38
4. Metode	41
4.1. Vitenskapsteoretisk retning.....	41
4.2. Teoriutvikling	42
4.3. Problemstillingens karakter.....	42
4.4. Valg av forskningsstrategi	43
4.5. Valg av forskningsdesign.....	44
4.6. Populasjonsutvalg	45
4.6.1. Utvalg.....	46
4.6.2. Behandling av utvalg	49
4.6.3. Svarrespons og bortfallsanalyse.....	50
4.7. Metode for datainnsamling	52
4.8. Metode for dataanalyse	55
4.8.1. Cronbach's alpha.....	56

4.8.2. Korrelasjonsanalyse	56
4.8.3. Enveis variansanalyse	56
4.9. Forskningsprosjektets troverdighet	57
4.9.1. Reliabilitet	58
4.9.2. Validitet	59
4.9.3. Forskningsetikk	62
5. Analyse	64
5.1. Deskriptiv statistikk	64
5.1.1. Egenskaper ved utvalget	64
5.1.2. Analyse av faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital	66
5.2. Datainspeksjon	75
5.3. Reliabilitet	76
5.4. Korrelasjon	77
5.5. Forutsetninger for enveis variansanalyse	78
5.6. Enveis variansanalyse	81
6. Diskusjon	86
6.1. Diskusjon av faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital	86
6.2. De aktive eierfondenes vurdering av faktorenes viktighet	87
6.2.1. Humankapital	87
6.2.2. Sosialkapital	89
6.2.3. Forretningsplan	90
6.2.4. Lønnsomhet	91
6.2.5. Produkt	94
6.2.6. Markedskarakteristikker	97
6.2.7. Bærekraft og samfunnsutvikling	100
7. Resultat	103
7.1. Konklusjon	103
7.2. Teoretiske implikasjoner	104
7.3. Praktiske implikasjoner	105
7.4. Avhandlingens begrensninger	106
7.5. Videre forskning	107
Referanser	109
Vedlegg 1 – Informasjonsskriv	114
Vedlegg 2 – Spørreskjema	116
Vedlegg 3 – Meldeskjema for behandling av personopplysninger	126

Figurliste

Figur 1 – Oppgavens struktur.....	10
Figur 2 – Entreprenørbedriftens utviklingsfaser og aktive eierfonds investeringsfaser.....	19
Figur 3 – Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fra 2001-2018 (Johnsen et al., 2019)	37
Figur 4 – Forskningsmodell	38
Figur 5 – Oversikt over bortfall (Jacobsen, 2000)	47
Figur 6 – Investeringsbransjer	66
Figur 7 – Faktorenes viktighet i investeringsvurderingen.....	67
Figur 8 – Markedskarakteristikker.....	68
Figur 9 – Forretningsplan.....	69
Figur 10 - Lønnsomhet.....	70
Figur 11 – Produkt	71
Figur 12 – Humankapital	72
Figur 13 – Sosialkapital	74
Figur 14 – Bærekraft og samfunnsansvar	74
Figur 15 – Gjennomsnittlig viktighet av nåværende lønnsomhet for de aktive eierfondene	94
Figur 16 – Gjennomsnittlig viktighet av produktpatentbeskyttelse for de aktive eierfondene	97

Tabelliste

Tabell 1 – Søkeordsmatrise.....	12
Tabell 2 – Artikkeloversikt for human- og sosialkapital	21
Tabell 3 – Artikkeloversikt for forretningsplan	25
Tabell 4 – Artikkeloversikt for lønnsomhet.....	27
Tabell 5 – Artikkeloversikt for produkt	29
Tabell 6 – Artikkeloversikt for markedskarakteristikker	31
Tabell 7 – Artikkeloversikt for bærekraft og samfunnsutvikling.....	34
Tabell 8 – Svarrespons på bedriftsnivå	50
Tabell 9 – Svarrespons individnivå vist i forhold til de aktive eierfondenes andel av populasjonen ...	51
Tabell 10 – Operasjonalisering av målevariabler.....	53
Tabell 11 – Respondentenes personlige bakgrunn.....	65
Tabell 12 – Cronbach’s alpha	76
Tabell 13 – Korrelasjonsmatrise	78
Tabell 14 – Skewness og kurtosis	80
Tabell 15 – Test av homogenitet i variansen	80
Tabell 16 – Oversikt over hypotesenes resultat	85
Tabell 17 – Oversikt over de aktive eierfondenes vurdering av faktorene	102

1. Innledning

Norge er et rikt land og besitter et relativt høyt velstandsnivå. Næringslivet spiller en viktig rolle, og påvirker i aller høyeste grad utviklingen. For at Norges velstandsnivå skal kunne opprettholdes og styrkes, forutsettes det et konkurransedyktig næringsliv. Dette krever at Norge bidrar til kontinuerlig innovasjon, nyskapende bedrifter og omstilling av eksisterende bedrifter og bransjer (Vinje, 2014). For at Norge skal kunne utvikle morgendagens entreprenør- og vekstbedrifter, er det behov for kapital og et velfungerende Private Equity marked. Behovet for risikovillig kapital øker i en stadig mer digital og nettbasert økonomi, og det må dekkes av andre aktører enn banker. Aktive eierfond spiller en viktig rolle fordi de bidrar med både komplementær kompetanse, erfaring, nettverk og ikke minst kapital (Haugli, 2015). Et problem er at det er lite kapital tilgjengelig til investeringer i næringslivet, med unntak av oljesektoren. Det poengteres spesielt at mangel på aktiv eierkapital til lovende prosjekter med høy risiko, spesielt i tidlig fase, er en hindring for samfunnets evne til nyskaping, omstilling og innovasjon. Med andre ord svekker det den økonomiske veksten, lønninger og samfunnets velstand over tid (Haugli, 2015; Vinje, 2014).

1.1. Formål med oppgaven

Kapital er ikke i seg selv nok til å realisere et nyskapende og konkurransedyktig næringsliv i Norge. Kompetent eierskap kan føre til at kapital tildeles riktige prosjekter og utvikler disse til voksende, konkurransedyktige bedrifter, og derav arbeidsplasser. Det kan videre bidra til en spredning og styrking av kompetansen privatpersoner har til å realisere risikable vekstprosjekter, alt fra nyskapende entreprenørbedrifter til innovasjon og videreutvikling av etablerte bedrifter (Haugli, 2015). Aktive eierfond deltar aktivt i utviklingen av bedrifter gjennom et løpende strategisk samarbeid med ledelsen. De er spesialiserte på ulike faser av bedriftens livssyklus og kjennetegnes ved at eierskapet innebærer aktiv involvering i selskapets drift og strategiske styring (Johnsen, Grimsby & Lind, 2019).

Ettersom det er mangel på vekstkapital blant prosjekter med høy risiko i norsk næringsliv og konsekvensene er av betydning, har forskere i lengre tid studert ulike faktorer som påvirker aktive eierfonds investeringsbeslutning. De ulike forskningsarbeidene har identifisert et fåtall påvirkende faktorer av viktighet for ulike typer aktive eierfond i en norsk kontekst. I tillegg påpeker flere studier at det er foretatt få sammenligninger av ulike typer aktive eierfond og viktigheten av faktorene i en investeringsbeslutning, særlig med såkornfond inkludert. Dette

antyder at kunnskapen på området er ufullstendig og danner derfor grunnlaget for vår problemstilling.

1.2. Problemformulering

Siden problematikken rundt tilgang på kapital fra aktive eierfond hindrer entreprenør- og vekstbedrifters mulighet til å spre og utvikle seg i det norske næringslivet, anser vi dette som et aktuelt og interessant fenomen å undersøke. Det finnes lite eksisterende forskning på området i en norsk kontekst, samt en sammenligning av de ulike fondene og hvilke faktorer disse hver for seg ser størst viktighet av. Ved at entreprenører og vekstbedrifter får et innblikk i hvilke faktorer de ulike aktive eierfondene verdsetter høyest i en investeringsbeslutning, er det rimelig å anta at tilgangen på aktiv eierkapital øker. Videre kan dette føre til økt innovasjon, flere nyskapende bedrifter og omstillinger i eksisterende bedrifter og bransjer. I det store bildet kan effekten av dette påvirke næringslivet og velstandsnivået i Norge. Vår problemstilling er derfor utarbeidet og formulert som følgende:

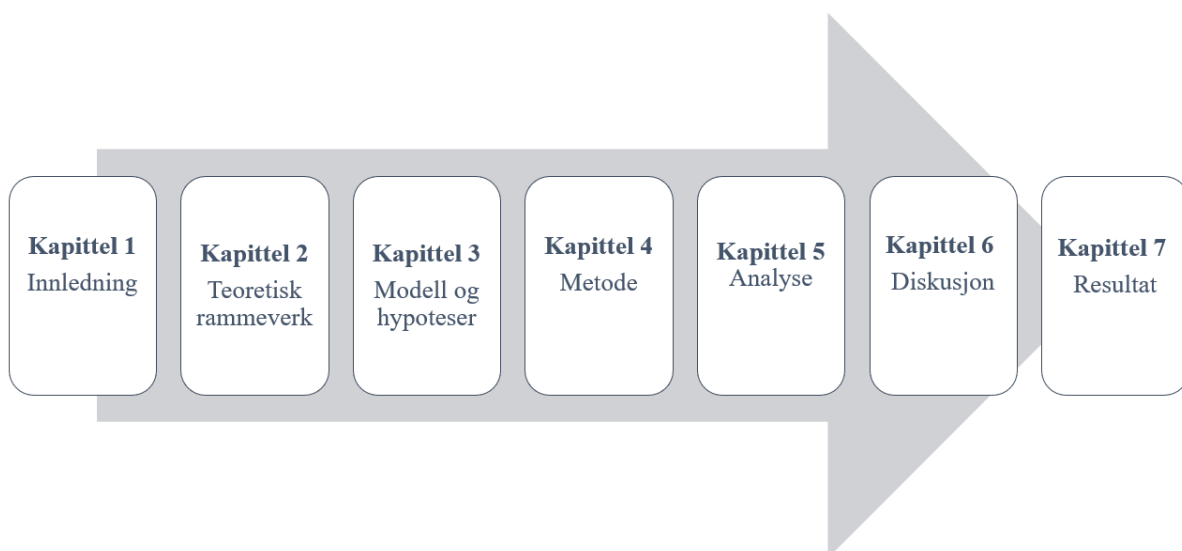
Hvordan vurderer norske aktive eierfond viktigheten av faktorer som påvirker en investeringsbeslutning?

Problemstillingen gir avhandlingen en naturlig avgrensning da den beskriver hvilke finansieringskilder som er aktuelle å undersøke, samt konteksten; norske aktive eierfond, henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond. Det er viktig å poengtere betydningen av faktorer i problemstillingens formulering, hvor det i denne sammenheng er variabler fordelt mellom human- og sosialkapital, forretningsplan, lønnsomhet, produkt, markedskarakteristikker og bærekraft og samfunnsansvar. Svar på avhandlingens problemstilling kan potensielt bidra til indikasjoner og økt kunnskap om hvilke faktorer ulike aktive eierfond har fokus på i en investeringsbeslutning. Dette kan videre skape muligheter til å forbedre situasjonen i det norske næringslivet relatert til tilgang på kapital til lovende prosjekter med betydelig risiko.

1.3. Oppgavens struktur

Denne avhandlingen er delt inn i syv hovedkapitler. Dette kapitlet presenterte innledningen, med informasjon om rapportens formål og problemformulering. Kapittel 2 presenterer avhandlingens teoretiske rammeverk, og er utarbeidet med utgangspunkt i tidligere forskning som er relevant for vår problemstilling. Videre defineres også ulike begreper som er sentrale for hva vi undersøker, slik at leseren får en god forståelse av det teoretiske rammeverket. Det

teoretiske rammeverket tar for seg seks hovedfaktorer av påvirkende effekt for aktive eierfonds investeringsbeslutning. Tilslutt presenteres det norske Private Equity markedet for enklere å forstå avhandlingens kontekst, samt vår problemstilling i lys av det norske næringslivet. Kapittel 3 presenterer avhandlingens forskningsmodell med tilhørende hypoteser. Dette er basert på hva tidligere forskning hevder, i avhandlingens teoretiske rammeverk. Kapittel 4 presenterer avhandlingens metodiske valg, som er foretatt underveis i studien. Vitenskapsteoretisk retning, teoriutvikling, problemstillingens karakter, valg av forskningsstrategi, valg av forskningsdesign, populasjonsutvalg, metode for datainnsamling og metode for dataanalyse inkluderes i dette kapitlet. Tilslutt diskuteres forskningsprosjektets troverdighet. Kapittel 5 presenterer analysen og våre empiriske funn fra spørreundersøkelsen. Dette er strukturert i henhold til faktorer som påvirker i det teoretiske rammeverket ved hjelp av deskriptiv statistikk, og tilslutt hypotesetestet opp mot inndelte faktorer i form av analyser utført i SPSS. Hypotesetestingen og de inndelte faktorene er også strukturert i henhold til faktorer som påvirker i det teoretiske rammeverket, men da i rekkefølge med de utarbeidede hypotesene. I kapittel 6 drøftes de empiriske funnene opp mot tidligere teori fra det teoretiske rammeverket, før hypotesene tilslutt oppsummeres i en tabell opp mot hva teorien sier. Avslutningsvis i kapittel 7 presenteres resultatene, hvor vi trekker konklusjoner av diskusjonen fra kapittel 6. Her fremlegges teoretiske og praktiske implikasjoner, samt avhandlingens begrensning og videre forskning. I figur 1 nedenfor illustreres avhandlingens struktur inndelt i hovedkapitler.



Figur 1 – Oppgavens struktur

2. Teoretisk rammeverk

I dette kapitlet presenteres og kartlegges begrepsavklaringer og det teoretiske rammeverket. Dette bidrar til å danne en begrepsmessig og teoretisk forståelse av fenomenet som studeres. Først beskrives vår teoretiske tilnærming til eksisterende forskning. Videre presenteres begrepsavklaringene, som vil være av betydning for forståelsen av det teoretiske rammeverket og avhandlingen videre. Det teoretiske rammeverket beskriver ulike faktorer som påvirker aktive eierfonds investeringsbeslutning, avdekket i tidligere litteratur. Avslutningsvis beskrives det norske Private Equity markedet på bakgrunn av avhandlingens kontekst.

2.1. Teoretisk tilnærming

En fremgangsmåte som belyser avhandlingens problemstilling på en god måte, bidrar til økt innsikt og forståelse av de elementene problemstillingen er satt sammen av. Det er derfor avgjørende å danne et teoretisk rammeverk basert på et litteratursøk av tidligere forskning. I dette kapitlet redegjøres det for hvordan dette litteratursøket er gjennomført, og hvordan litteraturen skal benyttes videre i masteravhandlingen.

Til å begynne med var hensikten med litteratursøket å få et bedre overblikk over temaet, samt å tilegne oss bedre kunnskap om sentrale begreper. På bakgrunn av dette startet søket bredt. Gjennom søkene som ble foretatt oppdaget vi at aktiv eierkapital og faktorer som påvirker aktive eierfonds investeringsbeslutning er et område det er gjennomført mye forskning på. Søkene ga oss informasjon om en rekke påvirkende aspekter tilknyttet både entreprenørbedriften og entreprenøren som person. Ettersom vi identifiserte flere ulike påvirkende faktorer, avgrenset vi litteratursøket. Dette ble gjennomført ved at de enkelte faktorene ble benyttet som søkeord. Fordi investorer og markedet stadig er i endring og utvikler seg, er det rimelig å anta at investeringsprosessens kompleksitet og identifiserte påvirkende faktorer har endret seg i takt med utviklingen av en bærekraftig industri- og næringskultur. Dette kan indikere at faktorene som påvirket aktive eierfonds investeringsbeslutning for 30 år siden, ikke nødvendigvis er påvirkende faktorer av betydning i dag.

På bakgrunn av dette valgte vi å avgrense søket til forskningsartikler som er publisert i nyere tid, for å sikre at funnene er av høyere aktualitet for dagens situasjon. Litteratursøket er hovedsakelig avgrenset til å vise engelskspråklige artikler publisert i tidsperioden 2000-2020,

og gjennomført ved hjelp av «avansert søk» i databasen Scopus. Det er videre tidvis benyttet boolske operatører (AND og OR) for å kombinere søkeord og for å utvide søket (Gough, Oliver & Thomas, 2012). Avslutningsvis har vi også benyttet bibliotekets søkefunksjon Oria til å finne fagbøker om temaet og forskningsmetode.

Litteraturen for denne avhandlingen er videre basert på en seleksjonsprosess for å sikre kvalifisert innhold. Vi har benyttet følgende utvalgskriterier:

1. Søk etter hovedsakelig publiserte tidsskriftsartikler, med mindre formålet er å anskaffe relevant og gjeldende statistikk, generell forståelse om temaet i Norge og liknende.
2. Sørge for at potensielle artikler er relevante ved å benytte kombinasjoner av aktuelle søkeord. Bruk av engelske søkeord. Benytt søkeord som spesifiserer tema og/eller tittel i databasen Scopus. Benyttede søkeord er vist i tabell 1.
3. Sikre artikkelens relevans ved å lese tittel og abstrakt.
4. Artiklene hvor tittel og abstrakt regnes som relevant for oppgaven, må leses i sin helhet og kontrolleres for vesentlig relevans. Artiklene må belyse ulike aspekter rundt tilgangen på aktiv eierkapital, samt diskutere eventuelle forskjeller i hvordan de ulike typene aktive eierfond vurderer viktigheten av vurderingskriteriene.
5. Hvis nødvendig, tilfør andre kilder i form av artikler, rapporter eller fagbøker. Typisk for begrepsavklaringer og definisjoner, statistikk og annet relevant tallmateriale.

Database: Scopus					
Søkeord 1	Søkeord 2	Søkeord 3	Funn	Relevante	Kjerneartikkel
"Venture capital investments"	"Criteria"		15	2	1
"Private equity funds"	"Investment criteria"		11	2	2
"Venture capital"	"Criteria"	"Development"	3	1	1
"Venture capital"	"Human capital"		88	4	2
"Venture capitalists"	"Business plan"		6	1	1
"Private equity"	"Innovation"		37	1	1
"Private equity"	"ESG"	"UN PRI"	4	2	2

Tabell 1 – Søkeordsmatrise

Litteratursøket ga 13 forskningsartikler som har vist seg relevante for å belyse avhandlingens tema. Det er også verdt å bemerke at deler av avhandlingens referanser er et resultat av den såkalte snøballmetoden (Gough et al., 2012). Flere aktuelle artikler er funnet ved gjennomgåelse av referanselisten til relevante tidsskriftsartikler fra litteratursøket. Av artiklene fra litteratursøket og snøballmetoden har vi valgt å inkludere 15 som kjerneartikler.

Valget av kjerneartikler er basert på i hvilken grad artikkelen gir innsikt i faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital, samt likheter og forskjeller i hvordan de ulike typene aktive eierfond vurderer viktigheten av disse faktorene. Disse artiklene har i stor grad dannet grunnlaget for det teoretiske rammeverket. Tabell 2 – 7 i *kapittel 2.3. Faktorer som påvirker tilgangen på aktiv eierkapital* presenterer hovedelementene av de utvalgte kjerneartiklene, henholdsvis tematisk delt inn etter de gjennomgåtte faktorene som påvirker de aktive eierfondenes investeringsbeslutning. De resterende artiklene er benyttet som støttelitteratur for å belyse faktorene, samt for å spesifisere litteraturgjennomgangens kontekst med hensyn til begrepsavklaringer for entreprenørskap og entreprenør, vekst, finansieringsmuligheter og entreprenørbedriftens utviklingsfaser.

Avslutningsvis ønsker vi å bemerke at litteratursøket har gitt få eller ingen publiserte tidsskriftsartikler som belyser tildelingen av aktiv eierkapital i Norge, vi har derfor benyttet forskning utført i andre land i det teoretiske rammeverket. På bakgrunn av dette har rapporter fra blant annet Menon Economics (på oppdrag fra Innovasjon Norge og Norsk Venturekapitalforening) vist seg nyttig for å belyse temaet i en norsk kontekst samt for å gi gjeldende statistikk.

2.2. Begrepsavklaringer

For å få en forståelse av de ulike elementene som er av betydning for vårt tema, er det utarbeidet relevante begrepsavklaringer. I forbindelse med aktiv eierkapital foreligger det et naturlig skille mellom etterspørsels- og tilbudssiden. Vi starter med en beskrivelse av entreprenøren som representerer etterspørselssiden. Videre gis det en beskrivelse av vekst og behovet for finansiering og kompetent kapital for å oppnå ønsket vekst. Deretter redegjøres det for de finansieringsmuligheter entreprenøren har, og vi presenterer aktive eierfond som i denne konteksten fremstår som tilbudssiden. Avslutningsvis redegjøres det for entreprenørbedriftens utviklingsfaser for å gi en oversikt over i hvilke utviklingsfaser henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond gjør seg gjeldene.

2.2.1. Entreprenørskap og entreprenør

I næringslivet skilles det mellom fire ulike typer økonomisk utvikling: entreprenørskap, intraprenørskap, imitativ etablering og imitativ ekspansjon. En vanlig definisjon på entreprenørskap er økonomisk utvikling i form av prosesser knyttet til det å starte og utvikle et nytt foretak, basert på innovasjon. Intraprenørskap dreier seg også om utvikling av nye

forretningsmessige virksomheter, men innenfor eksisterende virksomhet. Imitativ etablering representerer en ny forretningsmessig virksomhet, men som er en etterligning av andre virksomheter. Imitativ ekspansjon definerer en eksisterende virksomhet som utvikler et forretningsområde som er nytt for den selv, men som er etterligning av andres virksomhet (Spilling, 2006). Blant utviklingsmulighetene bedrifter har i næringslivet, er det entreprenørskap som omtales videre i denne avhandlingen, fordi det er en viktig drivkraft innen økonomisk utvikling (Schumpeter, 1934; Spilling & Johansen, 2011; Swedberg, 2000).

En entreprenør er en mangfoldig gruppe av mennesker (Berg & Foss, 2002; Berglann, Golombek & Røed, 2013; Grünfeld, Hernes, Idland, Hvide & Olssøn, 2019). Grünfeld et al. (2019) påpeker at entreprenører har sentrale likheter, og trekker frem fellestrekk som det å skape en arbeidsplass, bidra med arbeidskraft og risikovillighet. Ut fra disse fellestrekene defineres også ulike kategorier av en entreprenør: «Den innovative», «tannlegen, frisøren og elektrikeren», «den frie og kreative», «business på siden» og «flytt, vask og pass».

«Den innovative entreprenøren» er det en ofte forbinder med entreprenører. De defineres gjerne som individene som starter på bunn med en god idé. Disse må tre frem i markeder med stor konkurranse og må skaffe seg finansiering i form av investeringer fra andre aktører (Grünfeld et al., 2019). Slike entreprenører starter ofte bedrifter som kjennetegnes ved at de har evne og vilje til å utvikle seg over tid, og at de klarer å skape en vedvarende vekst (R. Sørheim, 2012). Det finnes årlig mellom 4000-5000 forretningsideer i denne kategorien. Det er nevneverdig at kun 5 % av ideene får tilført kapital i form av investeringer fra aktive eierfond. «Tannlegen, frisøren og elektrikeren» er bransjer som ofte er organisert i små fellesskap med hvert sitt ENK eller AS. «De frie og kreative», ofte frilansere, er bransjen hvor det er nødvendig å være selvstendig næringsdrivende. «Business på siden» defineres som de personene som har et foretak på hobbybasis. «Flytt, vask og pass» er de som har redusert formell kompetanse innenfor tjenestene som tilbys til personer eller firmaer (Grünfeld et al., 2019). I denne avhandlingen fokuserer vi på «den innovative entreprenøren» fordi de spiller en sentral rolle i samfunnets langsiktige økonomiske vekst og verdiskaping. Deres rolle indikerer også at den økonomiske aktiviteten øker, samt at det oppstår konkurranse og innovasjon.

2.2.2. Vekst

Noen forskere mener det er sterke forbindelser mellom entreprenørskap og vekst, og at vekst er selve essensen av entreprenørskap (P. Davidsson, Achtenhagen & Naldi, 2010). Dersom vekst skal sees i sammenheng med entreprenørskap, bør begrepet defineres og måles på en måte som er meningsfull og relevant for entreprenører og deres praksis (Achtenhagen, Naldi & Melin, 2010). Penrose (2009) påpeker at vekst kan betegne en økning i mengde, eksempelvis når begrepet benyttes i sammenheng med produksjon og salg. Videre påpekes det at vekst også kan beskrive en økning i størrelse eller forbedring i kvalitet som et resultat av en utviklingsprosess.

Vekst gir ikke nødvendigvis fremtidig økning i entreprenørbedriftens resultater, ettersom den kun har verdiøkning dersom den er lønnsom. Grünfeld og Jakobsen (2007) indikerer at det kreves store investeringer som nyansettelser og realinvesteringer i bedrifter i tidlig fase. Dette kan i første omgang føre til høy vekst i sysselsetting og omsetning. På en annen side kan lønnsomheten i tidlig fase peke i negativ retning, for senere å stige basert på en forventet langsiktig lønnsomhet. Ofte betyr vekst en økning i bundet arbeidskapital, noe som ikke gir avkastning. For entreprenørbedrifter kan oppnådd vekst være ugunstig for økonomien i sin helhet, dersom den fremstår som ulønnsom eller baserer seg på dårlig fordeling av ressurser (Kinserdal, 2019).

Innovasjon Norge (2019) antyder at Norge er et land som sliter med at for få små og mellomstore bedrifter vokser, og at mangel på kompetent arbeidskraft er et sentralt hinder i denne sammenhengen. Både kompetanse og kapital kan bidra til lønnsom vekst blant entreprenørbedrifter og det generelle næringslivet. «Den innovative entreprenøren», som forbindes med selskaper med potensiale for høy vekst, representerer ofte risiko grunnet nyskaping. Slike bedrifter fremtrer som en trussel mot det som eksisterer, men bidrar på en annen side til å ivareta langsiktig konkurransekraft, og er derfor viktig for Norge og den norske konteksten.

2.2.3. Finansieringsmuligheter

Finansiering av forretningsmessige virksomheter kan i hovedsak oppnås gjennom fem kilder: personlig sparing, crowdfunding, gjeldsfinansiering, myke lån eller tilskudd støttet av regjeringen, og egenkapitalfinansiering fra risikovillige kapitalinstitusjoner eller uformelle

investorer, også kalt aktiv eierkapital (Alsos, Isaksen & Ljunggren, 2006; Horvatinović & Orsag, 2018; R. Sørheim & Isaksen, 2008).

Privat sparing inkluderer personlig oppsparte midler og tilskudd fra familie og venner. Beslektet til privat sparing er crowdfunding eller folkefinansiering, og kan i denne sammenheng defineres som et forsøk på å finansiere en lønnsomhetsorientert satsning av et stort antall individer via internett (Mollick, 2014). Disse finansieringsformene regnes som en begrenset ressurs i større satsinger, og er derfor vanligvis ikke tilstrekkelig for å oppnå vekst (La Rocca, La Rocca & Cariola, 2011). Gjeldsfinansiering via finansieringsinstitusjoner er ofte tilrettelagt for etablerte bedrifter med betydelige materielle eiendeler og stabile inntektsstrømmer. For bedrifter i tidlig fase eller innovative høyvekstselskaper, vil det ofte være vanskelig å skaffe slik kapital grunnet mangel på håndfast verdi og høy risikoprofil. De offentlige støtteordningene i Norge gis i form av blant annet stipender, garantier og lån (Bjørn, 2011). Disse ordningene er imidlertid sjeldent tilstrekkelig alene for selskaper med potensiale for vekst, og benyttes derfor ofte i kombinasjon med andre alternativer for finansiering, avhengig av entreprenørens utviklingsfase (R. Sørheim, 2012). På bakgrunn av at de gjennomgåtte finansieringsmulighetene ikke er tilstrekkelige for entreprenørbedrifter med potensiale for vekst, er disse bedriftene avhengige av risikovillige investorer som evner å tilføre bedrifter kompetent kapital (La Rocca et al., 2011).

Private Equity (PE), i denne avhandlingen også omtalt som aktiv eierkapital, kan beskrives som «egenkapitaltilførsel fra profesjonelle investorer til nystartede eller unge, ikke børsnoterte bedrifter med stort vekstpotensial» (Langeland, 2006, s. 152). Grünfeld og Jakobsen (2007) påpeker at entreprenørbedrifter med PE aktører på eiersiden normalt har høyre vekst i omsetning, sysselsetting og verdiskaping, enn bedrifter uten aktive eierfond på eiersiden. Videre hevder van Pottelsberghe de la Potterie og Romain (2004) at aktiv eierkapital bidrar til økonomisk fremgang gjennom forskning og utvikling, innovasjon og økende produktivitet, som følge av at entreprenørbedrifter styrker sine evner til å fange opp kunnskap utenfor selve bedriften.

PE aktører anses å ha mer kunnskap om muligheter og risiko i nye næringsfelt sammenlignet med mange andre investorer. Dette gjør at de bedre evner å velge investeringsobjekter som er lønnsomme, samt å følge opp prosjekter, tilføre relevant kompetanse og håndtere den høye risikoen knyttet til porteføljebedriftene (Langeland, 2006). Et kjennetegn ved aktive eierfond

er at eierne deltar aktivt i utviklingen av porteføljebedriftene gjennom kontinuerlig strategisk utvikling i nært samarbeid med ledelsen. Midlene i disse fondene spesialiserte seg i forskjellige faser av en bedrifts livssyklus, og er preget av at eierskap innebærer et aktivt engasjement i porteføljebedriftens drift, normalt over en periode på 3-10 år (Syrstad & Grimsby, 2017). Aktive eierfond kan kategoriseres i tre hovedgrupper ettersom hvilken investeringsfase fondene går inn i, nemlig såkorn-, venture- og oppkjøpsfond.

Et såkornfond er et aktivt eierfond bestående av både privat og statlig kapital. De investerer i porteføljebedrifter som betegnes som verdiskapende og innovative, og kjennetegnes av at de investerer i bedrifters tidlige utviklingsfaser (Wolff-Skjelbred, 2018). Såkornfondene er opprettet som aksjeselskaper hvor private aktører eier fondene og staten tilfører kapital i form av lånekapital. Videre blir såkornfondene forvaltet av et eksternt selskap, hvor disse forvalterne utøver det aktive eierskapet i porteføljebedriftene gjennom deltakelse i styret og jevnlig interaksjon med ledelsen (Grünfeld, Grimsby, Clausen & Madsen, 2009). De enkelte såkornfondene er spesialiserte innenfor ulike bransjer, og velger derfor å investere i bedrifter innenfor sitt kunnskapsområde (Wolff-Skjelbred, 2018).

Ventureselskaper regnes som aktive investorer og har en lang tidshorisont (Langeland, 2006). De tar sikte på å oppnå høy avkastning, henholdsvis 30% til 60%, avhengig av risikoen. De søker derfor først og fremst etter høyrisiko- og høyavkastningsbedrifter å investere i (Burns, 2016). Ventureselskapene ønsker å oppnå avkastning på investeringen gjennom aksjenes verdistigning framfor løpende utbytte. De satser derfor på å skape vekst i porteføljebedriftene gjennom rådgivning og styrearbeid, for å deretter trekke sitt engasjement ved salg eller børsnotering (Langeland, 2006).

Oppkjøpsfond blir i faglitteraturen ofte omtalt som Private Equity selskaper (Kaplan & Strömberg, 2009). Oppkjøpsfondene spesialiserte seg i eksisterende eller modne selskaper der bedriftens vekst begynner å flate ut (Syrstad & Grimsby, 2017). Normalt skjer oppkjøpet ved et såkalt leveraged buyout (LBO), hvor oppkjøpet består av en relativt liten andel egenkapital og en relativt stor del gjeldsfinansiering. I motsetning til fondene som investerer i tidligere faser som normalt eier minoritetsandel i porteføljebedriften, eier oppkjøpsfond normalt et flertall av aksjene slik at de har majoritetskontroll over porteføljebedriften (Kaplan & Strömberg, 2009; Syrstad & Grimsby, 2017).

I tillegg til de tre hovedgruppene av aktive eierfond, finnes det også alternativer som forretningsengler og family offices. Forretningsengler er velstående individer som investerer sine egne formuer. Mange av forretningsenglene innehar næringslivskunnskap ved at de er tidligere entreprenører, og de blir derfor karakterisert som kompetente og aktive investorer (Burns, 2016; Langeland, 2006). Family offices, eller familieinvesteringsselskap, er organisasjoner som forvalter rikdommen til forretningsfamilier ved å iverksette investeringer for å opprettholde og øke formuen (Gilding, 2005).

Fordi forretningsengler investerer mindre beløp sammenlignet med de andre alternativene for aktiv eierkapital, er entreprenøren ofte avhengig av at forretningsengelen saminvesterer med andre aktive eierfond for å oppnå tilstrekkelig finansiering. I mange tilfeller vil det også være aktuelt at entreprenøren først søker kapital fra forretningsengler for å deretter søke kapital fra andre aktive eierkapitalfond (Harrison & Mason, 2000). Family offices skiller seg fra de andre alternativene ved at de ikke nødvendigvis har like aktivt eierskap. Fordi familieinvesteringsselskapene er tilpasset hver enkelt familie, vil tjenestene de tilbyr i tillegg til finansiering variere (Steen, 2020). På bakgrunn av dette vil avhandlingens hovedfokus være på de tre hovedkildene for aktiv eierkapital; såkorn-, venture- og oppkjøpsfond.

2.2.4. Entreprenørbedriftens utviklingsfaser

Når en entreprenør skal etablere en ny forretningsmessig virksomhet skjer dette gjennom et utviklingsløp som både entreprenøren og selve bedriften gjennomgår. Dette utviklingsløpet kan beskrives gjennom følgende faser: Idé- og utviklingsfasen, etableringsfasen, kommersialiseringsfasen, tidlig vekstfase og konsolideringsfasen. Idé- og utviklingsfasen kjennetegnes ved at entreprenørbedriften foretar intensiv forskning og utvikling av teknologisk kunnskap, og preges av usikkerhet og teknologi- og markedsrisiko. I etableringsfasen er teknologien utviklet i den grad at den kan testes, men markedssiden er lite opparbeidet. Den teknologiske risikoen avtar, men markedsrisikoen er fremdeles betydelig (R. Sørheim & Isaksen, 2008). Såkornfond opererer ofte i idé- og utviklingsfasen, og etableringsfasen, hvor det kan være utfordrende å oppnå kapital fra egenkapitalmarkedet (Wolff-Skjelbred, 2018). Deres rolle er å vurdere hvorvidt uprøvd teknologi har mulighet til å vokse i markedet (Vinje, 2014).

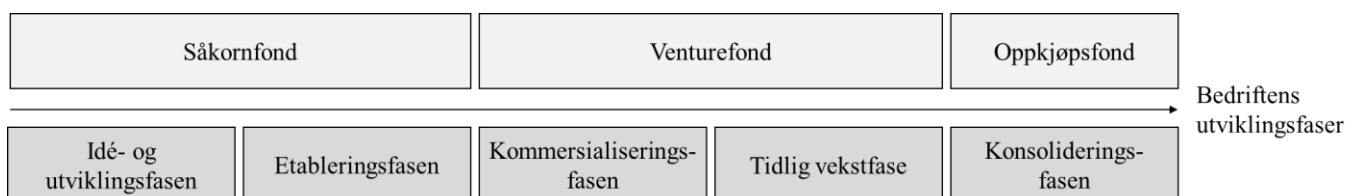
I kommersialiseringsfasen introduseres teknologien og produktet i markedet, men satsingen kan fremdeles preges av markedsrisiko. Tidlig vekstfase innebærer videre oppbygging av

bedriften, og systemer for produksjon, salg og distribusjon (R. Sørheim & Isaksen, 2008). Venturefond opererer ofte i kommersialiseringsfasen og tidlig vekstfase (Bjor, 2011). Porteføljebedrifter finansiert av venturekapital behøver ofte tilgang på kommersiell kapital, som for eksempel kommersialisering av teknologi eller internasjonalisering (Vinje, 2014). Videre foretar venturefondene større investeringer og investerer som oftest der hvor den teknologiske risikoen er lav, men markedsrisikoen fremdeles er betydelig (Bjor, 2011).

Avslutningsvis vil veksten flate ut i konsolideringsfasen, og bedriften opererer med en positiv kontantstrøm (R. Sørheim & Isaksen, 2008). Oppkjøpsfond opererer ofte i konsolideringsfasen, hvor deres oppgave er å gjenopplive eller opprettholde porteføljesebedriften gjennom omstilling eller utvidelse (Syrstad & Grimsby, 2017). Oppkjøpsfondene kan tilføre store verdier i de tilfeller hvor porteføljebedritene har stagnert i sitt eksisterende eierskap. De innehar spesialkompetanse innen restrukturering og bedriftsutvikling, noe som innebærer at oppkjøpsfond er sentrale for porteføljebedrifter som har utnyttet potensial for verdiutvikling (Vinje, 2014).

I virksomhetens tidlige stadier vil tilgangen på tilstrekkelig finansiering være avgjørende for både overlevelse og vekst (Alsos et al., 2006). Videre kan det vises til at også mer modne bedrifter oppnår bedre operasjonell ytelse med oppkjøpsfond på eiersiden (Kaplan & Strömberg, 2009). Til tross for at bedrifter i alle utviklingsfaser har behov for kapital, er det en utbredt oppfatning at norske bedrifter har utfordringer med tilgang til ekstern finansiering (R. Sørheim, 2012; R. Sørheim & Isaksen, 2008). Kapitaltilgang blir derfor sett på som en begrensning for norske bedrifter med potensiale for vekst (Grünfeld et al., 2019).

Figur 2 illustrerer i hvilke av bedriftens utviklingsfaser de ulike aktive eierfondene investerer i. Merk at figuren er laget av studentene selv, og at enkelte av de aktive eierfondene kan ha investeringsfaser utover hva figuren viser.



Figur 2 – Entreprenørbedriftens utviklingsfaser og aktive eierfonds investeringsfaser

2.3. Faktorer som påvirker tilgangen på aktiv eierkapital

Gjennomgått litteratur har identifisert en rekke viktige evalueringskriterier som PE aktører benytter i sine beslutninger om investeringsvalg. Block, Fisch, Vismara og Andres (2019) identifiserer omsetningsvekst, merverdien av produktet, ledelsen, lønnsomhet, forretningsmodell og nåværende investorer som de viktigste investeringskriteriene. Pintado, de Lema og van Auken (2007) finner videre blant annet at aspekter ved entreprenøren/ledelsen, produktet, lønnsomhet, forretningsplanen, markedet og exit strategi er sentrale for PE aktørers investeringsbeslutning. Grunnet avhandlingens tidsbegrensning har vi sett oss nødt til å foreta et utvalg av faktorene. For denne avhandlingen tas det derfor utgangspunkt i følgende faktorer; human- og sosialkapital, forretningsplan, lønnsomhet, produkt, markedskarakteristikk og bærekraft og samfunnsutvikling.

2.3.1. Human- og sosialkapital

Tidligere forskning viser at human- og sosialkapital har påvirkning på både sannsynligheten for å begynne og lykkes med etablering av ny virksomhet, samt generell virksomhetsytelse (Bosma, van Praag, Thurik & de Wit, 2004; Colombo & Grilli, 2010; Per Davidsson & Honig, 2003). Videre trekkes samtlige aspekter ved human- og sosialkapital frem som viktige elementer i tildelingen av aktiv eierkapital (Bouzahir & ed-Dafali, 2018).

Humankapital viser til menneskers kunnskap og ferdigheter. Generell humankapital viser til menneskers alminnelige erfaring slik som utdanning, mens spesifikk humankapital viser til kunnskap og erfaringer innenfor et bestemt område (Becker, 1975). I entreprenørskapslitteraturen er spesifikk humankapital definert som årene med erfaring entreprenøren har i entreprenørskapsmiljøet og antall nyetableringer (Per Davidsson & Honig, 2003; D. K. Hsu, Haynie, Simmons & McKelvie, 2014). Spesifikk humankapital i form av tidligere erfaring med virksomhetsetablering og ledelseserfaring påvirker virksomheters overlevelse, lønnsomhet og sysselsetting positivt (Bosma et al., 2004).

Sosialkapital blir operasjonalisert gjennom nettverk og nettverksrelasjoner, og noen ganger definert som styrken på relasjoner, gjentakende aktiviteter som hyppigheten av møter og andre formelle samhandlinger, så vel som uformelle sammenkomster og andre sosiale aktiviteter (Greene & Brown, 1997; Uzzi, 1999). I et entreprenørskapsperspektiv kan sosialkapital lette oppdagelsen av muligheter, samt identifisering og innsamling av knappe ressurser (Per Davidsson & Honig, 2003). Enkelte aspekter assosiert med sosialkapital som

deltakelse i forretningsnettverk viser også til en positiv effekt på virksomheters ytelse i form av økt salg og lønnsomhet (Bosma et al., 2004; Per Davidsson & Honig, 2003).

Tabell 2 gir en oversikt over artikler som uttrykker viktigheten av entreprenørers human- og sosialkapital i en investeringssammenheng.

Artikkel	Forfatter	Uavhengige variabler	Avhengige variabler	Funn
On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital (2010)	Massimo G. Colombo, Luca Grilli	Humankapital - Høyere utdanning - Arbeidserfaring - Ledelseserfaring - Entreprenørskapsteam	Tilgang på VC Vekst - Omsetning/ lønnsomhet - Sysselsetting	Humankapital har en direkte positiv effekt på vekst, og indirekte effekt på tilgangen på venturekapital
Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding (2007)	David H. Hsu	Humankapital - Erfaring med tidligere virksomhetsetablering - Utdanning - Avkastning på tidligere virksomhetsetableringer Sosialkapital - Nettverk	PE finansiering Verdsettelse/ vurdering før investering	Erfaring fra virksomhetsetablering har positiv påvirkning på sannsynligheten for både vurdering og PE finansiering. Sosialkapital har positiv påvirkning på vurderingen. Videre kan humankapital bidra til utvikling av sosialkapital
Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels and family offices (2019)	Joern Block, Christian Fisch, Silvio Vismara, René Andres	Humankapital - Bransjespesifikk erfaring - Ledelseserfaring	Tilgang på PE Ulike typer PE aktører	Humankapital er viktig for PE aktører i deres investeringsvurdering. Det er ingen signifikant forskjell i viktigheten blant de ulike aktive eierfondene.
Venture Capitalists' Investment Decision Criteria for New Ventures: An Exploratory Study in Morocco (2018)	Brahim Bouzahir, Slimane ed-Dafali	Humankapital - Erfaring med tidligere virksomhetsetablering - Ledelseserfaring - Bransjeeerfaring - Entreprenørteamets funksjonelle mangfold Sosialkapital - Nettverk - Tredjepartsanbefalinger	VC finansiering Investeringskriterier	Anbefalinger fra tredjepartsaktører påvirker investeringsbeslutningen. Entreprenørens erfaring med virksomhets-etablering, ledelse, forskning og bransjen, sammen med funksjonelt mangfold er også påvist påvirkning.
Venture Capital in Spain by stage of development (2007)	Tomás Ramón Pintado, Domingo García Pérez de Lema, Howard Van Auken	Humankapital - Ærlighet og integritet - Kunnskap om bransjen - Arbeidserfaring - Ledelsesferdigheter - Ledelsesteamet	Tilgang på PE Investeringsfase - Tidlig fase - Sen fase	Alle aspekter av humankapital er rangert som veldig viktig. Det er liten variasjon i viktigheten blant respondentene, hvilket antyder at dette er viktig i både tidlig og sen fase.
Entrepreneurs' Access to Private Equity in China: The Role of Social Capital (2004)	Bat Batjargal, Mannie (Manhong) Liu	Sosialkapital - Tidligere relasjoner - Tredjepartsanbefalinger - Sterke bånd	Tilgang på PE	Entreprenørens sosialkapital har moderat effekt på investerings-beslutningen. Tredjepartsanbefalinger reduserer PE aktørers risiko i investerings-sammenheng.

Tabell 2 – Artikkeloversikt for human- og sosialkapital

Gjennomgått litteratur har vist til at human- og sosialkapital har positiv påvirkning på entreprenørskapsprosessen og evnen til å skape en levedyktig bedrift. Tidligere forskning påpeker også at høyere grad av human- og sosialkapital har positiv innvirkning på PE aktørenes vurdering av potensielle porteføljebedrifter. Colombo og Grilli (2010) undersøker i hvilken grad entreprenørens humankapital har påvirkning på bedriftens vekst og tildeling av aktiv eierkapital, og finner en indirekte positiv effekt av humankapital for tilgangen på aktiv eierkapital. Forskningen antyder at PE selskaper tiltrekkes av den oppfattede lederkompetansen til entreprenøren eller entreprenørskapsteamet, i form av tidligere ledererfaring. Grunnleggende utdanning på universitetsnivå innen økonomi og ledelse har også en positiv effekt på sannsynligheten for å motta aktiv eierkapital.

Videre indikerer også Block et al. (2019), Bouzahir og ed-Dafali (2018), D. H. Hsu (2007) og Pintado et al. (2007) at aspekter ved humankapital har stor påvirkning på investeringsbeslutninger for aktive eierfond. Entreprenørens tidligere erfaring med virksomhetsetablering viser å ha spesiell innflytelse på investeringsbeslutningen (Bouzahir & ed-Dafali, 2018; D. H. Hsu, 2007; D. K. Hsu et al., 2014). Videre viser ledelserfaring og -ferdigheter, bransjeerfaring, og varierte ferdigheter blant entreprenørskapsteamet seg som sentrale evalueringskriterier i PE aktørers vurdering av potensielle porteføljebedrifter (Block et al., 2019; Bouzahir & ed-Dafali, 2018; Pintado et al., 2007). I tillegg til å ha et sett med ferdigheter og erfaring, påpeker også Pintado et al. (2007) viktigheten av entreprenørens integritet og gjennomføringsevne. PE aktører kan vurdere viktigheten av forhold ved entreprenøren og dens satsning ulikt, avhengig av hvilken fase de investerer i. Aspekter ved humankapital viser imidlertid å ha stor påvirkning i alle faser (Block et al., 2019; Pintado et al., 2007)

Den gjennomgåtte litteraturen påpeker at entreprenørens humankapital er en sentral faktor i PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens første hypotese:

H1a: Spesifikk humankapital er viktig for alle typer aktive eierfond

Tidligere forskning påpeker også viktigheten av entreprenørens sosialkapital for PE aktørers investeringsvurdering (Batjargal & Liu, 2004; Bouzahir & ed-Dafali, 2018; D. H. Hsu, 2007). På individuelt nivå fører sosialkapital til generelt bedre tilgang på ressurser og finansiering (Per Davidsson & Honig, 2003). Brush, Carter, Greene, Hart og Gatewood (2010) hevder at

entreprenørens sosialkapital i form av tilstedeværelse eller fravær i nettverk og foreninger kan spille en nøkkelrolle i vellykket erverv av egenkapitaltilførsel. D. H. Hsu (2007) påpeker også viktigheten av sosialkapital i en investeringssituasjon. Studien finner støtte for at entreprenører med høyere grad av sosialkapital vil oppnå høyere verdivurderinger fra PE aktører. Studien indikerer at entreprenører med større grad av personlig nettverk oppnår 37 % økning i verdsettelsen, sammenlignet med entreprenører med lavere grad av personlig nettverk.

Gjennom personlige og forretningsmessige nettverk kan entreprenøren oppnå tredjepartsanbefalinger, noe som kan gi entreprenøren og dens virksomhet økt legitimitet ovenfor PE aktører (Bouzahir & ed-Dafali, 2018). Videre antyder Steier og Greenwood (1995) at sosial legitimitet kan verdsettes over satsingens teknologiske bidrag i forbindelse med å tiltrekke seg aktiv eierkapital. Bouzahir og ed-Dafali (2018) viser til at tredjepartsanbefalinger reduserer informasjonsasymmetrien mellom entreprenør og PE aktører, og dermed også PE aktørens opplevde usikkerhet. Batjargal og Liu (2004) påpeker videre at anbefalinger fra en tredjepart kan føre til bedre samsvar, ikke bare når det gjelder investeringspreferanser som industri eller markedsnisje, men også når det gjelder sosial matching. Riktig personlig kjemi mellom investor og entreprenør vil redusere risikoen for fremtidige konflikter og redusere kostnadene knyttet til overvåkning og oppfølging av porteføljebedriften. Følgelig spiller tredjepartsanbefalinger fra for eksempel andre PE aktører, bedriftsledere eller forretningspartnere en viktig rolle i investeringsvurderingen, spesielt for investeringer preget av høy risiko (Bouzahir & ed-Dafali, 2018). Block et al. (2019) påpeker at oppkjøpsfond er mindre risikovillige hva angår investering i porteføljebedrifter enn aktive eierfond som investerer i tidligere faser. Det er med bakgrunn i dette rimelig å anta at tredjepartsanbefalinger er av størst viktighet i tidlige investeringsfaser.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at entreprenørens sosialkapital i form av tilstedeværelse i nettverk og tredjepartsanbefalinger har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning, spesielt i de situasjonene med høy grad av usikkerhet. Det danner grunnlaget for hypotese 1b:

H1b: Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond

2.3.2. Forretningsplan

Et av de viktigste trinnene i å starte en ny virksomhet er å utarbeide en forretningsplan. En forretningsplan er et dokument som forteller noe om forretningsmessige muligheter, og som beskriver et problem, hvordan problemet kan løses og hvilke ressursmessige konsekvenser det bærer med seg (Widding, 2006). Selv om en forretningsplan har mange formål, utarbeides de fleste med mål om finansiering. Ofte er forretningsplanen den første og eneste betydelige kontakten som en investor har med entreprenøren (Mason & Stark, 2004). Entreprenører må være klar over at utarbeidelsen av en forretningsplan avhenger av type investor de ønsker å tiltrekke seg, fordi investorer har ulike investeringskriterier og legger vekt på forskjellige typer informasjon (Simic, 2015).

Tidligere forskning viser at entreprenørens forretningsplan har en påvirkning på tildelingen av aktiv eierkapital, og at PE aktøren tar dette til vurdering i sin investeringsbeslutning (Block et al., 2019; Mason & Stark, 2004; Pintado et al., 2007). Tabell 3 viser en oversikt over artikler som uttrykker viktigheten av entreprenørers forretningsplan i en investeringssammenheng.

Artikkel	Forfatter	Uavhengige variabler	Avhengige variabler	Funn
Venture Capital in Spain by stage of development (2007)	Tomás Ramón Pintado, Domingo Garcia Pérez de Lema, Howard Van Auken	Informasjonskilde Forretningsplan - Strategi - Prognoser - Finansielle anslag - Teamopplevelse - Intervjuer - Salgs- og markedsføringsinformasjon - Prosjektert tidslinje	Tilgang på PE Investeringsfase - Tidlig fase - Sen fase	Viktige kilder til informasjon for PE aktøren ligger i forretningsplanen. En god forretningsplan påvirker derfor tildelingen av aktiv eierkapital.
Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels and family offices (2019)	Joern Block, Christian Fisch, Silvio Vismara, René Andres	Forretningmodell - "Innelåst" - Innovasjons-sentret - Lavkostnad - Komplementært tilbud	Tilgang på PE Ulike typer PE aktører	Ulike typer aktører har ulikt fokus på forretningsplanen. PE aktører i tidlig fase fokuserer mer på innovasjons sentret f
What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels (2004)	Colin Mason, Matthew Stark	Forretningsplan - Utforming - Innhold - Utspørring - Strategi	Ulike typer investorer - Bank - PE aktør - Forretnings-engel Aspekter ved forretningsplanen	Hele forretningsplanens innhold er av viktighet for aktive eierfonds investeringsbeslutninger. Ulike investorer har fokus på ulike forhold ved en forretningsplan, og det er viktig at forretningsplanen tilpasses den aktuelle aktøren.

Investment criteria set by venture capitalists (2015)	Marija Simic	Forretningsplan - Utforming - Innhold	Ulike typer investorer Aspekter ved forretningsplanen	Forretningsplanen er viktig i tildelingen av aktiv eierkapital. Ulike PE aktører legger vekt på ulik informasjon ved en forretningsplan, grunnet ulike investeringskriterier.
---	--------------	---	--	---

Tabell 3 – Artikkelloversikt for forretningsplan

I studien utført av Pintado et al. (2007) hevdes det at en forretningsplan er en viktig informasjonskilde som aktive eierfond tar i bruk når de vurderer sine investeringsbeslutninger i bedrifter i tidlig fase. Block et al. (2019) påpeker også viktigheten av en velutviklet forretningsplan. Her skiller det imidlertid mellom fire ulike hovedfokus når PE aktøren vurderer forretningsplanen: «Locked-in», innovasjonssentrert, lavkostnad og komplementært tilbud. Ulike typer aktører foretrekker forskjellige fokus på forretningsplanen. De finner blant annet at tidligfaseinvestorer verdsetter innovasjonssentrerte forretningsplaner, som igjen henger sammen med investeringsrisikoen de går inn med i tidlige faser. Videre finner de at PE aktører i sen fase i høyere grad verdsetter komplementære forretningsplaner. Utarbeidelse av en forretningsplan er forskjellig, avhengig av hvilken type kapital som søkes. Dette grunnet aktive eierfonds ulike investeringskriterier, og deres fokus på nyttig informasjon (Simic, 2015).

Videre undersøker også Mason og Stark (2004) hvilke investeringskriterier ulike PE aktører legger til grunn i en investeringsbeslutning. Studien påpeker at ulike aktive eierfond fokuserer på forskjellig informasjon i en forretningsplan og har ulike forventninger til hva som skal inngå i en forretningsplan. På en annen side mener de at entreprenører ofte har vanskeligheter med selve utformingen, og at den ikke er dynamisk. Utformingen av en forretningsplan er avgjørende og avhengig av hvilken aktør forretningsplanen skal rettes mot, fordi ulike investorer legger vekt på ulike aspekt ved forretningsmodellen. Ved å følge utformingen av en tradisjonell forretningsplan ser Mason og Stark (2004) tendenser til at forretningsideen kan bli presentert på en ugunstig måte, og entreprenøren når ikke frem til PE aktøren slik det er ment.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at forretningsplanen har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 2:

H2: En velutviklet og dynamisk forretningsplan er viktig for alle typer aktive eierfond

2.3.3. Lønnsomhet

Flere studier viser at lønnsomhet har en positiv påvirkning på tildelingen av aktiv eierkapital. Tidligere litteratur trekker ut elementer som blant annet potensiell avkastning på investeringen, omsetningsvekst og nåværende ytelse som viktige faktorer i PE aktørers investeringsbeslutning. (Block et al., 2019; Knockaert, Clarysse & Wright, 2010; Pintado et al., 2007; Zacharakis & Meyer, 2000).

PE bransjens evne til å skape lønnsomhet for eierne i form av avkastning på investert kapital er en viktig del i en investeringsbeslutning, siden lønnsomhet er bransjens aktualitet. PE aktører binder opp kapital over en relativt lang periode, noe som gjør det vanskelig å identifisere avkastning på investeringen før terminering (Grünfeld & Jakobsen, 2007). Ifølge en studie av Kaplan og Schoar (2005) er spredningen i avkastning i PE fond relativt systematiske. Det betyr at de fondene som gjør det bra ett år, også gjør det systematisk bra i andre år. Flere PE aktører foretar investeringer selv om forventet avkastning er mindre enn på børs, noe som gjør at de opparbeider seg mer kompetanse i PE bransjen (Grünfeld & Jakobsen, 2007).

Tabell 4 gir en oversikt over artikler som uttrykker viktigheten av entreprenørers lønnsomhet i entreprenørskaps- og investeringsammenheng.

Artikkel	Forfatter	Uavhengige variabler	Avhengige variabler	Funn
Venture Capital in Spain by stage of development (2007)	Tomás Ramón Pintado, Domingo Garcia Pérez de Lema, Howard van Auken	Lønnsomhet - Nødvendig avkastning - Utviklingsstadiet - Investerings egenskaper - Total avkastning - Risikovurdering - Gjeld og egenkapitalandel	Tilgang på PE Investeringsfase - Tidlig fase - Sen fase	PE aktører mener høy potensiell avkastning er viktigere for bedrifter i tidlig fase enn bedrifter i sen fase. Bedriftens utviklingsstadium har direkte effekt på PE aktørens investeringsanalyse, spesielt med tanke på avkastningspotensial og risikovurdering.
Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels and family offices (2019)	Joern Block, Christian Fisch, Silvio Vismara, René Andres	Lønnsomhet - Omsetningsvekst - Nåværende lønnsomhet (ytelse)	Tilgang på PE Ulike typer PE aktører	Nåværende lønnsomhet er et viktigere kriterium for bedrifter i sen fase enn i tidlig fase. PE aktører i tidlig fase mener omsetningsvekst er viktigere enn nåværende lønnsomhet.
The extent and nature of technology-based firms selection behaviour in new heterogeneity of venture capital (2010)	Mirjam Knockaert, Bart Clarysse, Mike Wright	Lønnsomhet - Potensiell årlig avkastning på investeringen	Tilgang på PE Investeringsfokus PE aktørers seleksjonsatferd	Den potensielle avkastningen på investeringen er ett av de viktigste kriteriene for PE aktører i tidlig fase, i prosessen knyttet til tildeling av aktiv eierkapital.

Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? (2014)	Jose´ Carlos Nunes, Elisabete Gomes Santana Félix, Cesaltina Pacheco Pires	Lønnsomhet - Forventet årlig avkastning	Viktigheten av ulike investeringskriterier Tilgang på PE	Potensiell avkastning på investeringen er et viktigere kriterium for VC investorer, som investerer i tidlig fase, enn for andre PE aktører.
---	--	--	---	---

Tabell 4 – Artikkelloversikt for lønnsomhet

En studie av Knockaert et al. (2010) undersøker hvilke investeringskriterier PE aktører med ulikt bransjefokus tar i betraktning i en investeringsbeslutning. De skiller mellom finansielle investorer, teknologiske investorer og menneskelige investorer. De finner at årlig potensiell avkastning på investeringen er et viktig kriterium for investorer i tidlig fase, når de vurderer en investeringsbeslutning. Dette funnet støttes av Pintado et al. (2007) og Nunes, Félix og Pires (2014). Pintado et al. (2007) undersøker hvilke investeringskriterier PE aktører i Spania ser på som viktig i forhold til deres utviklingsstadium. Nunes et al. (2014) undersøker viktigheten av ulike investeringskriterier i det portugisiske PE markedet. De finner at PE aktører ser viktigheten av en høyere potensiell avkastning for investeringer i tidlig fase, sammenlignet med investeringer i senere fase. Videre påpeker også Pintado et al. (2007) at bedriftens utviklingsstadium har en direkte innvirkning på PE aktørens investeringsanalyse, spesielt når det gjelder risikovurdering og avkastningspotensial. Dette er grunnet forskjellene i risikoeksponeringen og er i samsvar med økonomisk teori som tilsier at investeringer av høy risiko gir høyere forventet avkastning. Kravet til minimum avkastningskrav avhenger av investeringens egenskaper, og vil variere i forhold til investeringens generelle kjennetegn.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at potensiell avkastning på investeringen har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 3a:

H3a: Høy potensiell avkastning er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond

På en annen side undersøker Block et al. (2019) den nåværende lønnsomheten av en bedrift i forhold til investeringsfase. De finner at nåværende lønnsomhet er et viktigere kriterium for bedrifter i sen fase enn for bedrifter i tidlig fase. Mens nåværende lønnsomhet reflekterer en investering assosiert med lavere risiko, medfører høy vekst potensielt usikkerhet og risiko. Dette er fordi entreprenører utsettes for ytterligere utfordringer som blant annet nyansettelser og evnen til å tre inn i nye markeder. Venturefond foretar investeringer som innebærer relativt høy grad av usikkerhet, og den nåværende lønnsomheten er av mindre betydning grunnet redusert evne til å oppnå overskudd. At entreprenører klarer å oppnå lønnsomhet er i

seg selv er et tegn på en sunn forretningsmodell og en sterk konkurranseposisjon. Venturefondenes fokus på skalerbarhet gir også økt interesse for omsetningsvekst. Omsetningsvekst i tidlig fase kan være et tegn på markedsaksept. Oppkjøpsfond investerer ofte i selskaper som allerede er lønnsomme, og legger dermed mer vekt på nåværende lønnsomhet i sine investeringsbeslutninger.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at også nåværende lønnsomhet har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 3b:

H3b: Nåværende lønnsomhet er viktigere for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond

2.3.4. Produkt

Tidligere forskning viser at det finnes viktige elementer ved entreprenørens produkt eller tjeneste, når PE aktører skal vurdere potensielle porteføljebedrifter (Block et al., 2019; Knockaert et al., 2010; Maas, Steinhagen, Proksch & Pinkwart, 2020; Nunes et al., 2014; Pintado et al., 2007; Zinecker & Rajchlová, 2010). Elementer som produktpatentbeskyttelse, produktinnovasjon, produktets merverdi, produktets brukerbehov og produktets markedsaksept er elementer som har en påvirkning på investeringsbeslutningen PE aktører foretar.

Nedenfor i tabell 5 vises en oversikt over artikler som uttrykker viktigheten av entreprenørers utvikling av en forretningsplan i en investeringssammenheng

Artikkel	Forfatter	Uavhengige variabler	Avhengige variabler	Funn
The extent and nature of heterogeneity of venture capital selection behaviour in new technology-based firms (2010)	Mirjam Knockaert, Bart Clarysse, Mike Wright	Produkt - Unikt produkt - Beskyttet produkt	Tilgang på PE Investeringsfokus PE aktørers seleksjonsatferd	I hvilken grad teknologien bak produktet er beskyttet er et viktig kriterium for investorer i tildelingen av aktiv eierkapital.
Venture Capital in Spain by stage of development (2007)	Tomás Ramón Pintado, Domingo Garcia Pérez de Lema, Howard Van Auken	Produkt - Påvist produktsuksess - Høyteknologisk produkt - Produktets levedyktighet	Tilgang på PE Investeringsfase - Tidlig fase - Sen fase	Påvist produktsuksess og produktets livssyklus er viktig for PE aktører i deres investeringsbeslutning. For bedrifter i tidlig fase er produkter relatert til høyrisiko et viktig kriterium for PE aktører.
Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels and family offices (2019)	Joern Block, Christian Fisch, Silvio Vismara, René Andres	Produkt - Produktets merverdi	Tilgang på PE Ulike PE aktører	Produktets merverdi for kunden er viktig for PE aktører når de skal foreta en vurdering av potensielle porteføljebedrifter.

Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? (2014)	José Carlos Nunes, Elisabete Gomes Santana Félix, Cesaltina Pacheco Pires	Produkt <ul style="list-style-type: none"> - Bedriften eier patent - Produkt med demonstrert markedsaksept - Høyteknologisk produkt - Potensielt utenlandsk marked - Unikhhet - Innovasjon i produksjonsprosessen 	Viktigheten av ulike investeringskriterier Tilgang på PE	Det potensielle utenlandske markedet og produktets markedsaksept har påvirkning for PE aktører i en investeringsbeslutning.
Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic (2010)	Marek Zinecker, Jaroslava Rajchlová	Produkt <ul style="list-style-type: none"> - Brukerbehov - Bedre produkt enn tidligere tilbud - Høy innovasjonsgrad i produktet - Høyteknologisk produkt - Eksisterer en funksjonær prototyp - Markedsaksept - Produktfamilie - Produktpatentbeskyttelse 	Tilgang på PE - Utviklingsfaser	Produktets brukerbehov, at det er en bedre variant enn tidligere tilbud, samt markedsaksept er viktige faktorer for PE aktører når de vurderer potensielle porteføljebedrifter. Produktpatentbeskyttelse er av størst viktighet i tidlig fase og fungerende prototyp har mest fokus for PE aktører i sen fase.
The role of innovation in venture capital and private equity investments in different investment phases (2020)	Cornelius Maas, Patrick Steinhagen, Dorian Proksch, Andreas Pinkwart	Produkt <ul style="list-style-type: none"> - Prosessinnovasjon - Produktinnovasjon 	Tilgang på PE Innovasjonsfokus i ulike utviklingsstadium	Prosessinnovasjon er et viktigere fokus eller prosessinnovasjon for PE aktører i deres investeringsbeslutning.

Tabell 5 – Artikkelloversikt for produkt

En undersøkelse av Pintado et al. (2007) finner at påvist produktsuksess og produktets levedyktighet er viktig for PE aktører i deres vurdering av potensielle porteføljebedrifter. I tillegg finner de at PE aktører øker sin tildelingsgrad av aktiv eierkapital når det er snakk om produkter orientert mot høyteknologi. Dette er vesentlig viktigere for bedrifter i tidlig fase enn for bedrifter i sen fase, til tross for at tidligfaseinvesteringer er mer risikofylte for PE aktører. Videre tar Block et al. (2019) for seg produktets merverdi for kunden og finner at dette er et viktig kriterium for PE aktører i en investeringsbeslutning, spesielt i tidligfaseinvesteringer. Investeringer i sen fase innebærer ofte lavere investeringsrisiko, fordi de har tilført markedet et allerede funksjonelt produkt. Dette funnet støttes av Zinecker og Rajchlová (2010), som også finner at produktets merverdi og brukerbehov er viktig i tildelingen av aktiv eierkapital. En annen undersøkelse gjennomført av Maas et al. (2020) finner at PE aktører fokuserer mer på produktinnovasjon enn prosessinnovasjon i deres investeringsbeslutning, noe som viser at innovasjon er deres primære fokus.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at produktet, med dets merverdi for kunden har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 4a:

H4a: Produktets merverdi for kunden er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond

Undersøkelsen gjennomført av Zinecker og Rajchlová (2010) finner videre at produktet som en bedre variant av tidligere tilbud, er en viktig faktor for PE aktører når de vurderer å investere i en potensiell porteføljebedrift. At produktet er en bedre variant enn tidligere tilbud er viktigere i tidlig fase enn i sen fase. Når det kommer til produktpatentbeskyttelse viser studien at dette er et kriterium med over gjennomsnittlig signifikans for PE aktører i tidlig fase. Dette grunnet at bedrifter i tidlig fase har større behov for å bevise sin forretningsaktivitet og evne til å innovere, noe som også repliseres i funnene til Knockaert et al. (2010). Videre påpeker Nunes et al. (2014) at PE aktører, spesielt i USA, retter sitt fokus på at bedriften selv eier patentet på produktet.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at produktpatentbeskyttelse har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 4b:

H4b: Produktpatentbeskyttelse er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

2.3.5. Markedskarakteristikker

Tidligere litteratur viser til en rekke markedskarakteristikker PE aktører tar i betraktning når en investeringsbeslutning skal tas. Markedsvekst, markedstilgang, markedsstørrelse og internasjonal skalerbarhet er kriterier som gjentas i tidligere studier, og viser seg å være av viktighet for PE aktøren i vurderingen av potensielle porteføljebedrifter (Block et al., 2019; Knockaert et al., 2010; Mason & Stark, 2004; Nunes et al., 2014; Pintado et al., 2007).

I tabell 6 vises en oversikt over artikler som uttrykker viktigheten av entreprenørers markedskarakteristikker i en investeringssammenheng. Litteratur undersøkt av Burns (2016), Langeland (2006) og Rubin (2010) er ikke tatt med i artikkeloversikten under. Dette er fordi de er benyttet som støtteartikler i forbindelse med den norske konteksten.

Artikkel	Forfatter	Uavhengige variabler	Avhengige variabler	Funn
Venture Capital in Spain by stage of development (2007)	Tomás Ramón Pintado, Domingo Garcia Pérez de Lema, Howard Van Auken	Marked - Målmarkedet har høy potensiell vekstrate - Mulighet for å skape et nytt marked - Høy potensiell kundevekst - Markedserfaring	Tilgang på PE Investeringsfase - Tidlig fase - Sen fase	Potensiell markedsvekst har en direkte effekt på fremtidig etterspørsel i markedet, inntektsprognoser og gevinstpotensial. Videre er kundevekst, markedserfaring og evnen til å skape et nytt marked viktige faktorer for PE aktører i tildelingen av aktiv eierkapital.
Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels and family offices (2019)	Joern Block, Christian Fisch, Silvio Vismara, René Andres	Marked - Internasjonal skalerbarhet	Tilgang på PE Ulike PE aktører	Internasjonal skalerbarhet har større påvirkning i tidlig fase enn sen fase. Oppfyllelse av markedsbehov og kunde verdi har en påvirkning på om entreprenører får aktiv eierkapital eller ikke.
Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? (2014)	José Carlos Nunes, Elisabete Gomes Santana Félix, Cesaltina Pacheco Pires	Marked - Markedsvekst - Mulighet for å skape et nytt marked - Markedsstørrelse	Viktigheten av ulike investeringskriterier Tilgang på PE	For PE aktører er markedsvekst et viktig kriterium i en investeringsbeslutning, samt markedsstørrelse. Hos PE aktører i tidlig fase har muligheten for å skape et nytt marked større fokus, enn hos PE aktører i sen fase.
The extent and nature of heterogeneity of venture capital selection behaviour in new technology-based firms (2010)	Mirjam Knockaert, Bart Clarysse, Mike Wright	Marked - Regionalt marked - Globalt marked - Nisjemarked - Markedsstørrelse - Markedsvekst	Tilgang på PE Investeringsfokus PE aktørers seleksjonsatferd	Markedsstørrelse og den geografiske bredden i markedet er av liten betydning for VC investorer. Likevel er markedsvekst og valg av markedsnisje faktorer av betydning i en investeringsbeslutning.

Tabell 6 – Artikkelloversikt for markedskarakteristikker

Undersøkelsen gjennomført av Pintado et al. (2007) indikerer at potensiell markedsvekst er en av de viktigste markedskriteriene for PE aktører når investeringsbeslutninger skal tas. Dette er fordi det direkte relaterer seg til fremtidig etterspørsel i markedet, inntektsprognoser, og dermed gevinstpotensial. Dette funnet støttes av Nunes et al. (2014) og Knockaert et al. (2010), som også kommer frem til at markedsvekst er et av de viktigste kriteriene. Videre finner Pintado et al. (2007) at høy potensiell kundevekst og bedriftens markedserfaring er viktige faktorer når PE aktører skal vurdere potensielle porteføljebedrifter. Studien til Nunes et al. (2014) indikerer at markedsstørrelse også er av betydning. Pintado et al. (2007) og Nunes et al. (2014) hevder videre at evnen til å skape et nytt marked har større fokus i tidlig fase, enn i sen fase. Dette er fordi PE aktører i sen fase i mange tilfeller bruker sine investeringer til å styrke den økonomiske strukturen, der målet nødvendigvis ikke er å skape et nytt marked.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at markedskarakteristikk i form av høy potensiell markedsvekst og muligheten til å skape et nytt marked påvirker PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 5a og 5b:

H5a: Høy potensiell markedsvekst er viktig for alle typer aktive eierfond

H5b: Entreprenørens mulighet til å skape et nytt marked er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond

Markedsrisiko er også en faktor som har vist seg viktig i tidligere litteratur (Pintado et al., 2007). PE aktører ønsker å investere i markeder hvor de kan tilføre mest mulig verdi til både deres egne porteføljer og selskapet de investerer i. Dette er fordi PE aktørene både har begrensninger i forhold til tid, økonomiske ressurser og informasjon. Block et al. (2019) undersøker hvorvidt en bedrifts muligheter til å ekspandere internasjonalt påvirker PE aktørens investeringsbeslutning, med hensyn til tids- og investeringsbehov. De finner at internasjonalt skalerbarhet ansees som en viktigere faktor for PE aktører i tidlig fase, enn i sen fase. Oppkjøpsfond foretar ofte en mindre risikabel investering med allerede lønnsomme bedrifter, og har dermed mindre fokus på internasjonal skalerbarhet. Knockaert et al. (2010) indikerer at valg av markedsnisje er av viktighet i investeringsbeslutningen. Nettverk, samt personlige og profesjonelle relasjoner, har en stor påvirkning på PE aktørers vurdering av potensielle investeringsobjekter. På bakgrunn av dette velger derfor mange PE aktører å investere lokalt (Burns, 2016). Internasjonale tendenser viser til at PE aktører ofte er lokalisert i storbyer og urbane strøk, da disse områdene fremstår som sentre for utvikling og formidling av kunnskap. Dette gjelder også i Norge (Langeland, 2006). Entreprenører som er lokalisert i landlige omgivelser kan derfor antas å ha mindre tilgang på aktiv eierkapital (Rubin, 2010).

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at markedskarakteristikk i form av internasjonal skalerbarhet påvirker PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens hypotese 5c:

H5c: Internasjonal skalerbarhet er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond

2.3.6. Bærekraft og samfunnsutvikling

Etter det i 2008 ble innledet en finanskriser har det foregått en omdefinering av bedrifters verdi, og oppmerksomheten har i økende grad blitt rettet mot samfunnsansvar (Berthon,

2010). Det er ikke lenger bare tradisjonelle økonomiske kriterier som strekker til i evalueringen av investeringer. Samfunnsmessige investeringer og bedrifters miljømessige rolle har vist seg å påvirke den langsiktige bærekraftige veksten i bedrifter, mer enn andre økonomiske variabler (Teti, Dell'Acqua & Zocchi, 2012). Bærekraftig utvikling vil si at produksjon av produkter opprettholdes over tid, uten at det tærer på det totale ressursgrunnlaget. Innovasjon og utvikling gjør at dette er mulig, fordi det skapes ny teknologi og metoder som fortsetter å tilfredsstille behovene samfunnet innehar (Jakobsen, Nystad & Jaminon, 2008). Den tredelte bunnlinjen, som består av Profit, People og Planet har radikalt endret måten en ser et foretak på. Suksess behøver ikke lenger være basert på en økonomisk gevinst, selv om profitt åpenbart fremdeles er av viktighet (Lee, 2007). Generelt har investorer en iboende interesse for internalisering av langsiktige bærekraftige økonomiske utfall, og det er flere prognoser som viser økonomiske langsiktige fordeler ved å iverksette økte tiltak mot klimaendringer (Norges Bank Investment Management, 2018). Bedrifter i norsk næringsliv som for eksempel IKEA og Stormberg, fokuserer og jobber kontinuerlig for å ha en positiv innvirkning på både mennesker og miljø. Dette for å bidra til en mer bærekraftig utvikling i samfunnet.

Generering av langsiktig bærekraftig avkastning er avhengig av stabile, velfungerende og godt styrte sosiale, miljømessige og økonomiske systemer. Innenfor PE snakker investorer ofte om ESG, som står for Environmental, Social and Corporate Governance, eller miljø, samfunn og selskapsstyring (Norsk venturekapitalforening, u.å.). ESG er blitt mer populært, både blant individuelle investorer og investeringsfirmaer. Tidligere forskning viser at entreprenørens fokus på miljø, samfunn og selskapsstyring har en påvirkning på tildelingen av aktiv eierkapital, og at PE aktøren tar dette i betraktning i sin investeringsbeslutning (Crifo, Forget & Teyssier, 2015; Teti et al., 2012).

I tabell 7 vises en oversikt over artikler som uttrykker viktigheten av bærekraft og samfunnsansvar i en investeringssammenheng.

Artikkel	Forfatter	Uavhengige variabler	Avhengige variabler	Funn
The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experimental with professional private equity investors (2015)	Patricia Crifo, Vanina D. Forget, Sabrina Teyssier	ESG - Miljø - Samfunn (sosialt) - Selskapsstyring	Tildeling av PE Viktigheten av ESG faktorer	Både god og dårlig ESG praksis har påvirkning på tildelingen av aktiv eierkapital. Likevel har bedrifter med god ESG praksis høyere tildelingsgrad fra PE aktører i en investeringsbeslutning. Innholdet i policyen for samfunnsansvar og kvalitet på bedriftens praksis er også faktorer av betydning.
UN PRI and private equity returns. Empirical evidence from the US market (2012)	Emanuele Teti, Alberto Dell'Acqua, Fabio Zocchi	ESG - Miljø - Samfunn (sosialt) - Selskapsstyring	Tildeling av PE Ansvarlig investering	PE aktører legger vekt på at entreprenører har fokus på ESG krav, og dette har en påvirkning på høyere økonomiske resultater. En samfunnsmessig tilnærming for entreprenøren er også viktig, da PE aktøren vurderer potensielle porteføljebedrifter.
Social impact investing, agriculture, and the financialisation of development: Insights from sub-Saharan Africa (2020)	Natasha Watts, Ivan R Scales	Samfunnsansvarlige investeringer	Utviklingen av investeringsmønstre for PE selskaper	PE aktører fokuserer i økt grad på etikk, moral og samfunnsansvarlighet i deres investeringer, spesielt etter finanskrisen. Mer konkurransedyktig omdømme fremkommer som en forretningsmessig motivasjon for utviklingen

Tabell 7 – Artikkelloversikt for bærekraft og samfunnsutvikling

I en studie av Crifo et al. (2015) undersøkes det i hvilken grad bedrifters ESG praksis har innvirkning på PE aktørers investeringsbeslutning. Der finner de at gode ESG policyer i utgangspunktet ikke ser ut til å ha en vesentlig påvirkning, med unntak av miljø. Resultatene deres indikerer at det er dårlig ESG praksis som påvirker investeringsbeslutningen vesentlig, innenfor både miljømessige og samfunnsmessige hensyn. Selskapsstyring skiller seg ut, og det indikeres at denne faktoren er av størst viktighet når PE aktører skal foreta en vurdering av potensielle porteføljebedrifter. På en annen side finner de også at dårlig ESG praksis kun øker PE aktørenes krav til at investeringen skal kunne forekomme. Med andre ord viser funnene at både god og dårlig ESG praksis påvirker vurderingen av PE aktørers investeringsbeslutning på ulike måter, men at bedrifter med en god ESG praksis har høyere tildelingsgrad fra PE aktører. I tillegg finner Crifo et al. (2015) at PE aktører fokuserer på innholdet i policyen for samsunnsansvar og kvaliteten på bedriftens praksis. Teti et al. (2012) påpeker også at fokus på ESG har en positiv effekt på de aktive eierfondenes investeringsbeslutning.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at ESG har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens sjette hypotese:

H6a: God ESG praksis er viktig for alle typer aktive eierfond

Videre undersøker Teti et al. (2012) om bedrifter som følger prinsipper for ansvarlig investering har høyere tildelingsgrad fra PE aktører. De finner at selskaper som legger større vekt på ESG krav, drar nytte av høyere økonomiske resultater. Studien indikerer at det er fordelaktig for entreprenører å benytte seg av samfunnsansvarlig tilnærming, når PE aktører skal foreta en investeringsbeslutning, siden dette antagelig innfører en mer disiplinert ledelsesmessig handling hos bedriften. Watts og Scales (2020) finner også i sin studie et økt fokus på samfunnsansvarlige investeringer blant aktive eierfond, spesielt etter finanskrisen i 2008. Slike investeringer baseres på ideen om at økonomiske investeringer kan ha en positiv påvirkning. De finner at noe av motivasjonen bak å foreta denne typen investeringer ligger i å opprettholde et konkurransedyktig omdømme. I tillegg til forretningsmotivasjoner hevder de at fremveksten av samfunnsansvarlige investeringer også forstås i sammenheng med det økte fokuset på etikk.

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at ansvarlige investeringer har påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning. Dette danner rasjonale for avhandlingens sjette hypotese:

H6b: Ansvarlige investeringer er viktig for alle typer aktive eierfond

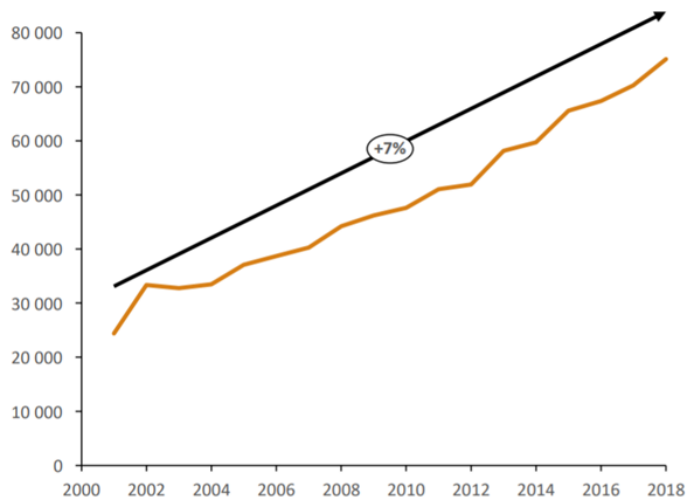
Litteraturgjennomgangen har avdekket en rekke betydningsfulle faktorer som aktive eierfond verdsetter i sin vurdering av potensielle porteføljebedrifter. Flere av de eksisterende studiene om fenomenet refererer til store utenlandske markeder, som blant annet USA, Spania, Portugal og Tsjekkia. Dette antyder at det er interessant å undersøke viktigheten av de ulike faktorene i en norsk kontekst, samt hvordan ulike norske PE aktører vurderer viktigheten av disse i sin investeringsbeslutning.

2.4. Det norske PE markedet

Den norske PE bransjen er både lite beskrevet og lite analysert i tidligere litteratur (Spliid, 2013). Tradisjonelt sett har det vært shippingselskaper og formuende privatpersoner som har stått for finansieringen av oppstart og utvikling av kapitalkrevende virksomheter i Norge. På 1980-tallet ble de første norske venturefondene etablert. Aktive eierfond i Norge fikk bredere aksept utover på 1990-tallet, og flere robuste forvaltningsmiljøer vokste frem etter at

dot.com-boblen sprakk i 2001 (Traaseth, 2014). Videre etablerte Norsk Venturekapitalforening (NVCA) seg også i 2001, med tolv stiftede medlemmer, som i hovedsak representerte tidligfasemiljøet. Disse tolv medlemmene hadde en samlet kapital på 7,5 milliarder NOK, og rundt 200 porteføljebedrifter med om lag 20.000 sysselsatte. Forretningen vokste, og ved årsslutt hadde de 18 ventureaktører, 34 assosierte medlemmer og forvaltningskapital på 10 milliarder NOK (Hognestad, 2011). I 2005 hadde forvaltningskapitalen økt til nærmere 26 milliarder NOK. I tiden videre har norske aktive eierfond blitt mer profesjonalisert, hatt økende annerkjennelse hos ledende investorer og tiltrukket seg stadig større andel av utenlandsk kapital. Tall fra 2014 viser at bransjen, siden 2001, har innhentet over 90 milliarder NOK i risikokapital. Det totale antall norske forvaltningsmiljøer var 51 stk. og de forvaltet 102 aktive eierfond med eierskap i mer enn 750 virksomheter (Traaseth, 2014).

I 2016 hadde de totale investeringene i norske porteføljebedrifter et kraftig fall sammenlignet med 2014 og 2015. Dette var grunnet mindre og færre oppkjøp av utenlandske PE bedrifter. Dette varte ikke lenge, da det kom en opptur i 2017. De norske porteføljebedriftene hadde en samlet verdiskaping på 37,2 milliarder NOK, noe som utgjorde 1,6 % av fastlands-BNP. NVCA sin nyeste verdiskapingsanalyse viser at dagens norske porteføljebedrifter har en samlet verdiskaping på 47 millioner NOK, som vil si 1,9 % av fastlands-BNP. Dette viser en vekst fra 2017 til 2018. Videre har også antall sysselsatte blant norske bedrifter med aktive eierfond på eiersiden økt. Fra om lag 20.000 sysselsatte ved inngangen til årtusenskiftet, til ca. 75.000 ved utgangen av 2018, ser vi at det har vært en jevn vekst i sysselsetting blant dagens porteføljebedrifter (Johnsen et al., 2019). Nedenfor i figur 3 er utviklingen knyttet til ansatte i norske porteføljebedrifter fra 2001-2018 illustrert.



Figur 3 – Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fra 2001-2018 (Johnsen et al., 2019)

Det har vært en sterk gjennomgående verdiskapingsvekst fra 2001 til 2018, fra porteføljebedriftene til norske aktive eierfond. Verdiskapingsveksten har vært i snitt på 13 % per år. I tiden mellom 2012 og 2015 flatet veksten ut grunnet en svakere utvikling i lønnsomheten til noen av de større selskapene innen offshoreindustrien. Siden 2015 har det vært en jevn vekst med en økning på 26 % frem til 2018. Verdiskapingsveksten har de siste årene vært drevet av den gode utviklingen innen IKT, bygg og anlegg og industritjenester. I 2018 utgjorde de norske porteføljebedriftene 1,9 % av verdiskapingen i norsk næringsliv (Johnsen et al., 2019).

Norske aktive eierfonds porteføljebedrifter domineres i hovedsak av IKT, petroleum og forbruksvarer, og stod for til sammen 50 % av den samlede sysselsettingen blant norske porteføljebedrifter i 2018. Til tross for at det har vært et fall i verdiskapingen til porteføljebedriftene i petroleum, sysselsatte denne næringen nesten 11.0000 personer i 2018, noe som kun tilsier et fall på 5 % siden 2009. Det viser seg at de aktive eierfondene har fokus på fremtidsrettede næringer som IKT, fornybar energi og life science, ifølge en undersøkelse gjort av NVCA i 2019. Ut ifra samfunnstrender og de aktive eierfondenes fremtidsrettede fokus, er det rimelig å anta at disse næringene vil vokse og tiltrekke seg kapital i årene som kommer (Johnsen et al., 2019).

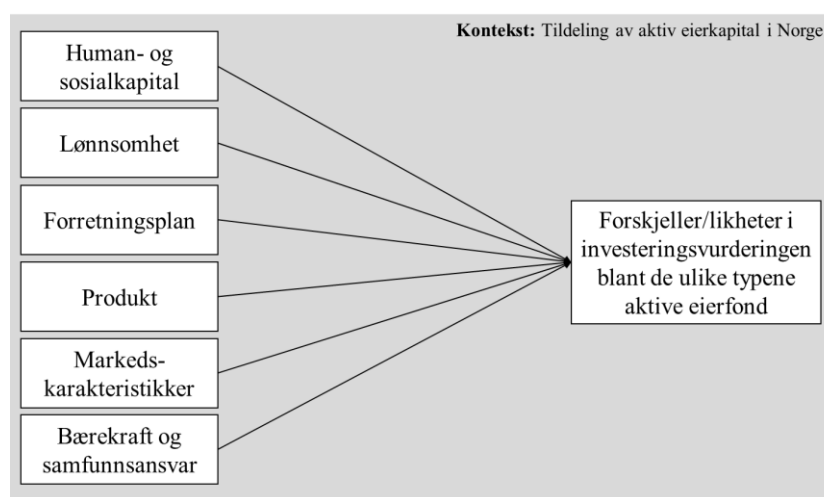
Gjennom *kapittel 2. Teoretisk tilnærming* har vi identifisert ulike faktorer som påvirker aktive eierfonds investeringsbeslutninger, samt beskrevet det norske PE markedet hvilket fremstår som avhandlingens kontekst. Denne innsikten benyttes videre i *Kapittel 3. Modell og hypoteser*, for å tydeliggjøre avhandlingens forskningsområde.

3. Modell og hypoteser

For å skape et oversiktlig bilde av den tidligere litteraturen for hvilke faktorer som anses å ha en viktighet i aktive eierfonds investeringsbeslutning, har vi utarbeidet en forskningsmodell illustrert i figur 4. Modellen tar utgangspunkt i faktorene forklart i *delkapittel 2.3 Faktorer som påvirker tilgangen på aktiv eierkapital*. Ettersom foreliggende litteratur i forbindelse med tildeling av aktiv eierkapital i en norsk kontekst tilsynelatende er lite undersøkt, anser vi det som et aktuelt fenomen for denne avhandlingen. Avhandlingens problemstilling er derfor formulert som følgende:

Hvordan vurderer norske aktive eierfond viktigheten av faktorer som påvirker en investeringsbeslutning?

Problemstillingen viser til en naturlig avgrensning for vårt forskningsarbeid, og beskriver hvilket fenomen og hvilken kontekst som skal undersøkes. Den skal undersøkes blant ulike norske aktive eierfond, hvor vi i hovedsak skiller mellom såkorn-, venture- og oppkjøpsfond som nevnt i *delkapittel 2.2.3. Finansieringsmuligheter*. Videre skal den belyse likheter og forskjeller i hvordan disse vurderer viktigheten av faktorer som påvirker en investeringsbeslutning. Problemstillingen er todelt, da den i første omgang skal besvare viktigheten av ulike påvirkende faktorer i en investeringsbeslutning, for å så besvare hvordan de ulike typene aktive eierfond i Norge vurderer viktigheten av de ulike faktorene. Nedenfor i figur 4 illustreres avhandlingens forskningsmodell.



Figur 4 – Forskningsmodell

Forskningsmodellen viser hvordan de utvalgte faktorene påvirker ulike aktive eierfonds investeringsbeslutning, og dermed tildeling av kapital. En oversikt over utvalgte faktorer kan

bidra til at entreprenører fokuserer på det som faktisk er av betydning i sin søken etter kapital. Denne informasjonen forekommer normalt i entreprenørbedriftens utarbeidelse av en forretningsplan, som aktive eierfond ser på som sentralt i investeringsprosessen og videre analyse av entreprenørbedriften. Når entreprenører som ønsker å søke aktiv eierkapital har kunnskap om hvilke faktorer som er viktigst for de ulike aktive eierfondene, kan disse tas i betraktning i søkeprosessen og videre bidra til at flere søker etter slik kapital. På en annen side kan det også forenkles aktive eierfonds investeringsprosess, ved at entreprenørens søknad setter fokus mot den spesifikke kapitalen som tildeles.

På bakgrunn av funn i tidligere gjennomgått litteratur og utforming av forskningsmodellen, har vi utarbeidet 6 sett med tilhørende hypoteser. Vi ønsker å utføre vår avhandling med utgangspunkt i de utvalgte faktorene ved å avkrefte eller bekrefte de utarbeidede hypotesene, samt å avdekke om det foreligger andre påvirkende faktorer som ikke er av kjennskap per nå.

Avhandlingens første sett med hypoteser tar for seg faktoren human- og sosialkapital, og innebærer aktive eierfonds forhold til ledelsens/entreprenørteamets egenskaper, erfaringer og nettverk.

- *H1a: Spesifikk humankapital er viktig for alle typer aktive eierfond*
- *H1b: Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond*

Avhandlingens andre sett med hypoteser tar for seg faktoren forretningsplan, og innebærer aktive eierfonds forhold til entreprenørbedriftens kvalitet, innhold, utforming og presentasjon av selve forretningsplanen.

- *H2: En velutviklet og dynamisk forretningsplan er viktig for alle typer aktive eierfond*

Avhandlingens tredje sett med hypoteser tar for seg faktoren lønnsomhet, og innebærer aktive eierfonds forhold til entreprenørbedriftens kontantstrøm, avkastning og vekstpotensial.

- *H3a: Høy potensiell avkastning er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond*
- *H3b: Nåværende lønnsomhet er viktigere for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond*

Avhandlingens fjerde sett med hypoteser tar for seg faktoren produkt, og innebærer aktive eierfonds forhold til entreprenørbedriftens markedsaksept, egenskaper, etterspørsel, prising, teknologi, innovasjon og patent for produktet de representerer.

- *H4a: Produktets merverdi for kunden er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond*
- *H4b: Produktpatentbeskyttelse er viktigere for såkornfond enn for venture- og oppkjøpsfond*
- *H4c: Produktets markedsaksept er viktig for alle typer aktive eierfond*

Avhandlingens femte sett med hypoteser tar for seg faktoren marked, og innebærer aktive eierfonds forhold til entreprenørbedriftens evne til å skape et nytt marked, internasjonalt potensiale, markedsvekst, markedsstørrelse, posisjonering og valg av markedsnisje.

- *H5a: Høy potensiell markedsvekst er viktig for alle typer aktive eierfond*
- *H5b: Entreprenørens mulighet til å skape et nytt marked er viktig for alle typer aktive eierfond*
- *H5c: Internasjonal skalerbarhet er viktigere for såkornfond enn for venture- og oppkjøpsfond*

Avhandlingens sjettede sett med hypoteser tar for seg faktoren bærekraft og samfunnsansvar, og innebærer aktive eierfonds forhold til entreprenørbedriftens tiltak for ESG, ansvarlige investeringer og etikk.

- *H6a: God ESG praksis er viktig for alle typer aktive eierfond*
- *H6b: Ansvarlige investeringer er viktig for alle typer aktive eierfond*

Avhandlingens sett med hypoteser skal bidra til å gi mer kunnskap om hvilke faktorer ulike norske aktive eierfond verdsetter i sin investeringsbeslutning. Når entreprenørbedrifter i Norge har tilegnet seg kunnskap om hvilke faktorer som har størst betydning for de ulike aktive eierfondene, kan disse tas hensyn til og videre bidra til at flere mottar aktiv eierkapital. Vi ønsker derfor å utføre analyser med utgangspunkt i overnevnte faktorer, samt å avdekke om det foreligger faktorer vi ikke kjenner til per i dag. Disse faktorene og de utarbeidede hypotesene omhandler derfor avhandlingens struktur for *kapittel 5. Analyse* og *kapittel 6. Resultater*, hvor funn drøftes opp mot det teoretiske rammeverket. Videre i *kapittel 4. Metode*, blir avhandlingens metodiske valg gjort rede for.

4. Metode

Det teoretiske rammeverket har gjennomgått tidligere forskning av fenomenet. Dette har resultert i en forskningsmodell og noen sett med hypoteser, som danner grunnlaget for vår forskning. Dette kapitlet beskriver avhandlingens forskningsprosess, og redegjør for valg av vitenskapsteoretiske retning, og tilnærming. Videre drøftes problemstillingens karakter, som sammen med overnevnte danner grunnlaget for valg av forskningsstrategi og -design og datainnsamlingsmetode. Deretter gis det en beskrivelse av hvordan den innsamlede dataen analyseres, og avslutningsvis drøftes avhandlingens troverdighet.

4.1. Vitenskapsteoretisk retning

Samfunnsvitenskapelig forskning har to vitenskapsteoretiske hovedretninger; positivisme og hermeneutikk (Jacobsen, 2000). De to hovedretningene er svært ulike i hva angår perspektivene ontologi og epistemologi. Ontologi viser til læren om hvordan den sosiale verden egentlig ser ut, og epistemologi refererer til hvordan kunnskap om virkeligheten lar seg innsamle (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Mens den positivistiske hovedretningen ser på sosiale systemer som bestående av generelle lovmessigheter, ser hermeneutikken på denne samhandlingen mellom mennesker som særegen og unik. Videre ser positivismen på virkeligheten som objektiv, hvilket fremmer tanken om at den sosiale verden kan studeres ved bruk av objektive metoder og mål. Mens positivismen ser på kunnskap som kumulativ, har hermeneutikken oppfatningen av at kunnskapen er lokal og unik. I den forståelsesbaserte tilnærmingen antas den sosiale verdenen som konstruert av mennesker, hvilket peker i retning av at den må undersøkes ved å studere hvordan mennesker oppfatter virkeligheten (Jacobsen, 2000).

I undersøkelsene for denne avhandlingen har vi etter beste evne forsøkt å inneha en nøytral forskrerolle. Videre er vårt vitenskapelige arbeid forankret i hva som lar seg observere og teste. Dette tyder på at vår avhandling har en positivistisk vitenskapsteoretisk retning (Nyeng, 2012). Tatt metode i betraktning har den positivistiske tilnærmingen et individualistisk analyseperspektiv, hvor grunnleggende forklaringsvariabler er representert på mikro- eller individnivå (Ringdal, 2013). Denne vitenskapsteoretiske tilnærmingen kjennetegnes også av at forskeren holder avstand til forskningsenhetene, samt fremstiller forskningen nøytralt og objektivt. Dette fremmer videre deduktive fremgangsmetoder og valg av en kvantitativ

forskningsstrategi (Jacobsen, 2000). De overnevnte metodologiske egenskapene tyder ytterligere på at vår avhandling har en positivistisk tilnærming.

4.2. Teoriutvikling

I samfunnsvitenskapelig forskning framstår integrering av teori og empiri som et sentralt mål, hvor det videre fremkommer et tydelig skille mellom induktive og deduktive strategier (Johannessen et al., 2011). Den induktive fremgangsmetoden kjennetegnes i hovedsak av at den tar utgangspunkt i empiri for å danne teori. Deduktive studier går derimot ut på å teste teori i virkeligheten, ved at forventinger til virkeligheten blir testet gjennom empirisk data (Jacobsen, 2000). Litteraturgjennomgangen har avdekket at det finnes mye forhåndskunnskaper om hva som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital, hvilket antyder at vår studie har en deduktiv tilnærming.

Dedusering omhandler å utlede fra det generelle til det konkrete (Johannessen et al., 2011). Ved å benytte en deduktiv fremgangsmetode blir det gjennom tidligere empiriske funn og teorier skapt forventninger om hvordan virkeligheten ser ut. Deretter samler forskeren inn egen empiri for å sjekke om forventningene stemmer overens med virkeligheten (Jacobsen, 2000). Normalt formuleres de forventningene som skal undersøkes som hypoteser, og fremgangsmetoden i slike studier blir omtalt som hypotetisk-deduktiv metode. For slik empirisk forskning blir det som oftest benyttet kvantifiserbare målevariabler og statistiske analyseteknikker for å bekrefte eller avkrefte de formulerte hypotesene (Nyeng, 2012). Denne avhandlingen tar utgangspunkt i tidligere empiriske funn og eksisterende teorier om aktive eierfonds vurderingskriterier for tildeling av kapital. Videre blir de utvalgte faktorene undersøkt i vår kontekst ved hjelp av formulerte hypoteser. Fremgangsmetoden for vår forskning kan derfor omtales som hypotetisk-deduktiv metode (Nyeng, 2012).

4.3. Problemstillingens karakter

Problemstillingens karakter setter i stor grad føringer for hva slags fremgangsmåte som er egnet for å anskaffe nødvendig informasjon. For å avgjøre hva slags forskningsstrategi og -design avhandlingen bør ha er det derfor nødvendig å reflektere om problemstillingen er klar eller uklar, om den er beskrivende eller forklarende, samt om den søker å generalisere eller ikke (Jacobsen, 2000).

Gjennom arbeidet med det teoretiske rammeverket har vi opparbeidet oss kunnskap om hvilke faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital, samt i hvilken grad det er

forskjeller i hvordan de ulike typene aktive eierfond vurderer viktigheten av faktorene. Med bakgrunn i dette er det formulert flere sett med hypoteser som tar for seg forventede forskjeller eller likheter i verdsettelsen av faktorene. For avhandlingen er både variablene (faktorene) og enhetene (aktive eierfond) godt definert, og problemstillingen er derfor å regne som klar. Videre kan problemstillingen med bakgrunn i dette også omtales som teori- og hypotesetestende (Jacobsen, 2000).

Vår problemstilling søker å beskrive hvordan såkorn-, venture- og oppkjøpsfond vurderer viktigheten av de gjennomgåtte faktorene. Hensikten er derfor å beskrive et fenomen, snarere enn å avdekke et årsak-virkningsforhold (kausalitet). På bakgrunn av dette har vår problemstilling en deskriptiv karakter. Jacobsen (2000) påpeker imidlertid at skillet mellom deskriptive og kausale problemstillinger ikke alltid er klart. For vår avhandling blir også årsaksforholdet mellom faktorene og tildelingen av aktiv eierkapital undersøkt implisitt. Dette for å bekrefte at det er hensiktsmessig å beskrive forskjeller og likheter blant de aktive eierfondene, kausalitet fremkommer derfor ikke som et fokus i vår undersøkelse. Videre er undersøkelser med en deskriptiv problemstilling vanligvis avgrenset i tid, og tverrsnittstudier fremkommer som det vanligste forskningsdesignet (Jacobsen, 2000). Dette leder over på vårt valg av forskningsdesign som vil bli redegjort for i *kapittel 4.5. Valg av forskningsdesign*.

Avslutningsvis må det også tas hensyn til hvorvidt studiens funn søker å være generaliserbare eller ikke. Det skilles i den sammenheng mellom intensive og ekstensive studier, hvor intensive studier sikter på å gi en dyp og nyansert beskrivelse av fenomenet, og ekstensive studier søker å gi en presis beskrivelse fenomenets omfang på tvers av kontekster (Jacobsen, 2000). Avhandlingen tar sikte på å redegjøre for forskjeller og likheter blant ulike typer aktive eierfond i Norge, og det er derfor et sentralt mål at funnene er generaliserbare. Med bakgrunn i dette er det gjennomført en bred utvalgsundersøkelse, og avhandlingen er derfor å regne som ekstensiv. Dette presenteres tydeligere i *kapittel 4.6. Populasjonsutvalg*

4.4. Valg av forskningsstrategi

Samfunnsvitenskapelig metodelære skiller mellom to ulike forskningsstrategier; kvantitative og kvalitative metoder (Johannessen et al., 2011). I samfunnsforskningen framstår disse forskningsstrategiene som to vesentlige paradigmer hva gjelder å generere informasjon og analysere denne (Tjora, 2017).

Den kvantitative tilnærmingen er ofte teori og hypotesedrevet hvilket peker i retning av en deduktiv fremgangsmetode. Forskningsstrategien vektlegger årsaksforklaringer, mens derimot den kvantitative forskningsstrategien fokuserer på å skape forståelse. Den kvalitative tilnærmingen er av mer eksplorerende og empiridrevet karakter, og kjennetegnes av en induktiv fremgangsmetode (Tjora, 2017). Tilnærmingene er ikke prinsipielt forskjellige fra hverandre da de begge er metoder for innsamling av empiri, men som egner seg i ulike situasjoner (Jacobsen, 2000). Flertallet av samfunnsforskere erkjenner at både den kvalitative og kvantitative tilnærmingen er avgjørende for å oppnå en sammensatt forskning (Tjora, 2017). Valget av forskningsstrategi er med bakgrunn i dette en pragmatisk avgjørelse, hvor problemstillingen danner grunnlaget for hvilken av de metodiske tilnærmingene som er best egnet (Jacobsen, 2000). Vår avhandling har en hypotetisk-deduktiv fremgangsmetode samt en problemstilling som er teori- og hypotesetestende, hvilket fremmer valg en kvantitativ forskningsstrategi (Nyeng, 2012; Ringdal, 2013). Videre vektlegger avhandlingen muligheten til å generalisere funnene til den teoretiske populasjonen, hvilket vil si at vi har en ekstensiv studie. Slike ekstensive studier kjennetegnes av store representative utvalg, som videre peker i retning av en kvantitativ forskningsstrategi (Jacobsen, 2000).

Den kvantitative forskningsstrategien baseres på at sosiale fenomener er stabile i den grad at kvantitative målinger viser seg meningsfulle. Hva angår informasjon innhentes det strukturert og sammenlignbar informasjon fra et større utvalg, hvor forsker og respondent holder avstand fra hverandre. Videre blir den innsamlede informasjonen ved bruk av kvantitativ forskning omkodet til tall, og deretter analysert ved bruk av statistiske analyseteknikker (Ringdal, 2013). Valg av forskningsstrategi, sammen med problemstillingens karakter, setter videre føringer for hvilket forskningsdesign som er best egnet.

4.5. Valg av forskningsdesign

Et forskningsdesign legger føringer for hvordan en konkret undersøkelse skal foretas (Ringdal, 2013). Valg av forskningsdesign innebærer å ta stilling til hvem og hva som skal undersøkes, samt hvordan forskningsprosessen skal gjennomføres (Johannessen et al., 2011). Gitt en kvantitativ forskningsstrategi kan forskeren velge mellom følgende fem forskningsdesign: eksperimentell design, tverrsnittdesign, langsgående tidsdesign, casestudier og komparativt design (Ringdal, 2013).

Fordi vår undersøkelse er ekstensiv med ønske om å generalisere, samt opererer med mange variabler, er ikke eksperimentell design egnet. Videre vurderes ikke et langsgående tidsdesign som nødvendig for å besvare problemstillingen og tilhørende hypoteser, og ansees også som utfordrende med tanke på gjennomføring grunnet avhandlingens tidsbegrensninger.

Casestudie og komparativt design utelukkes også, da vår avhandling ikke tar sikte på å gå i dybden av ett eller få case eller å sammenligne et lite antall caser (Ringdal, 2013). Til tross for at vår undersøkelse søker å belyse forskjeller og likheter i hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av gjennomgåtte faktorer, tar undersøkelsen for seg et større antall forskningsenheter. Med bakgrunn i dette er avhandlingen basert på tverrsnittsdesign, som også ble antydnet tidligere i *kapittel 4.3. Problemstillingens karakter*.

Tverrsnittsundersøkelser gir et øyeblikksbilde av fenomenet som studeres ved at undersøkelsen benytter data som er innsamlet på et bestemt tidspunkt eller i en kort, avgrenset periode. Ved bruk av tverrsnittsundersøkelser er det mulig å uttale seg om hvordan fenomener eventuelt varierer og hvordan sammenhengen er mellom dem på det aktuelle tidspunktet (Johannessen et al., 2011). Den typiske tverrsnittsundersøkelse praktiseres i form av spørreundersøkelser basert på et representativt utvalg der hver respondent kun spørres én gang (Ringdal, 2013).

4.6. Populasjonsutvalg

Problemstillingen angir som oftest hvem forskeren søker å vite noe om, og i forskningsundersøkelsen omtales disse som enheter. I kvantitative studier hvor spørreundersøkelser benyttes som datainnsamlingsmetode blir enhetene omtalt som respondenter (Johannessen et al., 2011), hvilket er tilfelle for vår masteravhandling. Det finnes videre ulike former for forskningsenheter, hvor enkeltindivider og grupper av individer fremstår som de vanligste (Tufte, 2018). Forskningens målgruppe, det vil si alle enhetene forskeren er interessert i, betegnes som den teoretiske populasjonen (Jacobsen, 2000).

Vår problemstilling søker å finne svar på hvordan norske aktive eierfond vurderer viktigheten av faktorer som påvirker en investeringsbeslutning. For vår avhandling er derfor det norske PE markedet å regne som den teoretiske populasjonen. Med det norske markedet menes norske PE selskaper, eventuelt selskaper med kontor i Norge, som investerer i norske porteføljebedrifter. Det er videre verdt å bemerke at vi i *kapittel 2.2.3*.

Finansieringsmuligheter begrenset omfanget av PE aktører til de tre hovedkildene for aktiv

eierkapital; såkorn-, venture- og oppkjøpsfond. Vi har også valgt å inkludere family offices, forutsatt at de utøver aktivt eierskap. Populasjonen vår består derfor av forskningsenheter som representerer grupper av individer (Tuftes, 2018). Vi er i hovedsak ikke opptatt av å undersøke egenskaper hos enkeltindividet, men ved de aktive eierfondene som helhet. Dette fordi vi forutsetter at de enkelte ansatte i bedriftene følger bedriftens retningslinjer hva angår en investeringsbeslutning.

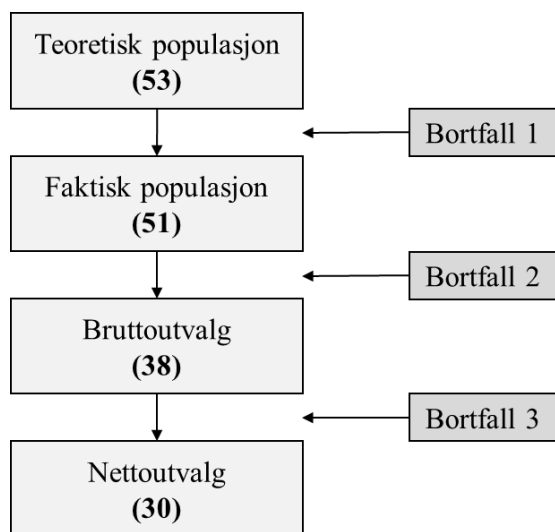
Hva angår populasjonens størrelse har vi ikke lyktes med å finne noen eksakte tall som er gjeldende i Norge. Dette til tross for at vi har foretatt en rekke søk i Statistisk sentralbyrå, kontaktet Menon Economic og lest samtlige av deres rapporter om temaet, samt forøkt å oppnå tilgang i ulike PE databaser (som for eksempel Pitchbook) uten hell. For å kartlegge populasjonens størrelse har vi derfor tatt utgangspunkt i medlemslistene til organisasjoner som Norsk venturekapitalforening (NVCA) og Innovasjon Norge, samt foretatt egne søk på internett. Vi kartla totalt 53 PE selskaper som dermed utgjør vår teoretiske populasjon.

4.6.1. Utvalg

I undersøkelser hvor det er vanskelig eller ikke foreligger nok ressurser til å undersøke hele populasjonen, må det gjøres et utvalg av respondenter (Jacobsen, 2000). For utvalgsundersøkelser er det viktig at utvalget er representativt, det vil si at sammensetningen i utvalget er tilsvarende sammensetningen i populasjonen. For å sikre representativitet må utvalget være tilfeldig, og sannsynlighetsutvelgning i form av enkel tilfeldig trekking, stratifisering eller klyngeutvelgning er derfor å regne som egnede utvalgsmetoder (Johannessen et al., 2011).

I undersøkelser hvor den teoretiske populasjonen er relativt liten, og alle forskningsenheter oppfyller et sett med kriterier (som et spesifikt ferdighetssett, erfaring osv.), er det hensiktsmessig å undersøke hele populasjonen (Etikan, Musa & Alkassin, 2016). I vår søken på å kartlegge det norske PE markedet så vi det nødvendig å tydelig definere hvilke PE aktører som skulle inngå i vår teoretiske populasjon, hvilket antyder at alle inkluderte selskaper oppfyller et sett med kriterier. Dette sammen med en relativt liten populasjon bestående av 53 PE selskaper, tyder på at det for vår avhandling er formålstjenlig å inkludere hele populasjonen i undersøkelsen. Til tross for at vi ønsker å undersøke hele populasjonen, har vi likevel valgt å gjennomføre en utradisjonell form for utvalgsprosess. Dette innebærer at vi har valgt å kartlegge deler av undersøkelsens bortfall før utvalget fastsettes. Denne

prosessen er vist i figur 5. Bortfall 1 og bortfall 2 forklares som en del av vår utvalgsprosess, mens bortfall 3, fra bruttoutvalg til nettoutvalg, redegjøres for og diskuteres i *kapittel 4.6.3. Svarrespons og bortfallsanalyse.*



Figur 5 – Oversikt over bortfall (Jacobsen, 2000)

Fordi vi for vår avhandling ønsker å undersøke hele den teoretiske populasjonen, så vi det hensiktsmessig sikre at alle PE selskapene vi har kartlagt faktisk inngår i populasjonen. Med bakgrunn i dette sendte vi ut en e-post i forkant av undersøkelsen med forespørsel om å delta. I forespørselen ble populasjonen beskrevet med følgende kriterier som beskrevet i *kapittel 4.6. Populasjonsutvalg:*

- Investeringselskapet må forvalte enten såkorn-, venture-, eller oppkjøpsfond. Eventuelt være family office (dersom aktivt eierskap gjennomføres)
- Selskapet må være norsk, eller ha kontor i Norge, samt investere i norske porteføljebedrifter
- Selskapet må investere i en eller flere av følgende utviklingsfaser (sett fra porteføljebedriftens perspektiv): Idé- og utviklingsfasen, etableringsfasen, kommersialiseringsfasen, tidlig vekstfase og konsolideringsfasen

Som følge av dette tiltaket var to av selskapene å regne som ikke aktuelle da de ikke utøvde aktivt eierskap. Dette utgjør det første bortfall, fra teoretisk populasjon til faktisk populasjon. Avhandlingens faktiske populasjon består derfor av 51 PE selskaper.

Den utsendte e-posten fremsto som en forespørsel om å delta i spørreundersøkelsen for vår masteravhandling, hvor PE selskapene sto fritt til å frasi seg deltakelse. Åtte selskaper opplyste om at de ikke ønsket å delta, og blir derfor ikke medregnet i avhandlingens utvalg. Videre så vi det nødvendig å undersøke om vi hadde tilstrekkelig med kontaktinformasjon til alle selskapene. Det vil si e-postadressen til de aktuelle ansatte (respondentene) i selskapet. I de tilfellene vi ikke fant kontaktinformasjon på nettsidene, forespurte vi om dette hos selskapenes kontaktpunkt. For fem selskaper har vi ikke lykket med å oppdrive kontaktinformasjon. Vi anså disse tiltakene som nødvendige å gjennomføre før avhandlingens utvalg ble fastsatt for å sikre representativitet av de ulike aktive eierfondene. Tiltakene resulterte i et totalt frafall på 13 selskaper, hvilket utgjør bortfall 2, fra faktisk populasjon til utvalg. Bortfallet fordelte seg tilfeldig på de ulike aktive eierfondstypene, og vi anser det derfor som representativt for den faktiske populasjonen. Vårt utvalg består derfor av de 38 gjenværende PE selskapene. Dersom andelen av frafallende respondenter hadde vært i overvekt for en av de aktive eierfondstypene, ville vi sett det hensiktsmessig å igangsette tiltak i form av annen utvalgsmetodikk. Vi ville da sett det nødvendig å foreta utvalget ved bruk av proporsjonal stratifisering for å sikre at de ulike aktive eierfondstypene er korrekt representert (Ringdal, 2013).

Fordi vår populasjon består av forskningsenheter som representerer grupper av individer, er utvalget presentert i antall PE selskaper. Spørreskjemaet må likevel sendes ut til en eller flere representanter ved gruppen (Tuft, 2018). Til tross for at vi forutsetter at de enkelte ansatte i bedriftene følger bedriftens retningslinjer hva angår en investeringsbeslutning, har vi valgt å sende ut spørreskjemaet til samtlige ansatte i hvert utvalgsselskap. Kravet til den enkelte respondent er at han eller hun må ha en sentral rolle i investeringsvurderingen og/eller - beslutningen. Valget er tatt på bakgrunn av at spørreskjemaet er utformet med flere åpne spørsmål, hvor vi har forventninger om at de ulike respondentene vil kunne opplyse om ulike forhold til tross for at de representerer likt selskap. Arbeidet med å identifisere enkeltrespondenter resulterte i at spørreundersøkelsen ble sendt ut til 147 ansatte fordelt på 38 ulike PE selskaper. Fordi avhandlingen vår er å regne som ekstensiv, og med mål om å generalisere funnene fra utvalget til populasjonen (Jacobsen, 2000), var det avgjørende å igangsette tiltak for å sikre flest mulig besvarelser av det utsendte spørreskjemaet.

4.6.2. Behandling av utvalg

Det er flere tiltak som kan iverksettes for å sikre flest mulig svar på spørreskjemaet (Jacobsen, 2000). For å øke sannsynligheten for at avhandlingens funn kan generaliseres til det norske PE markedet har det for vår avhandling vært viktig å iverksette tiltak og behandle utvalget for å innhente et representativt antall besvarelser. Som en del av behandlingen av utvalget ble det i forkant av undersøkelsen sendt ut et informasjonsskriv per e-post (se *Vedlegg 1 – Informasjonsskriv*).

Informasjonsskrivet beskriver formålet med undersøkelsen samt hva det innebærer å delta. Dette er et nødvendig tiltak da enkelte respondenter vil unnlate å besvare spørreskjemaet dersom de ikke har fått formidlet undersøkelsens bruksområde (Jacobsen, 2000). Videre ble respondentene lovet anonymitet slik at funnene som presenteres i avhandlingen ikke vil kunne identifisere hverken enkeltindivider eller bedrifter. Å garantere respondentens anonymitet kan være et egnet tiltak, spesielt i de undersøkelsene hvor respondentene ikke ønsker at deres synspunkter skal bli kjent for allmenheten. Videre kan også bruk av belønninger ha positiv innvirkning på antall besvarte spørreskjemaer (Jacobsen, 2000). For vår avhandling anser vi funnene av interesse for respondentene da det foreligger lite forskning på det norske PE markedet. Ved deltakelse har respondentene blitt tilbudt belønning i form av tilgang på avhandlingens resultater. Avslutningsvis kan også utformingen av spørreundersøkelsen ha påvirkning. Dersom spørreskjemaet er langt og komplisert er sannsynligheten for at respondenter vil reservere seg for å delta større (Jacobsen, 2000). Utformingen av vårt spørreskjema vil bli redegjort for i *kapittel 4.7. Metode for datainnsamling*.

Utsendelsen av selve spørreskjemaet ble gjort elektronisk gjennom Nettskjema. I forkant av utsendelsen sendte vi en e-post med informasjon om hvilken avsenderadresse lenken til spørreskjemaet kom fra, samt grunnleggende informasjon om selve utfyllelsen. Underveis i innsamlingsprosessen har vi også sendt purrebrev per e-post, hvilket er et vanlig tiltak for å øke svarprosenten (Johannessen et al., 2011). Nettskjema tilbyr en egen påminnelsesløsning som er blitt benyttet, men fordi dette purrebrevet ikke ga forventet effekt har vi også valgt å sende ut manuelle purrebrev per e-post. Ved utsendelse av personlige purrebrev, tok samtlige respondenter kontakt med forespørsel om ny lenke til spørreskjemaet. Vi opplevde en større respons på de personlige purrebrevene. Til tross for at det har vært en tidkrevende prosess,

anser vi i etterkant dette som et nødvendig tiltak for å sikre flest mulige besvarelser av spørreskjemaet.

4.6.3. Svarrespons og bortfallsanalyse

For alle undersøkelser vil det være naturlig at ikke hele utvalget besvarer spørreskjemaet, og det vil med andre ord være et bortfall av respondenter. Det er vanlig å skille mellom brutto- og nettoutvalg, hvor bruttoutvalget utgjør undersøkelsens utvalg og nettoutvalg utgjør antall respondenter som faktisk har besvart spørreundersøkelsen. Forholdet mellom netto- og bruttoutvalget i prosent omtales svarrespons (Johannessen et al., 2011).

Det er ulike oppfatninger av hvor høy svarresponsen bør være. Jacobsen (2000) opererer med tommelfingerreglene om at over 50% er tilfredsstillende, over 60% er bra og over 70% er meget bra. Johannessen et al. (2011) hevder at 30-40% er å regne som normalt ved bruk av spørreundersøkelser, og at over 50% er bra. Tabell 8 viser en oversikt over avhandlingens faktiske populasjon, bruttoutvalg og nettoutvalg, samt forholdet mellom netto- og bruttoutvalg vist i prosent. Svarresponsen hvor antall PE selskaper er tatt i betraktningen er samlet på 79%, hvilket vi anser som meget godt. Tabellen viser videre jevnt over god svarrespons fra de ulike aktive eierfondstypene. For enkeltrespondenter har vi oppnådd totalt 51 svar, noe som gir en svarrespons på 34,7%. Til tross for at denne svarresponsen er noe lavere, er vi likevel tilfredsstilt med resultatene, da vi har lyktes med å oppnå svar fordelt på 30 PE selskaper. Svarene fordeler seg i hovedsak med 1-2 respondenter fra hvert selskap.

Aktive eierfond	Populasjon	Bruttoutvalg	Nettoutvalg	Svarrespons
Såkornfond	11	9	8	89 %
Venturefond	16	11	7	64 %
Oppkjøpsfond	21	15	13	87 %
Family office	3	3	2	67 %
Total	51	38	30	79 %

Tabell 8 – Svarrespons på bedriftsnivå

Bortfall av respondenter fremstår som en feilkilde, og det er derfor viktig å være oppmerksom på dette bortfallet og hva slags betydning det kan ha for undersøkelsen. Usikkerheten knyttet til bortfall i en undersøkelse kan reduseres ved å gjennomføre en såkalt bortfallsanalyse (Johannessen et al., 2011). Det er mange årsaker til at nettoutvalget kan fremstå som lavere enn bruttoutvalget. Deler av bortfallet kan skyldes at respondenten ikke kan besvare spørreskjemaet grunnet oppståtte hindringer, andre respondenter unnlater å delta

i undersøkelsen fordi de ikke ønsker å besvare spørreskjemaet. Det er vanskelig å uttale seg om hva som er grunnen til at enkelte respondenter ikke vil delta i undersøkelsen, men for enkelte tilfeller skyldes det at undersøkelsen oppleves som brysomme eller provoserende, eller at temaet ikke interesserer (Jacobsen, 2000).

For vår avhandling har vi fått en rekke tilbakemeldinger på at temaet er interessant, til tross for dette kan selvsagt de overnevnte årsakene til bortfall være gjeldende. Mer aktuelt tror vi at tid er en viktig kilde for vårt bortfall. Mange PE aktører har en hektisk arbeidshverdag, og får en rekke henvendelser fra ulike hold. Deltakelse i undersøkelser krever at den aktuelle respondenten har mulighet til å sette av tiden det tar å besvare spørreskjemaet på en tilstrekkelig måte. Enkelte av PE selskapene har uttrykt at kun et visst antall av deres ansatte har anledning til å besvare spørreskjemaet, hvor blant annet ressursbruk i form av tid ble trukket frem som begrunnelse. Videre så de aktuelle PE selskapene det også nødvendig at kun én eller få av deres ansatte besvarte spørsmålene, da hele bedriften følger like retningslinjer hva angår en investeringsvurdering og -beslutning. Avslutningsvis tror vi også at situasjonen som har oppstått i forbindelse med utbruddet av koronaviruset (COVID-19) har hatt innvirkning på datainnsamlingsprosessen.

En sentral konsekvens av bortfall i en undersøkelse er at forskeren risikerer at nettoutvalget ikke lenger er representativt for den teoretiske populasjonen. Det er derfor viktig å undersøke hvorvidt bortfallet er tilfeldig eller systematisk. Tilfeldig bortfall forekommer dersom det ikke er noen grupper av utvalget som har betydelig lavere eller høyere svarrespons enn andre. I slike tilfeller vil ikke sammensettingen endres, og utvalget vil derfor forbli representativt. Ved systematisk bortfall har noen grupper vesentlig lavere eller høyere svarrespons. Dersom det foreligger systematisk bortfall vil ikke utvalget lenger være representativt, noe som vil ha negativ innvirkning på generaliserbarheten (Johannessen et al., 2011).

Aktive eierfond	Selskap	Individ
Så Kornfond	22 %	29 %
Venturefond	31 %	29 %
Oppkjøpsfond	41 %	35 %
Family office	6 %	6 %

Tabell 9 – Svarrespons individnivå vist i forhold til de aktive eierfondenes andel av populasjonen

Med bakgrunn i de oppnevnte svarresponsene opplever vi ikke betydelige forekomster av over- eller underrepresentasjon fra ett eller flere selskaper. Videre viser tabell 9 en oversikt

av de ulike aktive eierfondstypenes representasjon i populasjonen og antall svar vist på enkeltrespondentnivå fordelt på de aktive eierfondstypene. Dette tyder på at representasjonen av besvarelser i undersøkelsen er nokså lik populasjonen, hvilket antyder at bortfallet er tilfeldig. Nettoutvalget anses derfor som representativt for avhandlingens populasjon.

4.7. Metode for datainnsamling

Kvantitative studier kan baseres på en rekke datakilder. Et vanlig hovedskille er primærdata og sekundærdata, hvor primærdata samles inn av forskeren selv til det aktuelle forskningsformålet, mens sekundærdata er informasjon som allerede eksisterer (Tuft, 2018). Vår avhandling er hovedsakelig basert på primærdata, innsamlet ved bruk av spørreskjema. Jacobsen (2000) påpeker at dette er den dominerende innsamlingsmetoden i kvantitative studier. Ringdal (2013) beskriver spørreundersøkelser som en systematisk metode for innsamling av data fra et utvalg forskningsenheter, hvor formålet er å oppnå en statistisk beskrivelse av den teoretiske populasjonen som utvalget representerer. Bruk av spørreskjema fremstår som den mest hensiktsmessige datainnsamlingsmetoden for vår avhandling, tatt i betraktning at studien er å regne som ekstensiv med en deduktiv tilnærming.

Utgangspunktet for spørreskjemaets utforming er avhandlingens problemstilling med tilhørende hypoteser. For å besvare hypotesene og dermed problemstillingen, så vi det hensiktsmessig å operasjonalisere avhandlingens utvalgte faktorer. Litteraturgjennomgangen har i stor grad vært vår operasjonaliseringsprosess. Vi har gjennomgått hvordan de utvalgte faktorene har blitt målt i andre studier, samt redegjort for hvilke forhold som gjennom tidligere forskning har vist seg å påvirke aktive eierfonds investeringsbeslutningsprosess. Videre har vi tydeliggjort likheter og forskjeller i hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av faktorene. En konkretisering av faktorene er vist i tabell 10.

Human- og sosialkapital	Lønnsomhet	Forretningsplan	Produkt	Markeds-karakteristikker	Miljø, samfunn og selskapstying
Humankapital - Utdanning - Ledererfaring og –kompetanse - Erfaring fra virksomhets-etablering - Bransjeerfaring - Mangfoldighet i lederteamet Sosialkapital - Nettverk og foreninger - Tredjeparts-anbefalinger	- Årlig avkastning på investering - Nåværende lønnsomhet - Omsetningsvekst	- Velutviklet forretningsplan - Innovasjonsfokusert - Dynamisk forretningsplan	- Produktsuksess - Levedyktighet - Høyteknologi - Merverdi for kunde - Brukerbehov - Innovasjon - Patentbeskyttelse - Markedsaksept	- Markedsvekst - Etterspørsel i markedet - Kundevekst - Markedsstørrelse - Skape nytt marked - Markedsrisiko - Internasjonal skalerbarhet - Valg av markedsnisje	- Bærekraftig utvikling - Samfunnsansvar - Tredelt bunnlinje (profit, people, planet) - ESG praksis

Tabell 10 – Operasjonalisering av målevariabler

Det er videre formulert andre spørsmål utover hva som fremkommer av litteraturgjennomgangen. I hovedsak er det spørsmål nært beslektet med forholdene som listes opp under hver faktor i tabell 10. Disse omhandler blant annet kontakt med forretningsrådgivende organisasjoner, teknologisk risiko, distribusjonskanaler, etikk og mangfold. Vi har gjennom hele arbeidet forsøkt å stille så konkrete spørsmål som mulig.

Vi har benyttet oss av et elektronisk spørreskjema, utarbeidet via spørreskjemaverktøyet UiO Nettskjema. I utviklingen av temainndelingen og spørsmålsrekkefølgen benyttet vi en teknikk som minner om flytdiagram, hvilket Haraldsen (1999) påpeker er en egnet metode for å oppnå god spørsmålslogikk. Spørreskjemaet starter med grunnleggende spørsmål om respondentens bakgrunn og erfaring, samt forhold rundt bedriften han eller hun representerer. Det er hensiktsmessig å starte et selvutfyllende spørreskjema med slike enkle og ufarlige spørsmål for å motivere respondenten (Ringdal, 2013). Deretter følger mer spesifikke spørsmål som er tilknyttet de gjennomgåtte faktorene. Denne delen av spørreskjemaet er strukturert etter tema, hvor spørsmål knyttet til human- og sosialkapital presenteres først, etterfulgt av lønnsomhet, forretningsplan, produkt, markeds-karakteristikker og bærekraft og samfunnsansvar. Avslutningsvis det åpent for eventuelle andre forhold respondenten ønsker å informere om. Det er underveis i spørreskjemaet blitt gitt instruksjoner for utfylling, samt forklaringer og definisjoner der vi så det hensiktsmessig.

Spørreskjemaet består i hovedsak av lukkede spørsmål. Første del består av spørsmål om faktiske forhold. Svaralternativene er utformet på ulike måter ettersom hva vi så mest

hensiktsmessig. For spørsmål om kjønn, utdanning, entreprenørskaperfaring, bransjeeerfaring, arbeidsstilling, type aktivt eierfond, investeringsfase og investeringsbransje ble det benyttet kategorisvar. Kategorisvar måles på nominalnivå, og respondenten stilles ovenfor et valg av forhåndsformulerte svaralternativer som ikke kan rangeres på en logisk måte (Jacobsen, 2000; Johannessen et al., 2011). For spørsmål med mange alternativer, slik som ved PE aktørens utdanning, bransjepreferanser og liknende, ble det formulert et svaralternativ kalt *Annet*. Dersom ingen av de forhåndsformulerte svaralternativene passet, kunne respondenten avgi svar i tekstfeltet. Tekstfeltet ble kun synlig dersom respondenten valgte *Annet*, slik at det ikke fremsto som et forstyrrende element. Videre benyttet vi metriske svaralternativer for spørsmål omhandlende alder, erfaring med aktive eierfond, kapitalbase og antall porteføljebedrifter. Det vil si svaralternativer med naturlige tall. Fordi svaralternativene strekker seg over et større antall år, kroner og bedrifter er de metriske variablene tvunget rangordnede ved at svaralternativene opptrer som tallkategorier (Jacobsen, 2000).

Spørreskjemaets hoveddel inneholder spørsmål knyttet til de gjennomgåtte faktorene, og består av spørsmål omhandlende vurderinger, holdninger og meninger. Spørsmålene stilles med teksten *Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?* etterfulgt av en rekke påstander innenfor hver faktor, for eksempel *personlige nettverk*. På denne måten kunne spørsmålene presenteres i en matrise, samt at hvert spørsmål ikke er lengre enn nødvendig. Vi anser dette som et egnet tiltak for å bedre brukervennligheten av spørreskjemaet.

Vurderingss spørsmål måles godt ved bruk av rangordnede svar (Jacobsen, 2000).

Rangordnede svar måles på ordinalnivå og kjennetegnes ved at alternativene er gjensidig utelukkende og kan rangeres på en logisk måte (Johannessen et al., 2011). Svaralternativene er formulert som en 5-punktskala med følgende alternativer: *Ikke viktig, Lite viktig, Nøytral, Ganske viktig, Svært viktig*. Svaralternativene er balansert ved at det inkluderes en midtkategori, hvilket tillater respondenten å ha en nøytral oppfatning av den aktuelle påstanden (Jacobsen, 2000). Vi opplevde positiv interesse fra PE aktørene da vi sendte ut forespørsel om deltakelse til spørreundersøkelsen, og stolte derfor på at de tok seg tid til å besvare ordentlig. Videre gir fem svaralternativer bedre forutsetninger for å foreta omfattende statistiske analyser, enn ved bruk av færre alternativer (Johannessen et al., 2011). Etter hvert tema (faktor) i spørreskjemaet er det også et åpent tekstfelt, hvor respondentene kunne svare fritt på om det er andre forhold som var viktig i deres investeringsbeslutning. Vi så det

hensiktsmessig å formulere et slikt åpent spørsmål etter hver faktor for å lette arbeidet med å sortere svarene i analysearbeidet. Det er også stilt et åpent spørsmål avslutningsvis i spørreskjemaet, hvor respondenten bes opplyse om eventuelt unevnte faktorer av betydning.

For ytterligere å lette analysearbeidet, ble det blant faktorene med rangordnede svaralternativer, lagt til et alternativ *Ikke relevant*. Vi så dette hensiktsmessig dersom respondentens bedrift ikke vurderte gjeldende påstand. Dette for å beholde aktualiteten i PE aktørens investeringsbeslutning. Alternativet *Ikke relevant* er plassert lengst til høyre i svaralternativene, noe Haraldsen (1999) hevder er hensiktsmessig for å skille alternativet fra viktighetsskalaen. Avslutningsvis er alle spørsmålene (unntatt de åpne spørsmålene) i det utformede spørreskjema satt som obligatoriske. Dette er et tiltak vi så som hensiktsmessig for å måle viktigheten av faktorene korrekt, samt at vi unngår manglende besvarelser i datasettet.

Vi sendte det ferdig utformede spørreskjemaet til bekjente med tilknytning entreprenørskap og/eller finansiering, henholdsvis ansatte i banker og ved rådgivende organisasjoner.

Hensikten med denne pilotundersøkelsen var å bli observante på eventuelle forbedringspotensialer knyttet til struktur, forståelse og formuleringer, samt å kartlegge hvor lang tid det ville ta å besvare spørreskjemaet. Pilotundersøkelsen resulterte i at vi foretok noen justeringer av forklaringene i skjemaet. Datainnsamlingsperioden var tiltenkt å ha en varighet på tre uker, men ble utvidet grunnet for få innhentede svar. Den totale datainnsamlingsperioden ble fem uker. Spørreskjemaet kan leses i sin helhet i *Vedlegg 2 – Spørreskjema*.

4.8. Metode for dataanalyse

Når kvantitative analyseteknikker skal anvendes er statistiske dataprogrammer helt avgjørende (Ringdal, 2013). Statistikk bidrar til at kvantitative data omgjøres til nyttig informasjon, slik at vi kan oppsummere dataene våre og beskrive mønstre, forhold og sammenhenger. Statistikk kan være deskriptiv og inferensiell. Deskriptiv statistikk defineres som egenskapene til et datasett, og beskriver dataene. Inferensiell statistikk defineres som å bruke deskriptiv statistikk for å lage en estimering av populasjonen. Det benyttes til å identifisere statistisk signifikante forskjeller mellom datagrupper (Amin, 2019).

De mest kjente programpakken innenfor kvantitativ dataanalyse er SPSS, Stata og SAS, og i samfunnsvitenskapene er SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) den mest benyttede (Ringdal, 2013). Avhandlingens datamateriale, bestående av kvantitative data, ble

kodet og analysert ved hjelp av datapakken SPSS. Dette for å systematisere prosessen fra utheating av rådata i spørreundersøkelsen, til utforming av analysebare matriser og tabeller. Videre tar vår avhandling sikte på å gjennomføre analyser som reliabilitetsanalyse, korrelasjonsanalyse og enveis variansanalyse (ANOVA).

4.8.1. Cronbach's alpha

Cronbach's alpha (α) er det mest benyttede målet på reliabilitet. Den måler intern konsistens for indeksene i avhandlingens datasett. Cronbach's alpha bør ha en verdi mellom 0 og 1, hvor $\geq .700$ regnes som en akseptabel nedre grense for tilfredsstillende reliabilitet. Antall indikatorer og gjennomsnittlig korrelasjon mellom dem påvirker α (Ringdal, 2013). En svakhet i vurderingen av Cronbach's alpha er det positive forholdet den har til antall variabler. Økt antall variabler, selv med lik interkorrelasjon, øker også reliabilitetsverdien. Dette betyr at en må tolke Cronbach's alpha på en varsom måte, for faktorer med mange tilhørende variabler (Hair, Black, Babin & Anderson, 2014). Reliabiliteten blir målt ved bruk av Cronbach's alpha i *delkapittel 5.3 Reliabilitet*.

4.8.2. Korrelasjonsanalyse

Statistisk sammenheng mellom to variabler definerer begrepet korrelasjon. Det gir et tallmessig uttrykk for styrken, men også retningen i den statistiske sammenhengen. Korrelasjon brukes både til å beskrive sammenhenger mellom to variabler i et utvalg, til å estimere korrelasjoner i populasjonen, til reliabilitetsmål og til å måle effektstørrelsen. Korrelasjoner kan stamme fra spuriøse eller tilfeldige sammenhenger (Ringdal, 2013). Pearson R benyttes for å måle korrelasjonen, og ser på den lineære sammenhengen mellom to variabler. Variablene som måles av Pearson R ligger mellom -1 til +1, hvor $r = 1$ gir perfekt positiv korrelasjon og $r = -1$ gir perfekt negativ korrelasjon. En positiv korrelasjon betyr at variablene varierer i samme retning, mens en negativ korrelasjon betyr at variablene varierer i motsatt retning. Dersom $r = 0$ betyr det at det ikke foreligger noen korrelasjon. Uavhengig av om korrelasjonen er negativ eller positiv, behøver ikke scoren på den ene variabelen være årsak til scoren på den andre variabelen (Ringdal, 2013). I *delkapittel 5.4. Korrelasjon* blir dette testet for.

4.8.3. Enveis variansanalyse

One-way ANOVA eller enveis variansanalyse ble benyttet for å teste avhandlingens hypoteser, ved å forklare viktigheten av faktorene som påvirker investeringsbeslutningen til

de ulike aktive eierfondene. Dette blir redegjort for i *delkapittel 5.7. Enveis variansanalyse*. Variansanalysen sammenligner variansen mellom ulike grupper, med variasjonen innenfor gruppene. F-forholdet representerer variansen mellom gruppene delt på variansen innenfor gruppene. Det vil si at et stort F-forhold indikerer at det er større variasjon mellom gruppene, enn det er innenfor hver gruppe (Pallant, 2010). ANOVA er en univariat prosedyre, da den brukes til å vurdere gruppedifferanser på en enkelt metrisk avhengig variabel (Hair et al., 2014). Normalt vil det være akseptabelt å benytte et signifikansnivå på .005, noe som betyr at det finnes 5 % sannsynlighet for at det ikke finnes sammenhenger mellom variablene. Vi kan konkludere med at hypotesene våre er troverdige dersom signifikansnivået er innenfor kravet på 95 % (Ringdal, 2013). Beregning av effektstørrelsen for signifikante forskjeller, gir et bilde av forskjellenes betydning. Vi benyttet en kalkulert Eta kvadrert (η^2), til å forklare hvor stor del av den totale variansen som forklares av mellomgruppevarians. Klassifisering av effektstørrelser sier at .01 er en liten effekt, .06 er en middels effekt og .14 er en stor effekt (Pallant, 2010).

Det finnes flere forutsetninger for å kunne gjennomføre en enveis variansanalyse: Uavhengig og randomisert utvalg, normalfordeling og homoskedastisitet. Dog er variansanalysen relativt robust mot brudd på forutsetningene (Valås, 2006). Forutsetningen om randomisering viser til at utvalget skal være tilfeldig trukket fra populasjonen. Videre skal alle målinger som utføres på utvalget være uavhengige, det vil si at den enkelte måling ikke må påvirkes av noen annen måling. Normalfordeling referer til at utvalget som målingene tas fra er normalt distribuert (Pallant, 2010). Som mål på normalitet ble histogram, skewness og kurtosis benyttet (Linnerud, Oklevik & Slettvoll, 2004). Avslutningsvis forutsettes det lik varians blant utvalget, også referert til som homoskedastisitet. Forutsetningen om homoskedastisitet ble undersøkt ved hjelp av Levene's test for equality of variances (Pallant, 2010).

Forutsetningene er gjort rede for i *delkapittel 5.5. Forutsetninger for enveis variansanalyse*.

4.9. Forskningsprosjektets troverdighet

I dette kapittelet diskuteres studiens troverdighet. En vurdering av studiens reliabilitet, validitet og generaliserbarhet benyttes som sentrale indikatorer for forskningsarbeidets framstilling og kvalitet (Tjora, 2017).

4.9.1. Reliabilitet

Reliabilitet viser til graden av konsistens mellom flere målinger av en variabel, ved at likt resultat oppnås dersom det gjennomføres gjentatte målinger med likt måleinstrument (Ringdal, 2013). Målet er å sikre at svarene ikke er for varierte over tid, slik at en måling som er gjort på et hvilket som helst tidspunkt er pålitelig. Det betyr at metoden vi har anvendt i vår avhandling, skal kunne etterprøves av andre forskere uten for mye avvik i resultatene (Hair et al., 2014). Gjennom avhandlingen foretar vi en nøye beskrivelse av hvordan forskningsprosessen er gjennomført, samt at vi argumenterer for de metodiske valgene vi har tatt. Dette for at leseren, steg for steg, skal kunne vurdere gjennomføringen av prosessen. Det skiller mellom tre måter å vurdere dataenes reliabilitet på: allmenn kildekritikk, test-retest-teknikken og intern konsistens (Ringdal, 2013).

Allmenn kildekritikk går ut på at forskeren må sette seg inn i foreliggende materialer som er benyttet i undersøkelsen. Det er viktig å vite hvordan foreliggende data er samlet inn og hvordan relevante spørsmål er formulert. Dette for at forskeren skal kunne spore mulige feilkilder (Ringdal, 2013). Før vi startet arbeidet med vår avhandling, så vi oss nødt til å opparbeide forkunnskaper om PE markedet og tildeling av aktive eierkapital. Videre var det viktig å anskaffe innsikt og kunnskap om hvilke faktorer som tidligere har vist seg å ha betydning for ulike aktive eierfonds investeringsbeslutning. Dette ble presentert i *kapittel 3.2. Faktorer som påvirker tilgangen på aktiv eierkapital*.

Vi har tatt inspirasjon fra foreliggende forskning om tildeling av aktiv eierkapital og spørreskjemaer fra andre masteroppgaver med samme tema, til utarbeidelse av eget spørreskjema. Vi så grundig på hvordan tidligere spørsmål var formulert, foretok justeringer i retning av aktuell kontekst og satt tilslutt igjen med de endelige spørsmålene. Utsendelse av spørreundersøkelsen gikk til relevante aktive eierfond, noe som indikerer at den er besvart av rette personer. Videre inkluderte vi tekstbokser for frie svar i spørreundersøkelsen. Svarene viste flere gode beskrivelser, noe som tyder på at respondentene gjennomførte med godt engasjement. Det er derfor rimelig å anta at respondentene har god innsikt og informasjon av viktighet i forbindelse med fenomenet. På bakgrunn av dette kan dataene anses som pålitelige.

Den andre måten å vurdere dataenes reliabilitet på er en test-retest-teknikk. Denne teknikken går ut på å måle graden av korrelasjon mellom to gjentatte målinger av samme variabel.

Samsvaret mellom gjentatte målinger er kjernen i reliabilitetsbegrepet (Ringdal, 2013). På bakgrunn av studiens tidsbegrensing hadde vi ikke anledning til å gjenta målinger og sende ut spørreundersøkelsen på nytt. Det var ikke rimelig å forvente at utvalget ville besvart samme skjema med kort tids mellomrom. Likevel foretok vi flere pretester i forkant av utsendelsen av spørreundersøkelsen, med personer som er i relasjon til avhandlingens tema. Dette for å sikre at spørreundersøkelsen var systematisk og lettfattelig for respondentene.

En tredje måte å vurdere reliabiliteten på er avgrenset til indekser i tverrsnittsdata, og hensikten er å måle graden av intern konsistens mellom indikatorene som skal inngå i en indeks (Ringdal, 2013). Den interne konsistensen ønsker vi å måle med den statistiske reliabilitetskoeffisienten Cronbachs alfa (Tuftes, 2018). Dette ble redegjort for i *delkapittel 4.8.1. Cronbach's alpha* og resultatene presenteres senere i *delkapittel 5.3. Reliabilitet*.

Gjennomføringen av studien er videre basert på et samarbeid mellom to studenter, noe som tilsier at avhandlingen er utarbeidet med flere forskere involvert. Gjennom hele forskningsprosessen har vi hatt et tett samarbeid og utvekslet nyttige diskusjoner. Dette har videre bidratt til gode vurderinger og viktige beslutninger. Studiens reliabilitet blir i denne forbindelse styrket, ved at den baserer seg på ulike synspunkter og perspektiver. Dog er det ikke tilstrekkelig at undersøkelsen innehar pålitelig data. Dersom den innsamlede dataen ikke måler det fenomenet vi ønsker å undersøke, vil ikke problemstillingen kunne besvares på en tillitsvekkende måte (Holme & Solvang, 1996). Dette leder over på validitet, hvilket fremstår som det andre kvalitetsmålet for avhandlingen.

4.9.2. Validitet

Det er viktig å bemerke at dataene som genereres i samfunnsvitenskapelig forskning ikke er heldekkende for virkeligheten, men representasjoner av den (Johannessen et al., 2011).

Validitet viser til i hvilken grad forskningen måler det den er ment å måle, med andre ord om den innsamlede dataen representerer fenomenet som studeres (Ringdal, 2013). Å sikre validitet starter med en grundig forståelse av hva som skal måles, for deretter å gjøre målingen så «riktig» og nøyaktig som mulig. Nøyaktigheten sikrer imidlertid ikke validiteten eller gyldigheten (Hair et al., 2014). Hvis en i stor grad måler noe annet enn det en tror en måler, er dataene lite egnet til å besvare avhandlingens forskningsspørsmål (Tuftes, 2018). Johannessen et al. (2011) påpeker at det er hensiktsmessig å skille mellom ulike former for

validitet, og for denne avhandlinger er det henholdsvis begrepsvaliditet, indre validitet og ytre validitet som omtales.

Begrepsvaliditet

Begrepsvaliditet omhandler hvorvidt vi faktisk måler det teoretiske begrepet vi ønsker å måle, og omhandler dermed målingens nøyaktighet (Hair et al., 2014). Det er viktig å avdekke denne type validitet, for å unngå feilaktige slutninger om det teoretiske begrepet, basert på de innsamlede dataene (Ringdal, 2013). For å oppnå validitet i studien er det viktig at de som besvarer spørreundersøkelsen har greie på det de blir spurt om. Ved å utarbeide et utvalg som var egnet til å gi informasjon relevant for vår avhandling og forskningsspørsmål, inkluderte vi PE aktører som er involvert i investeringsbeslutningen i tildeling av aktiv eierkapital. Hvilken stilling vedkommende besitter, er et spørsmål som ble inkludert i spørreskjemaet, og på bakgrunn av dette har vi fått bekreftet at det er kompetente personer vi har med å gjøre. Videre viser også respondentens utdanning til at det er kompetente personer som har besvart spørreundersøkelsen. At utvalget vårt består av kompetente personer øker også sannsynligheten for god begrepsvaliditet, i den grad at respondentene har god forståelse for de begrepene som benyttes i spørreundersøkelsen. Begrepsvaliditet handler ikke bare om hvor godt respondentene forstår studiens begreper, men også om hvor godt de som gjennomfører studien forstår begrepene. I forkant av spørreundersøkelsen foretok vi oss et litteratursøk og opparbeidet et teoretisk rammeverk, slik at leseren skal kunne være klar over hva vi legger i begrepene og forstå hva vi undersøker.

Indre validitet

Indre validitet handler om hvorvidt innsamlede datamaterialer svarer til forskerens intensjon med studien, samt i hvilken grad konklusjonene kan vurderes til å korrekt gjenspeile virkeligheten som undersøkes (Repstad, 2007). At vi har benyttet en kvantitativ tilnærming i metodevalget, med fritekstområder, har gitt oss et større innblikk i hva de ulike PE aktørene mener er viktig i deres investeringsbeslutning. Det er rimelig å anta at dette øker den indre validiteten, da vi har fått tilgang på tekstdata i tillegg til de hovedsakelige talldataene. Videre var det viktig med et egnet utvalg, som ga relevant informasjon for vår problemstilling. Dette ble sikret ved å inkludere aktive eierfond som er involvert i investeringsbeslutningen, fordi de har erfaringer og kunnskap om fenomenet. Svarresponsen på bedriftsnivå er på 79 %, og vi anser denne som god med hensyn til tidsfristen på avhandlingen. Som nevnt i forrige *delkapittel 4.9.1. Reliabilitet*, vurderes de mottatte svarene å være fra kompetente fagpersoner

med innsikt i fenomenet. Videre har de tatt spørreundersøkelsen på alvor, da respondentene har gitt utfyllende svar i fritekstområdene. På bakgrunn av dette anser vi validiteten som ivaretatt.

I samfunnsvitenskapen er intersubjektivitet et viktig begrep. Det innebærer at det nærmeste vi kommer sannheten, er at flere personer er enige om noe. I praksis vil dette si at jo flere som er enige, desto større sannsynlighet er det for at beskrivelsen er riktig (Jacobsen, 2000). I vår avhandling styrkes validiteten i denne sammenheng ved at faktorene samlet sett er av gjennomsnittlig høy viktighet. Dette antyder at det ikke er store variasjoner i hvordan respondentene verdsetter de ulike faktorene i deres investeringsbeslutning. Av variansanalysen er det få signifikante forskjeller, som også kan antyde at det ikke er store variasjoner i hvordan de ulike aktive eierfondene verdsetter de ulike faktorene. Der vi har funnet betydelige forskjeller fra empiri til teori, er også de åpne spørsmålene fra spørreundersøkelsens fritekstområder, med på å understreke dette.

Som ved reliabilitet, styrkes også avhandlingens validitet av et tett samarbeid mellom to studenter. Dette bidrar til at analysen, drøftingen og konklusjonen er basert på gode diskusjoner med ulike synspunkter og perspektiver.

Ytre validitet

Ytre validitet omhandler hvorvidt resultatene kan overføres til å gjelde en større mengde data, andre populasjoner, tidspunkter og kontekster enn det som er undersøkt i vår avhandling (Johannessen et al., 2011). Ettersom vi mener vi har kartlagt store deler av PE populasjonen i Norge, og har fått relativt mange svar sett ut fra hvor mange aktive eierfond vi sendte spørreundersøkelsen til, er vår oppfatning at den ytre validiteten i denne sammenheng er god. På bakgrunn av dette mener vi også at vi har et representativt utvalg. Når det kommer til generaliserbarheten av studien, finnes det både argumenter for og imot muligheten for generalisering. Et argument imot generaliseringen er at flere av våre hypoteser ikke samsvarer med hva tidligere litteratur tilsier. Det vil si at viktigheten av de ulike kriteriene i empirien, ikke tilsvarer teorien. På en annen side er alle våre faktorer av viktighet, noe som også samsvarer med tidligere litteratur fra rundt om i verden. Selv om vi ikke uten et kritisk perspektiv kan generalisere fra populasjonen i vår undersøkelse, vil våre funn være et bidrag til det norske PE markedet, samt gi en indikasjon på hvilke faktorer som er av størst viktighet for aktive eierfond og hvordan ulike typer PE aktører vurderer viktigheten av de ulike

faktorene i sin investeringsbeslutning. Dette grunnet at flere av våre faktorer og viktigheten av de går igjen i en rekke undersøkelser fra andre land. Vi vil senere i *kapittel 5. Analyse*, se på viktigheten av hver variabel innenfor hver faktor, samt sammenligne hvordan ulike PE aktører vurderer viktigheten av faktorene og hva som inngår i dem. Faktorene i vår undersøkelse som samsvarer med tidligere studier, kan til en viss grad ha en generaliserbarhet utenfor utvalget. Faktorene fra vår undersøkelse, som ikke samsvarer med tidligere studier, anses å ikke ha særlig stor generaliserbarhet utenfor utvalget.

4.9.3. Forskningsetikk

Ringdal (2013) definerer forskningsetikk som de grunnleggende retningslinjene for vitenskapelig praksis. I arbeidet med denne avhandlingen er de forskningsetiske retningslinjene for samfunnsvitenskap, jus og humaniora tatt i betraktning. De forskningsetiske normene deles inn i henholdsvis interne og eksterne. De interne normene knyttes til forskerens selvregulering, hvor forskeren skal etterleve vitenskapelig redelighet (NESH, 2016). For vår avhandling er det foretatt egne undersøkelser, hvor det er ilagt betydelig innsats for å oppnå den gjeldende svarresponsen. Alle analyser er basert på det innsamlede datasettet. Vi har opptrådt nøytrale i forskerrollen, og analysert datasettet for å etter beste evne belyse PE markedet i Norge. Vi har derfor hverken opptrådt med fiktive datasett, eller hatt noen interesse for å forfalske datamaterialet. Videre bygger avhandlingen på et teoretisk rammeverk basert på tidligere forskning og litteratur, hvor denne teorien videre benyttes for å diskutere egeninnsamlet datamateriale. Det er også benyttet faglitteratur for å begrunne metodiske valg. Det foreligger tydelige kildehenvisninger der tidligere forskning er blitt benyttet, samt en samlet referanseliste avslutningsvis i avhandlingen. For henvisninger er det benyttet EndNote med referansestilen APA norsk bokmål 2018. Vi har derfor opptrådt med god henvisningsskikk.

De interne forskningsetiske normene omhandler forpliktelsen overfor forskningsenhetene, og samfunnsmessige forhold (NESH, 2016). Vår avhandling behandler personopplysninger som indirekte kan identifisere en enkeltperson, samt at disse opplysningene registreres ved bruk av elektroniske hjelpemidler. Før vi igangsatte datainnsamlingsprosessen meldte vi masteravhandlingen til Norsk senter for forskningsdata (NSD). Avhandlingen ble godkjent i henhold til personvernlovgivningen, se *Vedlegg 3*. Det er også innhentet samtykke fra respondentene hvilket fremstår som fritt, informert og uttrykkelig ved at informasjonsskrivet

ble tildelt i forkant av undersøkelsen, og ved at samtykket ble gitt ved ja/nei i spørreskjemaet. Alt innsamlet datamateriale er blitt behandlet fortrolig og konfidensielt, og kun vært tilgjengelig for oss og veileder. Alle respondenter er også anonymisert i avhandlingens presentasjon av funn. Respondentene er også informert om at det innsamlede datamaterialet vil bli slettet ved avslutning. Videre vil PE aktørene som har deltatt i undersøkelsen få tilgang på avhandlingens resultater, tilrettelagt slik at sentrale funn og innsikter er lett forståelig.

Vi har gjennom hele forskningsprosessen etterstrebet å følge hva betraktes som god vitenskapelig praksis. Ved å ha opptrådd som redelige i vårt forskningsarbeid, samt ivarett respondenterne på best mulig måte, anser vi å ha fulgt både de interne og eksterne forskningsetiske retningslinjene på en tilfredsstillende måte.

5. Analyse

I det teoretiske rammeverket redegjorde vi for faktorer som hevdes å ha påvirkning på PE aktørers investeringsbeslutning. Med bakgrunn i disse faktorene ble det formulert et sett med hypoteser for å besvare avhandlingens problemstilling, presentert i *kapittel 3. Modell og hypoteser*. I dette kapittelet redegjør vi for undersøkelsens funn. Kapittelet struktureres etter den todelte problemstillingen. Først presenteres faktorenes generelle påvirkning på investeringsbeslutningen, målt implisitt og presentert i form av deskriptiv statistikk. Deretter presenteres funnene fra analysene tilknyttet hvordan henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond vurderer viktigheten av faktorene. For denne delen av kapittelet deles faktorene opp etter hypotesene, for å lette lesbarheten. Tilsvarende struktur gjelder også for *kapittel 6. Diskusjon*.

5.1. Deskriptiv statistikk

Den deskriptive presentasjonen av funnene tar først for seg en beskrivelse av egenskaper ved undersøkelsens utvalg. Dette med hensikt å beskrive sentrale forhold ved det norske PE markedet. Deretter presenteres faktorenes gjennomsnittlige viktighet i investeringssammenheng, og til slutt gis det en mer detaljert beskrivelse av funnene tilknyttet hver enkelt faktor.

5.1.1. Egenskaper ved utvalget

Undersøkelsens populasjon er som tidligere diskutert det norske PE markedet. Nettoutvalget utgjorde ved endt datainnsamlingsperiode 51 respondenter, fordelt på 30 PE selskaper. Dette gir en svarrespons på 79%, målt på bedriftsnivå. Avhandlingens datasett inkluderer 8 såkornfond, 7 venturefond, 13 oppkjøpsfond og 2 family office, med henholdsvis 15, 15, 18 og 3 representanter fra hver gruppe. Egenskaper ved respondentene vises i tabell 11.

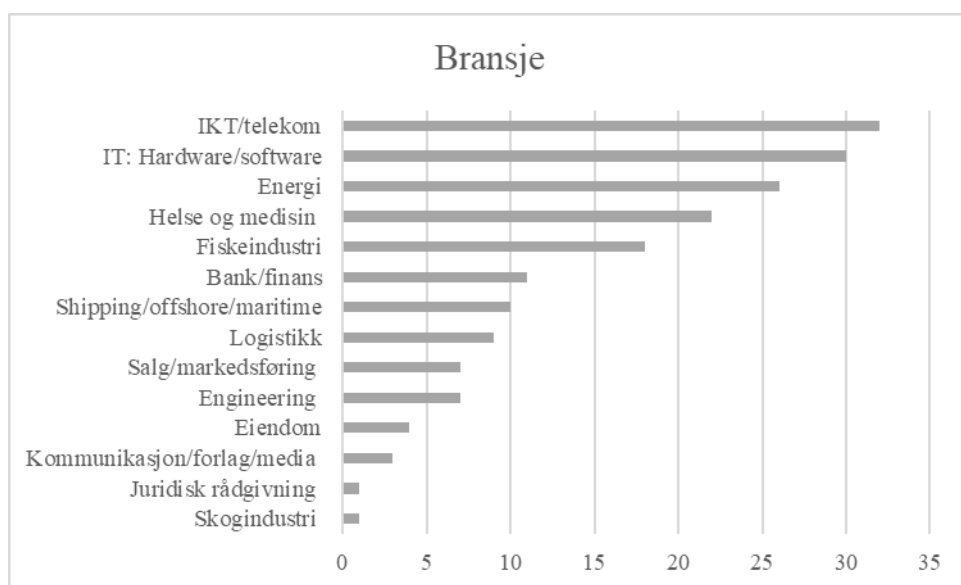
Variabel	Antall	Prosent
Kjønn		
Kvinne	4	7,80 %
Mann	47	92,20 %
Alder		
20-30 år	3	5,90 %
31-40 år	18	35,30 %
41-50 år	13	25,50 %
51-60 år	9	17,60 %
> 61 år	8	15,70 %
Erfaring med entreprenørskap		
Entreprenørskapserfaring	34	66,70 %
Ikke entreprenørskapserfaring	17	33,30 %
Erfaring med Private Equity		
< 2 år	12	23,50 %
3-5 år	8	15,70 %
6-9 år	8	15,70 %
10-15 år	10	19,60 %
> 15 år	13	25,50 %

Tabell 11 – Respondentenes personlige bakgrunn

Utover opplysningene som presenteres i tabellen over oppgir 50 av respondentene at de har høyere utdanning, hvor økonomi og ledelse, finans og ingeniør utgjør de vanligste utdanningsområdene. Videre har de arbeidserfaring fra en rekke andre bransjer, hvor bank/finans, salg/markedsføring, IKT/telekom, software, og shipping/offshore/maritime er bransjene som oppgis hyppigst.

De aktive eierfondene som blir representert i vår undersøkelse er av ulik størrelse. Tallene som nå vil presenteres oppgis i henhold til antall respondenter. Tallene vil dog gi en god indikasjon på egenskaper blant de aktive eierfondene, da avhandlingens datasett i hovedsak inkluderer 1-2 respondenter fra hvert aktive eierfond. Hele 20 av undersøkelsens respondenter representerer PE selskaper som disponerer en kapitalbase på mer enn 1 milliard kroner. Videre fordeler disponering av kapitalbase seg slik; 14 respondenter fra PE selskaper disponerer 500 millioner – 1 milliard, 9 respondenter fra PE selskaper disponerer 100 – 500 millioner, og 8 respondenter fra PE selskaper disponerer mindre enn 100 millioner. Hva angår antall porteføljebedrifter oppgir 31 av respondentene at de representerer et PE selskap med mindre enn 20 porteføljebedrifter. Videre representerer 10 av respondentene PE selskaper med en portefølje på 20 – 40 bedrifter, mens 10 respondenter representerer PE selskaper med mer enn 40 porteføljebedrifter.

Det er også store variasjoner i hva slags bransjer de aktive eierfondene investerer i. Stolpediagrammet i figur 6 viser de aktuelle investeringsbransjene for avhandlingens utvalg. Spørsmålet om investeringsbransje ble utformet som et flervalgsspørsmål for å belyse flest mulig investeringsbransjer. Antall svar som illustreres i stolpediagrammet er derfor mer enn 51. For avhandlingens utvalg utgjør IKT/telekom, IT: hardware/software, energi, helse og medisin, og fiskeindustri de vanligste investeringsbransjene.



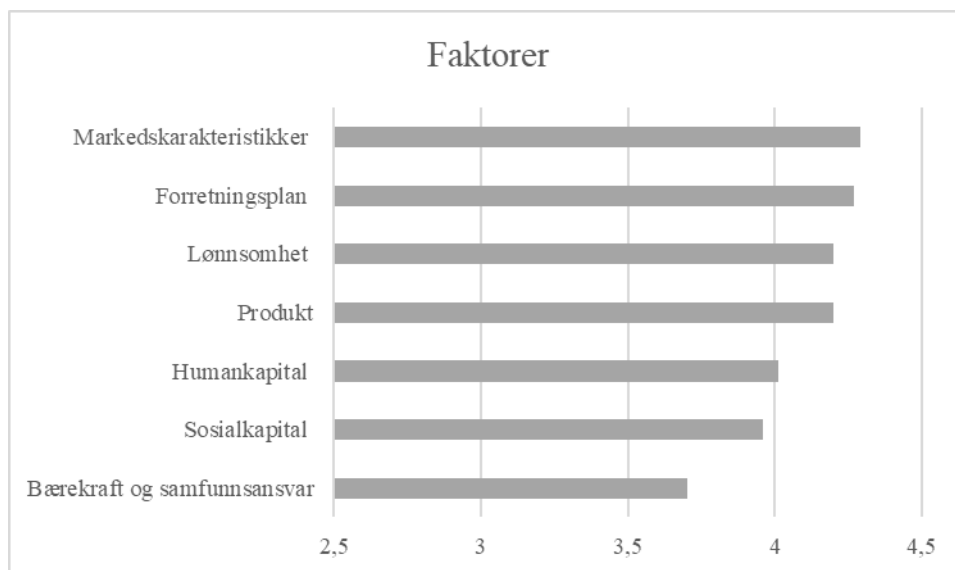
Figur 6 – Investeringsbransjer

Avslutningsvis er det også forskjeller i utvalgets investeringsområde. Kun 6 av respondentene kommer fra PE selskaper som investerer lokalt innenfor fylket og nærmeste nabofylker. 25 respondenter opplyser at deres PE selskap investerer i hele Norge, og 16 respondenter oppgir at de investerer i porteføljebedrifter i Norden. De resterende respondentene representerer PE selskaper som investerer mer globalt, hvor Europa og USA blir trukket frem.

5.1.2. Analyse av faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital

Den gjennomgåtte litteraturen indikerer at faktorene human- og sosialkapital, forretningsplan, lønnsomhet, produkt, markedskarakteristikker og bærekraft og samfunnsansvar er av betydning i PE aktørers vurdering av potensielle porteføljebedrifter. For at det skulle være hensiktsmessig å undersøke om de aktive eierfondene vurderer de gjennomgåtte faktorene ulikt, fant vi det nødvendig å indikere viktigheten av faktorer i en norsk kontekst. Figur 7 illustrerer grafisk viktigheten av hver faktor. Stolpediagrammet er utformet slik at tallene

representerer viktighetsgraden av hver faktor (0=Ikke relevant, 1=Ikke viktig, ... 5=Svært viktig) basert på gjennomsnittet av respondentenes svar.

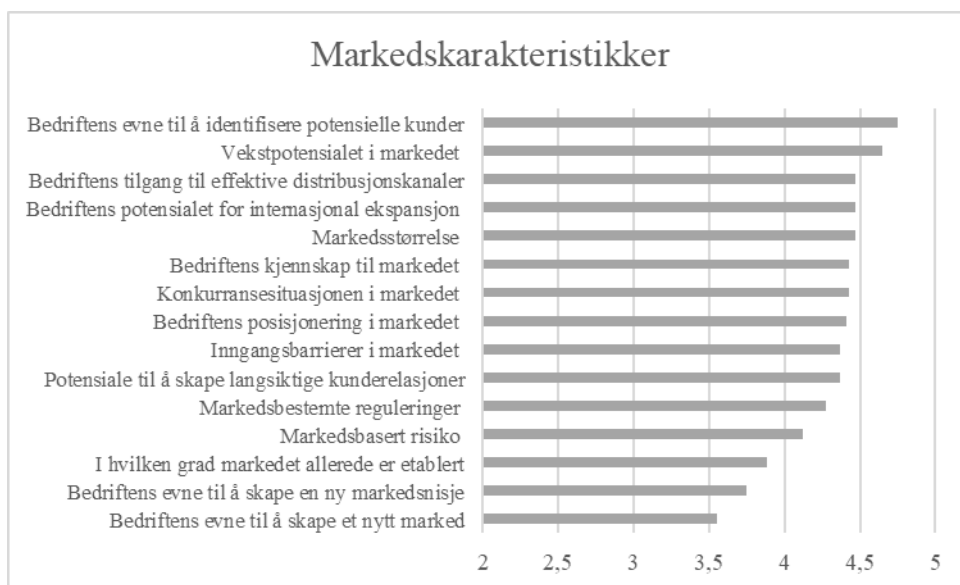


Figur 7 – Faktorenes viktighet i investeringsvurderingen

Samlet viser alle faktorene seg å ha en viss viktighet for PE aktørenes investeringsvurdering. Markedskararakteristikker fremkommer som undersøkelsens viktigste faktor, med et gjennomsnitt på 4,29. Forretningsplan, lønnsomhet, produkt og humankapital representerer også viktighet med gjennomsnitt på 4 eller mer. Videre presenteres det en individuell deskriptiv statistikk for hver av faktorene, hvor hensikten er å kartlegge hvordan viktigheten av underfaktorene utfolder seg. Faktorene presenteres i kronologisk rekkefølge etter viktighet. Det er verdt å bemerke at spørsmålene er forkortet og til dels omformulert i den grafiske fremstillingen av faktorene, med hensikt å øke lesbarheten. Spørsmålene i sin helhet kan leses i *Vedlegg 2 – Spørreskjema*.

Markedskararakteristikker

Tidligere forskning påpeker at forhold rundt markedet porteføljebedriften operer i, er av viktighet i en investeringsvurdering når aktivt eierskap legges til grunn. Funnene fra vår undersøkelse bekrefter dette, da markedskararakteristikker fremkommer som den viktigste faktoren med en gjennomsnittlig viktighet på 4,29. Figur 8 viser hvilke variabler faktoren markedskararakteristikker består av, samt den gjennomsnittlige viktigheten av hver variabel.



Figur 8 – Markedskarakteristikker

De åpne spørsmålene gir en mer detaljert beskrivelse av hva som angår den potensielle porteføljebedriftens konkurransesituasjon, og påpeker at det er ulike preferanser blant PE aktørene. Det blir også bemerket at markedstrender er av betydning.

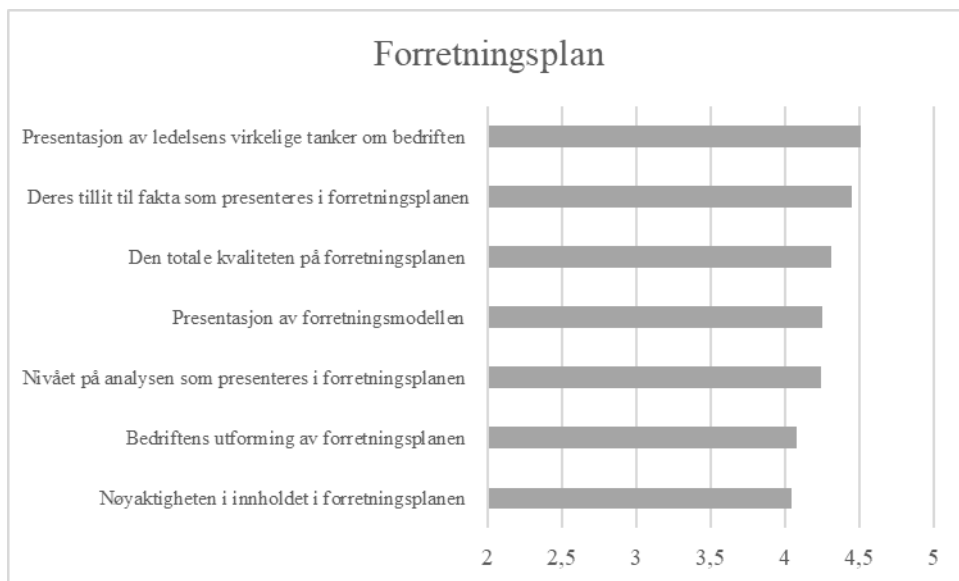
“Vurderes veldig case-by-case. Noen ganger kan det være mer foretrukket med et fragmentert marked, andre ganger et konsolidert marked.» Ventureselskap

«Vi ser ofte etter muligheter for konsolidering i fragmenterte markeder. Det kan representere muligheter knyttet til både markeds- og kostnadssynergier.» Oppkjøpsfond

Forretningsplan

De potensielle porteføljebedriftenes forretningsplan fremstår i vår undersøkelse som den nest viktigste faktoren i tildelingen av aktiv eierkapital, med et samlet gjennomsnitt på 4,27.

Ledelsens virkelige tanker om bedriften er for vårt utvalg å regne som den viktigste variabelen, og nøyaktigheten av innholdet i forretningsplanen er av minst viktighet dersom variablene sammenlignes. Disse ytterpunktene viser til en gjennomsnittlig viktighet på henholdsvis 4,51 og 4,01, hvilket antyder at det er liten forskjell i viktigheten blant variablene. Figur 9 viser en grafisk fremstilling av variablenes viktighet.



Figur 9 – Forretningsplan

Respondentenes svar på de åpne spørsmålene understreker viktigheten av PE aktørenes tillit til innholdet i forretningsplanen.

«Vi må tro på planen, og på ledelsens evne til å gjennomføre den.» Oppkjøpsfond

«Troverdigheten i planen. At de kan svare på kritiske spørsmål fra oss tilfredsstillende. At de er åpne for innspill - hvor det beste er om de allerede har vurdert det vi sier tidligere.»

Venturefond

Videre påpekes viktigheten av kvaliteten på analysene som presenteres i forretningsplanen, og dermed kvaliteten på dataene som danner grunnlaget for analysene. Selv om kvaliteten på analysene er tilfredsstillende, hevder PE aktørene i vår undersøkelse at forretningsplanen også må evne å kunne endres dersom situasjonen forandrer seg.

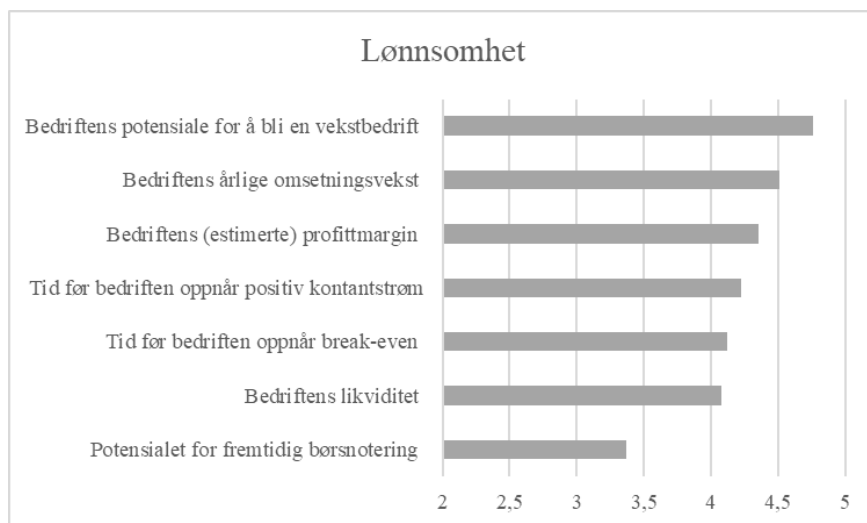
«Forretningsplanen må være dynamisk og kunne endres på kort tid.» Såkornfond

«Hvor robust er den mot negative hendelser?» Oppkjøpsfond

Lønnsomhet

Tidligere forskning antyder at det er ulike aspekter rundt lønnsomhet som er av betydning i PE aktørers investeringsvurdering. På bakgrunn av dette innebærer faktoren både variabler som måler viktigheten av nåværende lønnsomhet, samt variabler som måler viktigheten av fremtidig lønnsomhet eller vekst. Samlet utgjør lønnsomhet en gjennomsnittlig viktighet på

4,2, hvilket klassifiserer den som undersøkelsens tredje viktigste faktor hva angår PE aktørers vurdering. En oversikt av variablene og deres viktighet er illustrert grafisk i figur 10.



Figur 10 - Lønnsomhet

I spørreskjemaets åpne spørsmål fremkommer det at PE aktørene ser på bedriftenes lønnsomhet sett i forhold til skalerbarhet, og at dette vurderes ulikt blant de aktive eierfondene.

«Kort vei til break-even med ekstrem omsetningsvekst og skalafordeler som driver marginene positivt er det vi ser etter i fleste case. Bedriftens likviditet er viktig fordi vi vil at de skal ha nok til å gjennomføre planene sine med god suksess, dette er da også til dels vårt og andre medinvestorers ansvar å oppfylle.» Venturefond

«(...) For oss som ventureselskap er det ikke viktig at f.eks. break-even er positiv i innværende år.» Venturefond

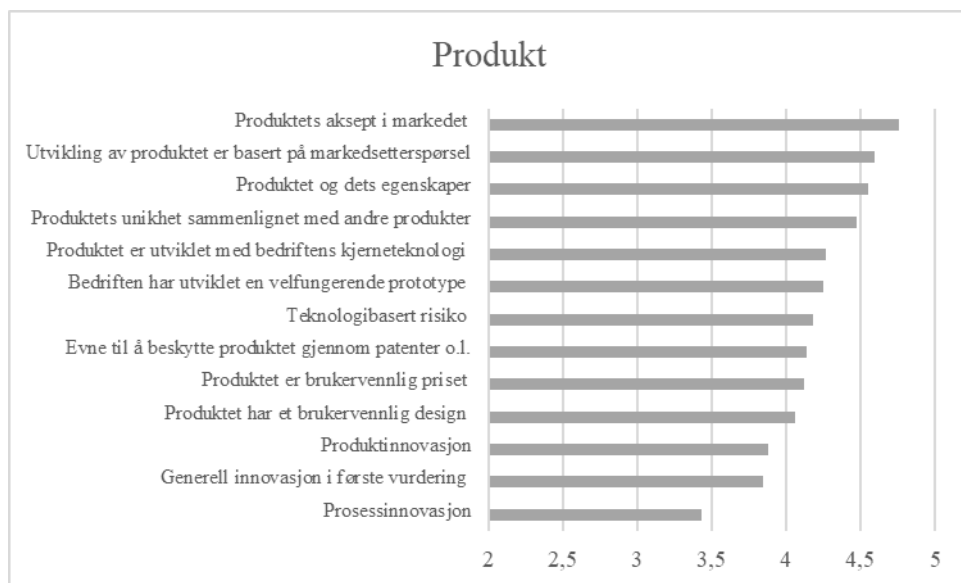
«Vi investerer kun i bedrifter som allerede er lønnsomme og som har et betydelig ikke utnyttet vekstpotensial nasjonalt og helst også internasjonalt.» Oppkjøpsfond

«(...) Vi søker alltid bedrifter som allerede har en positiv kontantstrøm/lønnsomhet, men det er et absolutt krav at vi ser et troverdig vekstpotensial. (...) Lønnsom vekst er alltid nødvendig, om en ikke tilstrekkelig betingelse.» Oppkjøpsfond

Avslutningsvis fremkommer det av de åpne spørsmålene at potensialet for fremtidig børsnotering oftest er plan B ved investeringer, og derav ikke spesielt viktig ved investeringsvurderingen. Dette gjenspeiles også i stolpediagrammet.

Produkt

Den potensielle porteføljebedriftens produkt har for undersøkelsen en gjennomsnittlig viktighet på 4,2, og fremkommer som medianen dersom faktorene sammenlignes. Det er stor variasjon i viktigheten av variablene som utgjør faktoren produkt. Ytterpunktene representerer en gjennomsnittlig viktighet på henholdsvis 4,76 og 3,43. Egenskaper knyttet til produktet og markedsaksept og -etterspørsel er av størst viktighet, mens innovasjon er av minst viktighet. En oversikt over variablene og deres viktighet illustreres i figur 11.



Figur 11 – Produkt

I spørreskjemaets åpne spørsmål indikerer PE aktørene viktigheten av å ha et konkurransedyktig produkt som er av kundeverdi.

«Mulighet for å ha beste produkt og eller tjeneste. Hvem er konkurrentene - deres evne til å gjenvinne produkt- eller tjenesteledelse.» Oppkjøpsfond

«Teknologiens/produktets verdiskapningspotensiale er helt sentralt.» Såkornfond

«Teknologiens komparative egenskaper er særdeles viktig.» Såkornfond

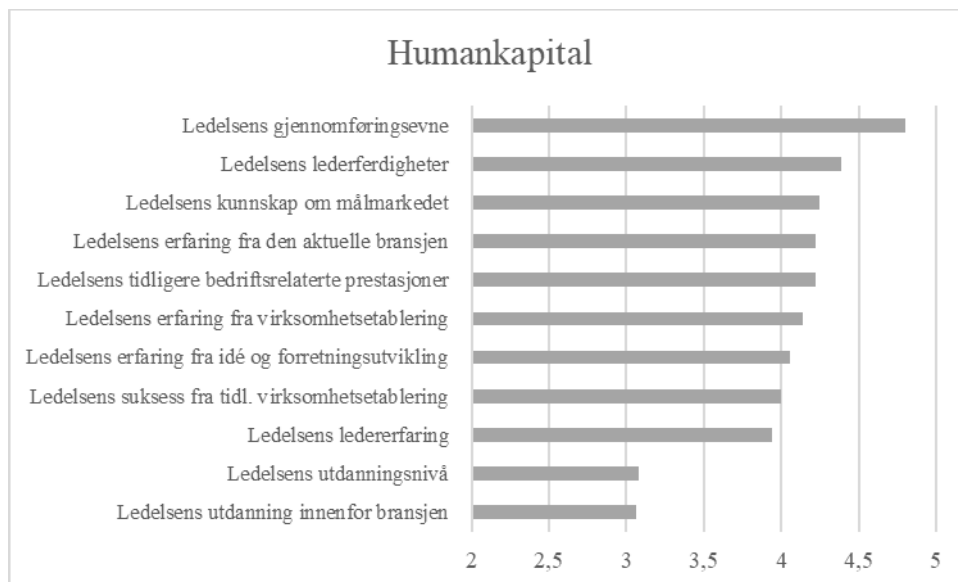
PE aktørene påpeker også forhold rundt produktet og markedet bedriften opererer i. Svarene deres gjenspeiler viktigheten av produktets markedsaksept og etterspørsel.

«Veldig mange case handler om å være først til markedet, oppnå brukerbase og skalere med et godt merkenavn som må forbindes med det aktuelle markedet. Selve produktet er ikke uviktig da, men på en måte litt mindre relevant enn markedsappetitten for det. Ta et norsk

historiske eksempel: Stilongs er et merke, men etter hvert har det kommet flere «stilongs» på markedet. De eide det markedet så lenge at ullunderbukser kalles stilongs.» Venturefond
«Svært viktig for oss at den første venture fasen er tilbakelagt og at produktet/tjenesten har generell aksept.» Oppkjøpsfond

Human- og sosialkapital

Tidligere forskning antyder at en rekke aspekter av humankapital har påvirkning på PE aktørers vurdering av potensielle porteføljebedrifter. På bakgrunn av dette er det en stor variasjon i variablene som benyttes for å måle faktoren humankapital. Samlet utgjør humankapital for vår undersøkelse en gjennomsnittlig viktighet på 4,01. I Figur 12 vises en oversikt over variablene som utgjør faktoren humankapital, og deres gjennomsnittlige viktighet.



Figur 12 – Humankapital

Lest av stolpediagrammet utgjør ledelsens gjennomføringsevne den viktigste variabelen. Den gjennomsnittlige viktigheten er 4,8, hvilket klassifiserer ledelsens gjennomføringsevne som den viktigste variabelen i det totale datasettet. Videre påpeker samtlige av undersøkelsens respondenter i de åpne spørsmålene at ledelsens samarbeidsevne er avgjørende i en investeringsvurdering. Dette innebærer å ha god kjemi med andre involverte parter, samt å være lydhør for annen kompetanse og erfaring. Flere av PE aktørene oppgir også at de søker seriegründere, hvilket understreker viktigheten av tidligere erfaring og suksess med

virksomhetsetablering. Det innsamlede datamaterialet antyder i stor grad at entreprenøren og/eller ledelsen er en viktig faktor i PE aktørers investeringsvurdering.

«Jeg (og flere av mine kollegaer) mener at folkene er klart det viktigste. Super idé + dårlig team = dårlig deal, mens noen ganger kan en grei idé + supert team = super deal. Vi gjør alltid en helhetlig vurdering av founder(s) før vi investerer.» Venturefond

«Generelt; ett av de aller viktigste evalueringskriteriene forut for en investeringsbeslutning er kvaliteten på lederen/ledelsen.» Oppkjøpsfond

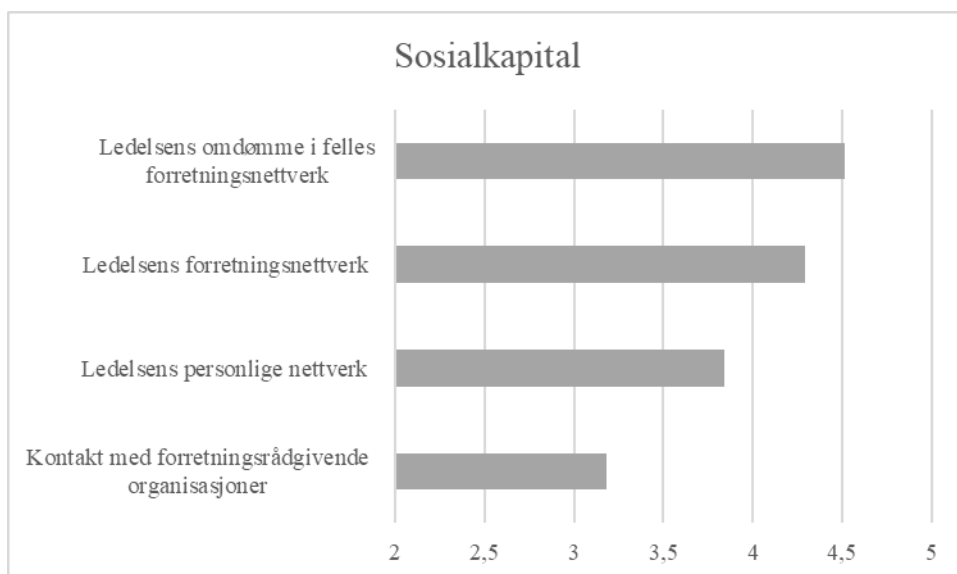
«Må være solid og tillitsskapende. Erfaren med rainy days.» Oppkjøpsfond

Funnene generelt i spørreskjemaet antyder at kvaliteten på entreprenøren eller teamet som utgjør ledelsen er sentral i en investeringsvurdering. Tross viktigheten av human- og sosialkapital indikerer svarene i de åpne spørsmålene at en potensiell porteføljebedrift fortsatt kan være av interesse selv om den nåværende ledelsen ikke tilfredsstillter PE aktørenes krav.

«Om selskapet er interessant, men lederen ikke vurdert som den riktige for å løfte selskapet videre, må en ha en plan for utskifting, og aller helst med en identifisert alternativ kandidat»
Oppkjøpsfond

«(...) Kun for én av bedriftene vi kjøpte har entreprenøren/lederen oppfylt våre krav. Behov og mulighet for ansettelse av ny leder/nytt lederteam er en viktig del av analysen»
Oppkjøpsfond

Videre er faktoren sosialkapital av lavere gjennomsnittlig viktighet enn humankapital. En oversikt over viktigheten av variablene som utgjør sosialkapital vises i figur 13.

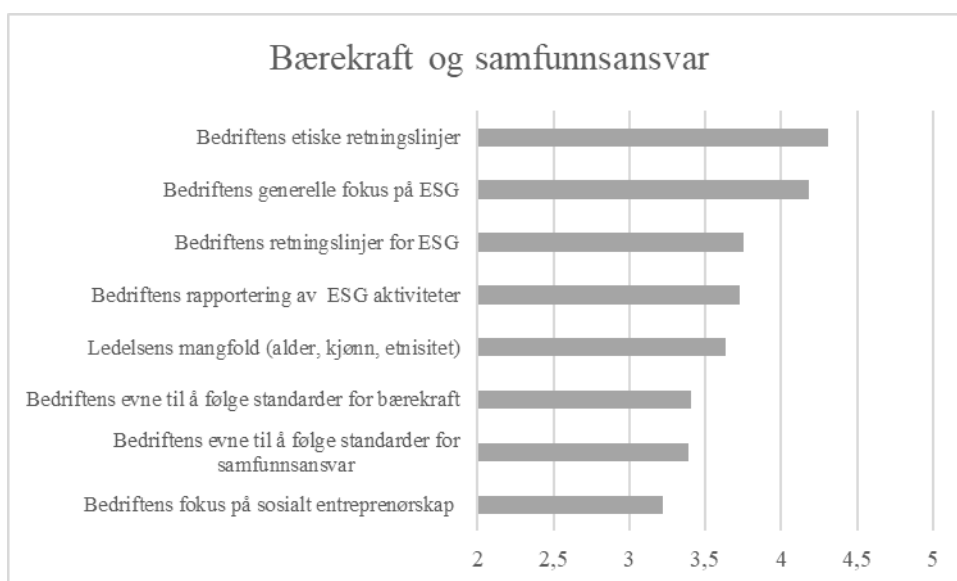


Figur 13 – Sosialkapital

For sosialkapital er det relativt stor forskjell i viktigheten av variablene. Ledelsens omdømme i felles forretningsnettverk er av størst viktighet, mens kontakt med forretningsrådgivende organisasjoner antydes å være av mindre viktighet.

Bærekraft og samfunnsansvar

Til tross for et opplevd økt fokus på miljø, utgjør bærekraft og samfunnsansvar den faktoren som er av minst viktighet i vår undersøkelse med en gjennomsnittlig viktighet på 3,7. Figur 14 illustrerer grafisk viktigheten av variablene som i vår avhandling utgjør faktoren bærekraft og samfunnsansvar.



Figur 14 – Bærekraft og samfunnsansvar

Flere av PE aktørene påpeker at forhold rundt bærekraft og ESG er av viktighet – også i en investeringsbeslutning.

«Produktet må ha en positiv påvirkning - impact. ikke bare at de generelt har fokus på ESG.»
Såkornfond

«Våre seleksjonskriterier er også basert på i hvilken grad teknologien/selskapet bidrar til bærekraftsmålene.» Såkornfond

Til tross for at flere i vårt utvalg påpeker viktigheten av bærekraft i deres investeringsvurdering, fremstår faktoren som den minst viktige dersom faktorene ses under ett. Dette kan skyldes at det ikke er av vital viktighet på investeringstidspunktet, men heller er et forhold PE selskapet tar sikte på å forbedre i løpet av investeringsperioden.

«Alle faktorer (utenom lover og regler) er mindre viktig ved start (altså, Series A), men dette er ting vi jobber mot i vårt eierskap av bedriftene. Vi må se at det overnevnte lar seg gjøre over tid, og at dette er noe vi kan jobbe mot. Vi jobber veldig aktivt mot bærekraftsmålene i vår portefølje.» Venturefond

«De færreste potensielle porteføljebedrifter har gode ESG rutiner eller bevissthet rundt ESG. Det er derfor en sentral del av vårt arbeid å etablere slike.» Oppkjøpsfond

I tillegg til de ovennevnte faktorene bemerket PE aktørene i det avsluttende åpne spørsmålet at forhold rundt selve investeringen og investeringsperioden er av betydning.

Finansieringsbehov, tidshorisont, medinvestorer, sammensetningen av aksjonærer og konfliktnivå i aksjonærmassen trekkes frem som forhold av betydning. Videre påpeker også samtlige av PE aktørene at mulighetene for exit er svært viktig, og at det derfor er fordelaktig dersom ledelsen har erfaring med dette fra før. Disse forholdene tas opp igjen i *kapittel 7.5. Videre forskning.*

Den deskriptive beskrivelsen antyder at faktorene som inngår i undersøkelsen er av betydning i PE aktørers investeringsvurdering. Med bakgrunn i dette vil det videre analyseres om det er forskjeller i hvordan de ulike typene av aktive eierfond verdsetter de gjennomgåtte faktorene.

5.2. Datainspeksjon

I forkant av de statistiske analysene ble faktorene som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital undersøkt gjennom ulike funksjoner i SPSS for nøyaktighet i datainnføring, behov

for reversering, manglende verdier og uteliggere. Av datainspeksjonen ble det identifisert en univariat uteligger for respondent nummer 40 på faktoren marked, grunnet en ekstremt lav z-score på -5,488. Det ble også kartlagt milde uteliggere for faktorene lønn (respondent 24 og 7), produkt (respondent 1, 24 og 40), bærekraft (respondent 24). Videre ble det ved bruk av Mahalanobis distance med $p < .001$ identifisert 2 tilfeller av multivariate uteliggere henholdsvis for respondent nummer 24 og 40. På bakgrunn av dette ble respondent nummer 24 og 40 fjernet fra datasettet og dermed fra videre analyser. De milde uteliggerne forble urørte, da de fjernede respondentene representerte en vesentlig del av utslaget, samt at vi ønsker å beholde nyansene i det innsamlede datasettet.

Antallet respondenter som representerer family office var for spørreundersøkelsen kun 3. Vi anser dette som et for lite antall for at sammenligning med såkornfond (15 respondenter), venturefond (15 respondenter) og oppkjøpsfond (18 respondenter) er hensiktsmessig. Disse respondentene er derfor fjernet fra datasettet for videre analyser i SPSS. En av representantene fra family office fremsto også som uteligger. Datasettet som benyttes for videre analyser består derfor av 47 respondenter.

5.3. Reliabilitet

For å undersøke hvorvidt faktorene utledet i vår studie er pålitelige, har vi gjennomført en reliabilitetstest i SPSS basert på Cronbach's alpha. I tabell 12 illustreres alphaverdiene for hver faktor. Eliminering av variabler er også undersøkt, i forhold til elimineringens påvirkningskraft til økte alphaverdier.

	Cronbach's alpha
Humankapital	.629
Sosialkapital	.759
Forretningsplan	.787
Lønnsomhet	.620
Produkt	.743
Marked	.737
Bærekraft og samfunnsansvar	.829

Tabell 12 – Cronbach's alpha

Tabell 12 viser at samtlige faktorer har en alphaverdi $>.700$, med unntak av humankapital og lønnsomhet. Det betyr at samtlige av faktorene er konsekvente i hva de er ment å måle. Tolkning av gruppen lønnsomhet bør utføres med forsiktighet, da den kun er basert på seks variabler. Som nevnt i *delkapittel 4.8.1. Cronbach's alpha*, er en svakhet ved Cronbach's

alpha at den viser tendenser mot å gi økende verdier ettersom antall variabler øker (Hair et al., 2014). I og med at reliabilitetstesten for faktoren lønnsomhet gir en alphaverdi nærliggende .700 (.620), tolker vi den derfor som tilfredsstillende. Dette gjelder også for faktoren humankapital, som i utgangspunktet heller ikke har en akseptabel alphaverdi, men nærliggende .700 (.629). Siden det finnes andre mål for reliabilitet, tolker vi også denne som tilfredsstillende i vår studie. Tidligere forskning indikerer at både lønnsomhet og humankapital er av viktighet, noe som ble presentert i *delkapittel 2.3.1. Human- og sosialkapital og delkapittel 2.3.3. Lønnsomhet*. Videre har vi også valgt å kun inkludere de aspektene som viser seg å ha hatt en påvirkning på PE aktørens investeringsbeslutning.

Vi undersøkte også hvorvidt eliminering av variabler innenfor hver faktor ville øke stabiliteten i alphaverdiene. For humankapital viste alphatesten at ved å eliminere spørsmål ENTR8 (erfaring fra den aktuelle bransjen), økte reliabilitetskoeffisienten fra .614 til .629 totalt. Da elimineringen ga en høyere alphaverdi, ble denne elimineringen gjennomført. Videre eliminerte vi variabel ENTR14 (ledelsens omdømme i felles forretningsnettverk) innenfor faktoren sosialkapital, noe som resulterte i en tilfredsstillende alphaverdi. Tilslutt eliminerte vi variabel LONN7 (potensialet for fremtidig børsnotering), slik at også denne alphaverdien ble tolket som akseptabel og ga en tilfredsstillende intern konsistens. For de resterende faktorene forretningsplan, produkt, marked og bærekraft og samfunnsansvar forsøkte vi også å eliminere variabler. Siden vi allerede hadde en tilfredsstillende alphaverdi her, vurderte vi det som lite hensiktsmessig å eliminere variabler knyttet til disse. På bakgrunn av dette er faktorene forretningsplan, produkt, marked og bærekraft og samfunnsansvar representert i sin helhet. Vi kan dermed konkludere med at studien har en god intern konsistens, og representerer en tilfredsstillende reliabilitet.

5.4. Korrelasjon

Korrelasjonskoeffisienten Pearson r ble benyttet for å undersøke korrelasjonene mellom faktorene som påvirker ulike aktive eierfonds investeringsbeslutning. I tabell 13 presenteres korrelasjonsanalysen på faktornivå.

	1	2	3	4	5	6	7
1. Humankapital	1						
2. Sosialkapital	.265	1					
3. Forretningsplan	.314*	.393**	1				
4. Lønnsomhet	.166	.053	.295*	1			
5. Produkt	.410**	.534**	.459**	.269	1		
6. Marked	.336*	.840**	.579**	.144	.636**	1	
7. Bærekraft og samfunnsansvar	.195	.504**	.290*	.057	.413**	.481**	1

Tabell 13 – Korrelasjonsmatrise

Av tabell 13 ser vi at korrelasjonen er signifikant på nivå .001 for flere av faktorene. Av korrelasjonskoeffisientene fremkommer det at humankapital korrelerer positivt med forretningsplan ($r = .314$, $p = .032$), produkt ($r = .410$, $p = .004$) og marked ($r = .336$, $p = .021$). Videre ser vi at sosialkapital korrelerer positivt med forretningsplan ($r = .393$, $p = .006$), produkt ($r = .534$, $p = .000$), marked ($r = .840$, $p = .000$) og bærekraft og samfunnsutvikling ($r = .504$, $p = .000$). Det er en nærhet til perfekt lineær korrelasjon mellom sosialkapital og marked ($r = .840$, $p = .000$). Dette kan tyde på at en økende viktighet av sosialkapital, fører til en økende viktighet av markedskarakteristikker når aktive eierfond foretar investeringsbeslutninger. Forretningsplan korrelerer positivt med alle faktorene. Dette gir en indikasjon på at alle faktorene er av viktighet for å kunne utvikle en velutviklet og dynamisk forretningsplan. Produkt korrelerer positivt med alle faktorene, med unntak av lønnsomhet. Dette kan tyde på at produktet ikke nødvendigvis er lønnsomt, selv om det vises til vekst i entreprenørbedriftens resultater. Vi ser den samme tendensen også i faktoren marked. I *delkapittel 6.2 De aktive eierfondenes vurdering av faktorenes viktighet* blir korrelasjonene ytterligere analysert.

5.5. Forutsetninger for enveis variansanalyse

Vi har benyttet oss av en enveis variansanalyse (enveis-ANOVA) for å teste avhandlingens hypoteser. For å kunne benytte en variansanalyse må datasettet være i samsvar med ulike forutsetninger som nevnt i *delkapittel 4.8.1. Enveis variansanalyse (ANOVA)*: Uavhengig og randomisert utvalg, normalfordeling og homogenitet i variansen.

Uavhengighet og randomisering

Forutsetningen om uavhengighet krever at studiens respondenter ikke påvirkes av andre faktorer i omgivelsene (Field, 2013). Vi sendte ut spørreundersøkelser via internett, noe som gjør det vanskelig å kontrollere for slike påvirkninger, i motsetning til om vi hadde gjennomført et laboratorieeksperiment. På bakgrunn av dette antar vi at respondentene ikke

har latt seg påvirke av andre faktorer i omgivelsene i stor grad. Vi anser mulighetene for påvirkning som lav og akseptabel, og avhandlingen oppfylder dermed forutsetningen om uavhengighet.

Forutsetningen om at avhandlingens data skal være randomisert gjenspeiler seg i at vi sendte spørreundersøkelsen til hele utvalget vårt. Dette ga oss ingen oversikt over hvilke respondenter som har svart og ikke. Dermed anser vi forutsetningen om uavhengighet som oppfylt.

Normalfordeling

Når det gjelder forutsetningen om normalfordeling, vil ikke brudd på denne forårsake store problemer for videre analyser, dersom utvalget er større enn 30 (Pallant, 2010). Selv om vi har et større utvalg enn 30, har vi sjekket for normaliteten nedenfor.

Normalfordeling refererer til formen på datadistribusjonen for en individuell metrisk variabel, og dens korrespondanse til normalfordelingen. Normalfordeling er en kontinuerlig sannsynlighetsfordeling hvor den horisontale akse representerer alle mulige verdier av en variabel, og den vertikale akse representerer sannsynligheten for at disse verdiene forekommer. Variablenes resultater skal være gruppert rundt gjennomsnittet i et symmetrisk, unimodalt mønster, kjent som den normale kurven (Hair et al., 2014).

Fordelingsformen kan beskrives ved hjelp av to tiltak: skewness og kurtosis. Skewness eller skjevhet, brukes for å beskrive balansen i fordelingen. Det vil si at den enten er ubalansert og forskjøvet, eller at den er sentrert og symmetrisk. En positiv skjevhet har relativt få store verdier, og betegner en fordeling forskjøvet til venstre. En negativ skjevhet har relativt få små verdier, og gjenspeiler en fordeling forskjøvet til høyre (Hair et al., 2014). Skjevhetsverdier som faller utenfor området fra -1 til +1 indikerer en vesentlig skjev fordeling (Hair et al., 2014; Linnerud et al., 2004). Kurtosis brukes for å beskrive spissheten eller flatheten i fordelingen sammenlignet med normalfordelingen. En positiv verdi indikerer en spiss fordeling, mens en negativ verdi indikerer en relativt flat fordeling. Verdier for kurtosis bortimot 0 indikerer at fordelingen er tilnærmet normalfordelt. Nedenfor i tabell 14 presenteres symmetrien av fordelingsegenskapene for hvert spørsmål.

Variabler	Skewness	Kurtosis
Humankapital	-.514	.224
Sosialkapital	-.374	-.484
Forretningsplan	-.755	.443
Lønnsomhet	-.689	.450
Produkt	-.822	1.428
Marked	-.187	-.794
Bærekraft og samfunnsansvar	-.045	-.426

Tabell 14 – Skewness og kurtosis

Ut fra tabell 14 ser vi at fordelingen er svært god og innenfor kravene på -1 og +1 (Hair et al., 2014; Linnerud et al., 2004), både ved skewness og kurtosis. Derimot fremkommer det ett unntak for faktoren produkt. Normalfordelingskurven er i overkant spiss for denne faktoren, med en kurtosis på 1.428. Likevel vil ikke dette føre til store problemer for videre analyser, da vårt utvalg er større enn 30 (Pallant, 2010). Vi kan dermed vise til at forutsetningen om normalfordeling er oppfylt.

Homogenitet i variansen

Tilslutt er forutsetningen om homogenitet i variansen testet ved hjelp av Levene's test, som nevnt i *delkapittel 4.8.4. Enveis variansanalyse*. I tabell 15 ser vi at faktorene som påvirker ulike aktive eierfonds investeringsbeslutning har signifikansverdier over kravet til signifikansnivå mellom .000 og .005 (Ringdal, 2013). Dette betyr at forutsetningen om homogenitet i variansen er oppfylt.

Test av homogenitet i variansen	Sig.
Spesifikk humankapital	.440
Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital	.065
Forretningplan	.621
Fremtidig vekst	.068
Nåværende lønnsomhet	.800
Produktpatentbeskyttelse	.056
Produktets merverdi	.704
Nytt marked	.642
Vekst og kunder	.662
Internasjonalisering og risiko	.269
Miljø, samfunn og selskapsstyring	.398
Ansvarlig investering	.384

Tabell 15 – Test av homogenitet i variansen

Etter gjennomgang av datasettets reliabilitet, validitet og tilfredsstillelse av de fem forutsetningene, er det gjennomført en enveis variansanalyse i neste delkapittel. Dette for å teste avhandlingens hypoteser.

5.6. Enveis variansanalyse

For å undersøke i hvilken grad faktorene humankapital, sosialkapital, forretningsplan, lønnsomhet, produkt, marked og bærekraft og samfunnsutvikling er av viktighet for såkorn-, venture- og oppkjøpsfond, gjennomførte vi enveis variansanalyse (ANOVA).

Det er vanlig å benytte et signifikansnivå på 5 %, men også 10% og 1 % blir hyppig benyttet. Signifikansnivået sier noe om den maksimale risikoen vi kan akseptere for å begå feil av type 1 eller type 2. Risikoen for å begå feil av type 1 betyr at nullhypotesen er korrekt, og vi forkaster den. Risikoen for å begå feil av type 2 betyr at nullhypotesen er usann, og vi beholder den (Tuftes, 2005). Vi ønsker ikke et for høyt signifikansnivå, fordi det øker sannsynligheten for å begå feil av type 1. Videre ønsker vi heller ikke et for lavt signifikansnivå, fordi det øker sannsynligheten for å begå feil av type 2. På bakgrunn av dette har vi benyttet et signifikansnivå på 5 % for analysene under.

Spesifikk humankapital

H1a: Spesifikk humankapital er viktig for alle typer aktive eierfond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$, mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder spesifikk humankapital: $F(2,44) = .066$, $p = .936$. For å undersøke om forskjellene var betydningsfulle regnet vi ut effektstørrelsen, Eta kvadrert. Effektstørrelsen er klassifisert som liten (.029). Post-hoc sammenligningen, ved bruk av Tukey HSD test, indikerte at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 3.98$, $SD = .52$), venturefond ($M = 3.93$, $SD = .32$) og oppkjøpsfond ($M = 3.93$, $SD = .44$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. En gjennomsnittsscore over 3.0 indikerer at faktoren er viktig for de ulike aktive eierfondene. Ettersom alle fondenes gjennomsnittsscore er over denne grensen, bekrefter vi dermed hypotese H1a, om at spesifikk humankapital er viktig for alle de aktive eierfondene.

Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital

H1b: Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Det var en statistisk signifikant forskjell på $p < .05$, mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder forretnings- og finansspesifikk sosialkapital: $F(2,44) = .449$, $p = .017$. Effektstørrelsen klassifiseres som stor (.17). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.02$, $SD = .51$) var betydelig forskjellig fra oppkjøpsfond ($M = 3.38$, $SD = .66$). Venturefond ($M = 3.78$, $SD = .61$) skilte seg ikke nevneverdig fra verken såkornfond

($M = 4.02$, $SD = .51$) eller oppkjøpsfond ($M = 3.38$, $SD = .66$). Funnene indikerer kun en betydelig forskjell mellom såkornfond og oppkjøpsfond, men venturefond har en høyere gjennomsnittsscore enn oppkjøpsfond. Det vil si at vi delvis bekrefter hypotese H1b, om at forretnings- og finansspesifikk sosialkapital er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond, grunnet fondenes gjennomsnittsscore for viktighet.

Forretningsplan

H2: En velutviklet og dynamisk forretningsplan er viktig for alle typer aktive eierfond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder forretningsplanen: $F(2,44) = .613$, $p = .546$. Effektstørrelsen klassifiseres som liten (.027). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.31$, $SD = .43$), venturefond ($M = 4.17$, $SD = .53$) og oppkjøpsfond ($M = 4.33$, $SD = .39$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi bekrefter dermed hypotese H2, om at en velutviklet og dynamisk forretningsplan er viktig for alle typer aktive eierfond.

Fremtidig avkastning

H3a: Høy potensiell avkastning er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder fremtidig avkastning: $F(2,44) = .903$, $p = .413$. Effektstørrelsen klassifiseres som liten (.039). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 3.9$, $SD = .87$), venturefond ($M = 4.33$, $SD = .39$) og oppkjøpsfond ($M = 4.09$, $SD = .83$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi avkrefter dermed hypotese H3a, om at høy potensiell avkastning er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Nåværende lønnsomhet

H3b: Nåværende lønnsomhet er viktigere for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$, mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder nåværende lønnsomhet: $F(2,44) = 1.30$, $p = .275$. Effektstørrelsen klassifiseres som liten (.0057). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 3.91$, $SD = .71$), venturefond ($M = 4.20$, $SD = .62$) og oppkjøpsfond ($M = 4.28$, $SD = .69$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi avkrefter dermed hypotese H3b, om at nåværende lønnsomhet er viktigere for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond.

Produktets merverdi

H4a: Produktets merverdi for kunden er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder produktets merverdi for kunden: $F(2,44) = 2.81$, $p = .071$. Effektstørrelsen er klassifisert som liten (.043). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.56$, $SD = .38$), venturefond ($M = 4.25$, $SD = .40$) og oppkjøpsfond ($M = 4.39$, $SD = .35$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi avkrefter dermed hypotese H4a, om at produktets merverdi for kunden er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Produktpatentbeskyttelse

H4b: Produktpatentbeskyttelse er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Det var en statistisk signifikant forskjell på $p < .05$, mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder produktpatentbeskyttelse: $F(2,44) = 5.80$, $p = .006$. Effektstørrelsen er klassifisert som høy (.20). Post-hoc sammenligningen indikerte at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.23$, $SD = .37$) var betydelig forskjellig fra venturefond ($M = 3.76$, $SD = .49$) og oppkjøpsfond ($M = 3.63$, $SD = .67$). Venturefond ($M = 3.76$, $SD = .49$) skilte seg ikke nevneverdig fra oppkjøpsfond ($M = 3.63$, $SD = .67$). Funnene indikerer en betydelig forskjell mellom såkornfond og oppkjøpsfond, og mellom såkornfond og venturefond. Venturefond har en høyere gjennomsnittsscore enn oppkjøpsfond. Det vil si at vi delvis bekrefter hypotese H4b, om at produktpatentbeskyttelse er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond, grunnet fondenes gjennomsnittsscore for viktighet.

Markedsvekst

H5a: Høy potensiell markedsvekst er viktig for alle de aktive eierfondene.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder markedsvekst: $F(2,44) = .425$, $p = .067$. Effektstørrelsen er klassifisert som middels (.12). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.58$, $SD = .34$), venturefond ($M = 4.34$, $SD = .41$) og oppkjøpsfond ($M = 4.27$, $SD = .41$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi bekrefter dermed hypotese H5a, om at høy potensiell markedsvekst er viktig for alle de aktive eierfondene.

Evnen til å skape nytt marked

H5b: Entreprenørens mulighet til å skape et nytt marked er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder entreprenørens evne til å skape et nytt marked: $F(2,44) = .043$, $p = .958$. Effektstørrelsen er klassifisert som liten (.002). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 3.59$, $SD = .61$), venturefond ($M = 3.63$, $SD = .72$) og oppkjøpsfond ($M = 3.56$, $SD = .68$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi avkrefter dermed hypotese H5b, om at entreprenørens mulighet til å skape et nytt marked er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Internasjonal skalerbarhet

H5c: Internasjonal skalerbarhet er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder internasjonal skalerbarhet: $F(2,44) = 1.36$, $p = .267$. Effektstørrelsen er klassifisert som liten (.058). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.47$, $SD = .46$), venturefond ($M = 4.13$, $SD = .64$) og oppkjøpsfond ($M = 4.34$, $SD = .60$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi avkrefter dermed hypotese H5c, om at internasjonal skalerbarhet er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG)

H6a: God ESG praksis er viktig for alle de aktive eierfondene.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder god ESG praksis: $F(2,44) = .568$, $p = .571$. Effektstørrelsen er klassifisert som liten (.025). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 4.20$, $SD = .87$), venturefond ($M = 3.86$, $SD = .70$) og oppkjøpsfond ($M = 3.83$, $SD = .64$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi bekrefter dermed hypotese H6a, om at god ESG praksis er viktig for alle de aktive eierfondene.

Ansvarlig investering

H6b: Ansvarlige investeringer er viktig for alle de aktive eierfondene.

Det var ingen statistisk signifikant forskjell på $p < .05$ mellom de tre aktive eierfondene når det gjelder ansvarlige investeringer: $F(2,44) = .647, p = .529$. Effektstørrelsen er klassifisert som liten (.029). Post-hoc sammenligningen indikerer at gjennomsnittsscoren for såkornfond ($M = 3.73, SD = .65$), venturefond ($M = 3.47, SD = .73$) og oppkjøpsfond ($M = 3.57, SD = .52$) ikke skilte seg nevneverdig fra hverandre. Vi bekrefter dermed hypotese H6b, om at ansvarlige investeringer er viktig for alle de aktive eierfondene.

Nedenfor i tabell 16 presenteres en oversikt over hvilke hypoteser som kan bekreftes, hvilke som delvis kan bekreftes og hvilke som kan avkreftes.

Hypoteser	Sig.	Resultat
Spesifikk humankapital	.936	Bekreftet
Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital	.017	Delvis bekreftet
Forretningplan	.546	Bekreftet
Fremtidig vekst	.413	Avkreftet
Nåværende lønnsomhet	.275	Avkreftet
Produktets merverdi	.071	Avkreftet
Produktpatentbeskyttelse	.006	Delvis bekreftet
Markedsvekst	.067	Bekreftet
Evnen til å skape nytt marked	.958	Avkreftet
Internasjonal skalerbarhet	.267	Avkreftet
Miljø, samfunn og selskapsstyring	.571	Bekreftet
Ansvarlig investering	.529	Bekreftet

Tabell 16 – Oversikt over hypotesenes resultat

Gjennom kapitlet har vi analysert og oppsummert alle funnene vi har foretatt. Disse benyttes i neste *kapittel 6. Diskusjon*, hvor vi tar for oss drøfting av teori opp mot empiri.

6. Diskusjon

I *kapittel 5. Analyse*, identifiserte vi flere faktorer som har en påvirkning på ulike aktive eierfonds investeringsbeslutning. Vi ønsker i dette kapittelet å diskutere de relevante funnene i forhold til avhandlingens problemstilling og utformede hypoteser, samt mot tidligere teori. Hensikten er å påpeke hvilke faktorer som er bekreftet og delvis bekreftet, hvilke som er avkreftet samt hvilke som er nye. Kapittelet struktureres i henhold til de ulike faktorene, hvor hver faktor først generelt sett fremstilles etter viktighetsgrad. Videre tar vi for oss de ulike variablene innenfor hver faktor, og oppsummerer avhandlingens hypoteser sett opp mot de ulike fondene i sin helhet i tabell 17.

6.1. Diskusjon av faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital

Det er viktig å bemerke at avhandlingens utvalgte faktorer kun er målt implisitt i hvilken grad de er viktige i en investeringsvurdering. Påfølgende diskusjon er derfor basert på gjennomsnittet av utvalgets verdsettelse av de aktuelle faktorene og de tilhørende variablene.

I samsvar med tidligere forskning finner vår undersøkelse at alle de gjennomgåtte faktorene er av betydning i PE aktørers vurdering av potensielle porteføljebedrifter (Block et al., 2019; Pintado et al., 2007). Dette basert på at alle faktorene representerer en gjennomsnittlig viktighet på 3,7 eller mer. Blant de fire viktigste faktorene; (i) markedskarakteristikk, (ii) forretningsplan, (iii) lønnsomhet og (iv) produkt, skiller det kun 0,09 i den gjennomsnittlige viktigheten. For disse faktorene foreligger det samvariasjon på flere områder, hvilket kan forklare deler av hvorfor det skiller lite i viktigheten. Markedskarakteristikk, forretningsplan og produkt viser alle til en positiv korrelasjon. Dette indikerer at en økende viktighet i en av faktorene fører til økende viktighet for de andre. Videre korrelerer lønnsomhet kun positivt med forretningsplan. Likevel er lønnsomhet en forutsetning for at de aktive eierfondene skal oppnå ønsket avkastning på investeringen, og det er derfor forventet en høy viktighet for denne faktoren. Entreprenørens (v) human- og (vi) sosialkapital fremkommer som viktige faktorer, men dog med lavere viktighet enn forventet i henhold til forskningen til Pintado et al. (2007) og Block et al. (2019). I de åpne spørsmålene ble det bemerket at porteføljebedriftens ledelse kan erstattes dersom den ikke ansees som tilfredsstillende eller egnet. Denne innsikten kan trolig forklare deler av hvorfor humankapital ikke fremkommer med høyere viktighet for vår undersøkelse. Videre kan det faktum at PE aktører har et solid nettverk, være en forklaring på hvorfor sosialkapital fremstår med lavere

viktighet enn ovennevnte faktorer. Fordi de aktive eierfondene har en rekke viktige kontakter er det rimelig å anta at de ikke avhenger av at porteføljebedriften har et tilsvarende nettverk. Avslutningsvis fremstår (vii) bærekraft og samfunnsutvikling som undersøkelsens minst viktige faktor dersom faktorenes gjennomsnittlige viktighet sammenlignes. Av de åpne spørsmålene bemerker samtlige PE aktører viktigheten av at porteføljebedriftene har bevissthet rundt dette. Dog antyder PE aktørene at de færreste porteføljebedrifter har gode rutiner for ESG. I tidlige utviklingsfaser har bedriftene som oftest hovedfokus på overlevelse og anskaffelse av nødvendig finansiering. Fokus på bærekraft og rutiner for ESG blir derfor ikke i stor grad prioritert på dette tidspunktet. Denne typen retningslinjer og rutiner er derfor noe de aktive eierfondene arbeider aktivt med å etablere gjennom deres eierskap av bedriftene. Faktorens lavere viktighet kan derfor forklares med at bærekraft og samfunnsansvar ikke er et betydelig fokus for PE aktørene på investeringstidspunktet. Vi vil videre drøfte viktigheten av variablene som inngår i de gjennomgåtte faktorene og avhandlingens hypoteser opp mot tidligere forskning.

6.2. De aktive eierfondenes vurdering av faktorenes viktighet

Tidligere forskning hevder at det finnes flere essensielle faktorer som påvirker PE aktørers investeringsbeslutning, i deres tildeling av aktiv eierkapital. Ved gjennomføring av analyser i forrige kapittel satte vi de ulike faktorene opp mot de ulike aktive eierfondene. Dette for å undersøke hvilke faktorer som er viktigst i investeringsvurderingen for henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond.

6.2.1. Humankapital

H1a: Spesifikk humankapital er viktig for alle typer aktive eierfond.

Hva angår vår undersøkelse merket vi oss at en rekke aspekter rundt humankapital kan antydes å ha en positiv påvirkning på PE aktørenes investeringsvurdering. Entreprenørens gjennomføringsevne fremstår som undersøkelsens viktigste forhold, og dermed som et sentralt forhold i de aktive eierfondenes vurdering av potensielle porteføljebedrifter. Pintado et al. (2007) bekrefter i deres studie viktigheten av dette forholdet, og påpeker at gjennomføringsevne er viktig for investeringer i både tidlig og sen fase. Videre fremstår også tidligere erfaring og suksess med virksomhetsetablering, samt ledererfaring og ledelsesferdigheter som viktige aspekter. Disse funnene er i samsvar med tidligere forskning. Både D. K. Hsu et al. (2014) og D. H. Hsu (2007) finner i sin forskning at erfaring med

virksomhetsetablering har en positiv påvirkning på PE aktørers investeringsbeslutning. Bouzahir og ed-Dafali (2018) bekrefter også dette, og finner videre at ledelseserfaring og -ferdigheter er av betydelig viktighet i investeringsbeslutningen. Ledelsens utdanningsnivå og spesifikke utdanning innenfor bransjen eller arbeidsområde viser imidlertid å være av lavere viktighet i vår empiri. Det kan ikke avkreftes at utdanning kan ha påvirkning på investeringsvurderingen, men svarene viser at PE aktørene stiller seg nøytrale til entreprenørens og/eller ledelsens utdanning. Dette funnet strider med Colombo og Grilli (2010) sin indikasjon om at grunnleggende utdanning på universitetsnivå øker sannsynligheten for å motta aktiv eierkapital. Det er tydelig at utvalget for vår undersøkelse er mer opptatt av spesifikke egenskaper og ferdigheter enn utdanning. Blant de åpne spørsmålene ble det også bemerket at det kan være utfordrende å identifisere en dyktig leder ex post da tidligere suksess kan skyldes både dyktighet og flaks. En person som ser enestående ut på papiret med prestisjefyllt utdanning, arbeidserfaring og liknende, innehar ikke nødvendigvis de rette egenskapene. Samarbeidsevne, evnen til å skape tillit og til å lytte og lære, samt medmenneskelige egenskaper som empati og forståelse av ulike individer er egenskaper som bemerkes av PE aktørene.

Samtlige av PE aktørene henviser i de åpne spørsmålene til viktigheten av entreprenøren og teamet. Det bemerkes at en super idé ikke nødvendigvis fører til investering dersom teamet ikke er tilfredsstillende. Derimot kan en grei idé sammen med et godt team lettere føre til investering fra de aktive eierfondenes side. Empirien påpeker i denne sammenheng at spesifikk humankapital er av lik viktighet for henholdsvis såkorn- venture- og oppkjøpsfond. Det betyr at det ikke er noen betydelig forskjell i hvordan de ulike aktive eierfondene verdsetter humankapital i deres vurdering av potensielle porteføljebedrifter. Dette funnet støttes av både Pintado et al. (2007) og Block et al. (2019), som begge indikerer at spesifikk humankapital er av viktighet i alle faser, og derav for både såkorn-, venture- og oppkjøpsfond.

At humankapital er av viktighet for alle typene aktive eierfond kan trolig forklares ved at entreprenørens sett med ferdigheter og erfaringer har påvirkning på andre sentrale forhold som er av betydning for bedriftens overlevelse og vekst, og derav også for PE aktørene. Av korrelasjonsanalysen fremkommer det at humankapital har en positiv samvariasjon med forretningsplan, produkt og marked. Det kan tenkes at PE aktører som verdsetter spesifikk

humankapital har stor tiltro til at entreprenører med riktig sett med erfaringer og ferdigheter bedre lykkes med å utarbeide en troverdig forretningsplan, utvikle gode produkter og ta de riktige markedsbaserte beslutningene. Med bakgrunn i dette kan PE aktøren også i høy grad verdsette disse faktorene, hvilket kan forklare at faktorene har en samvariasjon. Av de åpne spørsmålene bemerkes det sammenhenger mellom entreprenørens humankapital og utarbeidelsen av en velutviklet og dynamisk forretningsplan. Entreprenørens evne til å artikulere refleksjoner og tanker, og sette disse i sammenheng med selskapets historikk, nåværende posisjon og tiltenkt fremtidig utvikling trekkes frem som svært viktig. Videre påpekes også evnen til å presentere bedriften og produktene på en logisk og enkel måte. PE aktørene trekker også frem aspekter som entreprenørens innsikt i kundenes situasjon og forståelse av konkurransesituasjonen, hvilket er avgjørende for å utvikle et godt produkt og for å lykkes i markedet.

6.2.2. Sosialkapital

H1b: Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Empirien påpeker at entreprenørens sosialkapital er av viktighet i PE aktørers investeringsbeslutning. Faktoren viser også til positiv korrelasjon med forretningsplan, produkt, marked, og bærekraft og samfunnsansvar. Samvariasjonen med forretningsplan kan mulig forklare ved at et bredt nettverk muliggjør identifisering av flere muligheter og utfordringer, hvilket kan gjøre forretningsplanen mer dynamisk og robust. Samvariasjonen med produkt kan skyldes at entreprenørbedriften oppnår nødvendige ressurser gjennom sitt nettverk. Videre kan også nettverksforbindelser være positivt i markedssammenheng, samt for å øke entreprenørbedriftens kunnskap om og fokus på bærekraft og samfunnsansvar.

Resultatene fra analysen antyder at flere aspekter ved entreprenørbedriftens sosialkapital er av betydning for aktive eierfonds investeringsbeslutningsprosess. Både entreprenørens forretningsmessige og personlige nettverk antydes å være viktig. Forretningsnettverk viser seg imidlertid å være av større viktighet enn entreprenørens personlige nettverk. Dette funnet samsvarer med tidligere litteratur om at sosialkapital har positiv påvirkning på investeringsvurderingen (Per Davidsson & Honig, 2003). For eksempel finner D. H. Hsu (2007) at entreprenører med større grad av personlig nettverk oppnår 37 % økning i verdsettelsen fra PE aktører. Videre hevder også Brush et al. (2010) at tilstedeværelse i

forretningsmessige nettverk er av sentral viktighet for tildelingen av aktiv eierkapital. I likhet med Bouzahir og ed-Dafali (2018) finner også vår studie at entreprenørens og/eller ledelsens omdømme i felles forretningsnettvek er viktig i en investeringsvurdering. Ved et godt omdømme kan entreprenøren oppnå tredjepartsanbefalinger som kan redusere informasjonsasymmetrien mellom investeringspartene og dermed redusere PE aktørens opplevde usikkerhet knyttet til entreprenøren og dens satsning (Bouzahir & ed-Dafali, 2018). Hva angår kontakt med forretningsrådgivende organisasjoner, stiller avhandlingens utvalg seg nærmest nøytralt til. Dette kan skyldes at PE aktørene selv utøver aktivt eierskap, og dermed ikke føler behov for andre forretningsrådgivende organisasjoner.

Empirien påpeker i denne sammenheng at det er en forskjell i hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av sosialkapital. Funnene indikerer at sosialkapital er av størst viktighet for såkornfond, deretter for venturefond, og av minst viktighet for oppkjøpsfond. En mulig forklaring på dette kan være at tidligfaseinvesteringer bærer preg av større risiko (Block et al., 2019). Det er derfor rimelig å anta at såkorn- og venturefond i større grad enn oppkjøpsfond avhenger av tredjepartsanbefalinger for å redusere usikkerheten knyttet til investeringen. Implisitt er dette i overensstemmelse med teorien, i den grad at tredjepartsanbefalinger er av størst betydning for risikofylte investeringer. Videre er det også naturlig at såkornfond og til dels også venturefond verdsetter at entreprenøren har et utbredt forretningsnettverk. Dette fordi deres porteføljebedrifter er i tidligere utviklingsfaser, og derfor i større grad avhengig av de ressurser nettverket kan tilføre bedriften.

6.2.3. Forretningsplan

H2: En velutviklet og dynamisk forretningsplan er viktig for alle typer aktive eierfond.

Vår undersøkelse antyder at flere aspekter rundt forretningsplanen er av viktighet for PE aktører i deres investeringsbeslutning. Pintado et al. (2007) hevder at forretningsplanen er en viktig kilde til informasjon i aktive eierfonds investeringsbeslutning. PE aktører får tilgang til ledelsens viktige tanker om entreprenørbedriften gjennom forretningsplanen, noe vår undersøkelse påpeker som svært viktig. At PE aktørene har troverdighet til hva som blir presentert i forretningsplanen og at de har tro på at ledelsen evner å gjennomføre planen, er avgjørende for entreprenørbedrifters vei videre i søken etter aktiv eierkapital. Dette er også et forhold vår undersøkelse påpeker at er svært viktig.

Av de åpne spørsmålene fremkommer det at forretningsplanen ofte er den første og eneste informasjonen PE aktører får fra potensielle porteføljebedrifter i deres vurdering, og det er derfor viktig at den er av kvalitet. Block et al. (2019) påpeker at ulike typer aktive eierfond fokuserer på ulik informasjon i forretningsplanen, og antyder at kvalitet er viktig. Dette indikerer at den totale kvaliteten på forretningsplanen er av viktighet for alle typer aktive eierfond. En mulig forklaring på dette er at kvaliteten gjenspeiler innholdet i forretningsplanen, derav nivå på analysene som presenteres, dataene som utgjør analysene og utformingen av forretningsplanen. Av empirien fremkommer disse forholdene som viktige blant de ulike typene aktive eierfond når de vurderer potensielle porteføljebedrifter. Selv om den totale kvaliteten er tilfredsstillende, bemerker PE aktørene fra de åpne spørsmålene i vår undersøkelse, at forretningsplanen må kunne endres på kort tid, dersom hendelser skulle oppstå og situasjonen forandre seg. En essensiell påvirkende faktor som fremkommer av empirien er at forretningsplanen derfor må være robust, og derav dynamisk. Dette støttes av funnene til både Simic (2015) og Mason og Stark (2004), som hevder at informasjonen i forretningsplanen må tilpasses situasjonen og innholdet avhenger av hvilken type kapital entreprenørbedriften søker.

Av korrelasjonsanalysen fremkommer det at forretningsplan har en positiv sammenheng med alle faktorene. En mulig forklaring på dette kan være at resterende faktorer som humankapital, sosialkapital, lønnsomhet, produkt, marked og bærekraft og samfunnsansvar inngår i selve forretningsplanen. Disse er derfor sentrale for å kunne lykkes med å utarbeide en velutviklet og dynamisk forretningsplan. Empirien påpeke i denne sammenheng at en velutviklet og dynamisk forretningsplan er viktig for alle typer aktive eierfond, og de antyder ingen betydelig forskjell i hvordan de ser viktigheten av dette kriteriet. Forretningsplanen er ofte et bilde av entreprenørbedriftens strategier og mål. Fordi de ulike typene aktive eierfond fokuserer på og verdsetter ulik type informasjon (Simic, 2015), avhengig av hvilken fase de opererer i, er en velutviklet og dynamisk forretningsplan viktig for alle typer aktive eierfond.

6.2.4. Lønnsomhet

For lønnsomhet finner undersøkelsen en positiv korrelasjon med forretningsplan, dog er denne korrelasjonen noe lav. En mulig forklaring på denne samvariasjonen kan være at PE aktørene finner en velutviklet forretningsplan nødvendig for å oppnå vekst og lønnsom drift. Forretningsplanen tar for seg en beskrivelse av forretningsmessige muligheter og

utfordringer, samt analyser og prognoser for fremtiden (Widding, 2006). Den kan derfor gi PE aktøren en beskrivelse av nåværende lønnsomhet og prognoser for fremtidig utvikling. Variablene som inngår i faktoren lønnsomhet tar for seg både nåværende lønnsomhet og fremtidig vekst. Videre drøfting vil derfor inndeles i henhold til faktorens sett med hypoteser.

Fremtidig vekst

H3a: Høy potensiell avkastning er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Fremtidig vekst knyttes til de aktive eierfondenes potensielle avkastning. Funnene fra vår undersøkelse antyder at mål på vekst slik som bedriftens potensiale for å bli en vekstbedrift og bedriftens årlige omsetningsvekst er av betydelig viktighet. Dette er i overensstemmelse med tidligere forskning. For eksempel finner Nunes et al. (2014) forventet avkastning som det viktigste finansielle aspektet i PE aktørers investeringsvurdering. Videre påpeker også Pintado et al. (2007) og Knockaert et al. (2010) viktigheten av forventet avkastning for investeringsbeslutningsprosessen. Nært relatert til vekst fremstår tiden før entreprenørbedriften oppnår break-even og positiv kontantstrøm, hvilket også fremkommer som viktig av våre resultater. Tross den generelle viktigheten av vekst og avkastning hevder Knockaert et al. (2010) at årlig potensiell avkastning på investeringen er viktigere for PE aktører i tidlig fase, noe som også støttes av Pintado et al. (2007) og Nunes et al. (2014). Pintado et al. (2007) påpeker at entreprenørbedriftens utviklingsstadium har en direkte innvirkning på PE aktørens investeringsanalyse, spesielt med tanke på risikovurderinger og avkastningspotensialet. Dette er fordi det er ulikheter i risikoeksponeringen, noe som samsvarer med at investeringer av høy risiko, gir høyere forventet avkastning.

Svarene på de åpne spørsmålene antyder at alle typene aktive eierfond vurderer vekstpotensialet som viktig. PE aktører fra både såkorn- venture- og oppkjøpsfond antyder at lønnsom vekst er en nødvendighet. Det trekkes i den forbindelse frem at troverdig og uutnyttet vekstpotensial vektlegges i investeringsvurderingen. Den utførte variansanalysen påpeker heller ingen betydelige forskjeller i hvordan de aktive eierfondene vektlegger fremtidig vekst i sine investeringsbeslutninger. Dette antyder at empirien ikke er i overensstemmelse med teorien, og vi kan dermed ikke si at høy potensiell avkastning er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond. At entreprenørbedriftens vekst er viktig for alle typene aktive eierfond for vår undersøkelse, og dermed i strid med tidligere

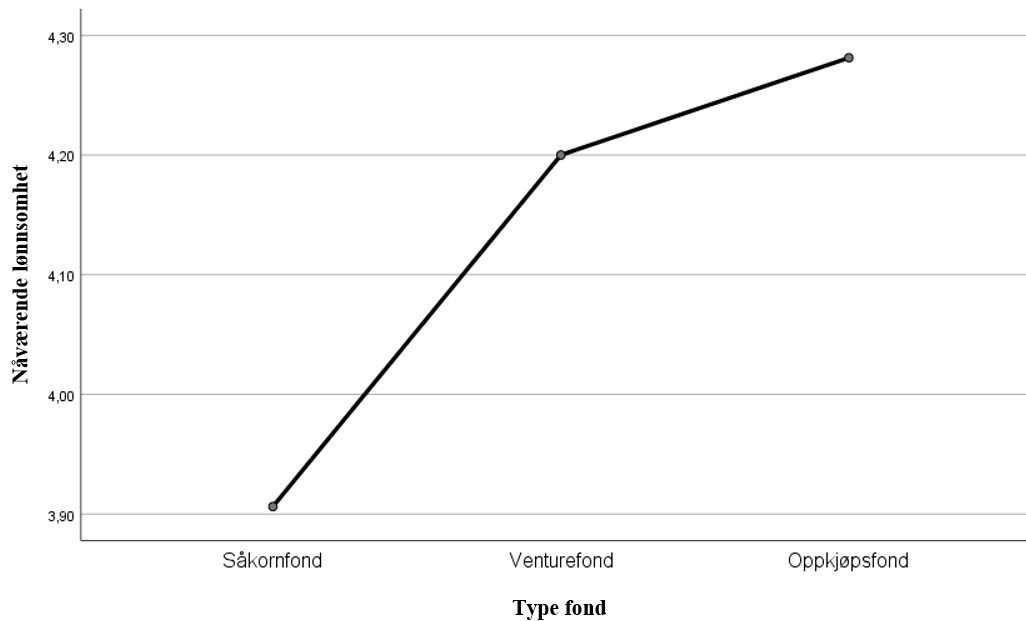
forskning, kan trolig skyldes at PE aktørene ser vekstpotensialet som avgjørende for å oppnå ønsket avkastning på investeringen.

Nåværende lønnsomhet

H3b: Nåværende lønnsomhet er viktigere for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond.

Block et al. (2019) hevder at nåværende lønnsomhet er et viktig element i PE aktørers investeringsvurdering. Dette funnet repliseres i studien til Nunes et al. (2014) som antyder at entreprenørbedriftens lønnsomhet og likviditet er av betydning for de aktive eierfondenes investeringsbeslutning. Av våre resultater fremkommer bedriftens profittmargin og likviditet som viktig, hvilket antyder at empirien er i overensstemmelse med teorien. I de åpne spørsmålene spesifiseres det at PE aktørene anser likviditeten som viktig, fordi en tilfredsstillende likviditet er avgjørende for at entreprenørbedriften skal kunne gjennomføre planene sine med suksess. Hva angår entreprenørbedriftens lønnsomhet, hevder Block et al. (2019) at dette er av større viktighet for investeringer i sen fase. Nåværende lønnsomhet gjenspeiler en investering basert på lavere risiko, hvilket fremstår som sentrale kjennetegn ved oppkjøpsfonds investeringsstrategi. PE aktører i tidlige faser foretar normalt investeringer i entreprenørbedrifter uten betydelige umiddelbare inntekter, og fokuserer på skalerbarhet fremfor lønnsomhet i deres investeringsvurdering (Block et al., 2019). Teorien hevder derfor at nåværende lønnsomhet er viktigere for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond på investeringstidspunktet.

For vår undersøkelse finner vi med bakgrunn i variansanalysen ingen signifikant forskjell i hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av den potensielle porteføljebedriftens lønnsomhet. Etersom empirien ikke kan bekrefte en større viktighet av nåværende lønnsomhet for oppkjøpsfond enn for såkorn- og venturefond, er ikke undersøkelsens funn i samsvar med hva teorien hevder. Likevel viser funnene tendenser til at oppkjøpsfond vektlegger nåværende lønnsomhet i større grad enn såkorn- og venturefond slik teorien tilsier. Dette illustreres grafisk under i Figur 15.



Figur 15 – Gjennomsnittlig viktighet av nåværende lønnsomhet for de aktive eierfondene

Av de åpne spørsmålene bemerker samtlige PE aktører som representerer venturefond at den potensielle porteføljebedriften ikke nødvendigvis behøver å vise til positiv kontantstrøm på investeringstidspunktet, men at det er fordelaktig om det er kort vei til break-even. Det blir bemerket at for venturefond vurderes lønnsomhet sett i forhold til skalerbarhet. Videre opplyser PE aktører fra oppkjøpsfond at de kun invester i bedrifter som har en positiv kontantstrøm, og derav er lønnsomme i inneværende år. Lønnsomhet er på mange måter et godt tegn på en sterk konkurranseposisjon og en sunn forretningsmodell. Det er derfor naturlig å anta at også venturefond vil verdsette lønnsomhet på investeringstidspunktet, selv om dette ikke fremgår som et absolutt krav.

6.2.5. Produkt

Empirien påpeker at det er flere forhold ved entreprenørens produkt som viser seg å være av viktighet for ulike typer aktive eierfonds investeringsbeslutning. Resultater fra våre analyser påpeker at produktet har en positiv sammenheng med alle faktorene, med unntak av lønnsomhet. En mulig forklaring på dette kan være at produktet ikke nødvendigvis er lønnsomt, selv om det viser til vekst i entreprenørbedriftens resultater. Det er rimelig å anta at humankapital og sosialkapital henger sammen med produkt da erfaringer, nettverk og relasjoner er nyttig for å kunne utvikle et godt produkt. Videre antydes det at forretningsplan og markedskarakteristikk henger sammen med produkt da entreprenørbedriftens strategier og mål for produktet fremlegges i forretningsplanen, samt at det må eksistere et marked for

ideen, produktet eller tjenesten som skal lanseres. Avslutningsvis er det også rimelig å anta at bærekraft og samfunnsansvar henger sammen med produkt, ettersom dagens samfunn utvikles i en mer miljøvennlig og bærekraftig retning. Variablene som inngår i faktoren produkt tar for seg henholdsvis produktets merverdi og produktpatentbeskyttelse. Drøftingen videre er derfor inndelt i henhold til faktorens sett med hypoteser.

Produktets merverdi

H4a: Produktets merverdi for kunden er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Pintado et al. (2007) hevder at produktsuksess og produktets levedyktighet er av viktighet for PE aktører i deres investeringsbeslutning. Dette påvirkes av produktets utvikling og unikhhet, noe som viser seg å være av viktighet for aktive eierfond i vår undersøkelse. Videre hevder funnene våre at produktinnovasjon er av større viktighet enn prosessinnovasjon i PE aktørers investeringsbeslutning. Dette funnet repliseres i studien til Maas et al. (2020), som hevder at PE aktører har mer fokus på produktinnovasjon enn prosessinnovasjon i deres investeringsbeslutninger. Produktets egenskaper, brukervennlighet og at produktet har aksept i markedet er av stor betydning for produktets merverdi for kunden. Block et al. (2019) hevder at produktets merverdi for kunden er et viktig kriterium for PE aktørers investeringsbeslutning, spesielt i tidlig fase. Aktive eierfond i tidlig fase opererer ofte med større investeringsrisiko, og et funksjonelt produkt er ofte ikke representert i det aktuelle markedet enda. Av de åpne spørsmålene i vår undersøkelse fremkommer det at produktets verdiskapingspotensial er helt sentralt for PE aktørene.

Zinecker og Rajchlová (2010) hevder derimot at produktets merverdi er av viktighet for ulike typer aktive eierfond. Av variansanalysen fremkommer det i denne sammenheng at det ikke er noen betydelig forskjell i hvordan de ulike aktive eierfondene verdsetter dette kriteriet. En mulig forklaring på dette kan være at alle typer aktive eierfond ønsker avkastning og et godt merkenavn. Det er rimelig å anta at produktets merverdi for kunden er et godt utgangspunkt for denne avkastningen, samt at det kan bidra til å oppnå en brukerbase og øke markedsappetitten for produktet.

Produktpatentbeskyttelse

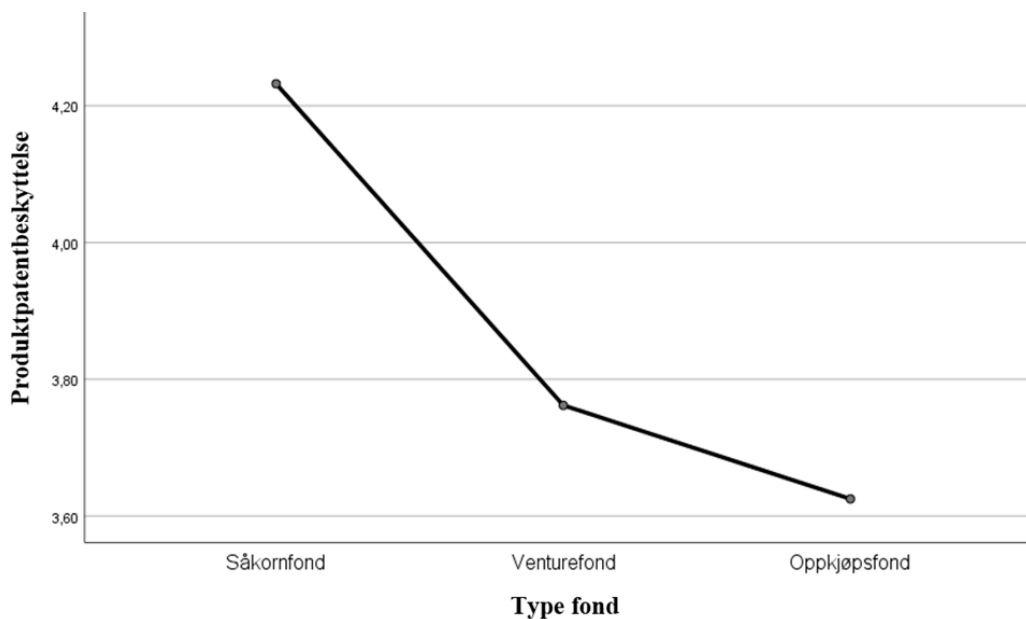
H4b: Produktpatentbeskyttelse er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

I studien til Nunes et al. (2014) hevdes det at en eksisterende og velfungerende prototyp er viktig i sen fase, fordi PE aktører i denne fasen kan avgjøre om produktet er vellykket, og dermed akseptert i markedet. Av vår undersøkelse fremkommer det at en velfungerende prototyp er relativt viktig for alle de ulike PE aktørene i deres investeringsbeslutning. Av de åpne spørsmålene kommer det frem at ulike typer aktive eierfond alltid ønsker det beste produktet eller den beste tjenesten, slik at markedsaksepten og markedsandeler kan gå i deres favør. Dette kan videre føre til at avkastning på investeringen øker, noe hver og en av de er interesserte i. Videre indikerer vår undersøkelse viktigheten av at produktet er utviklet med bedriftens kjerneteknologi, og at teknologiens komparative egenskaper er av viktighet for de ulike aktive eierfondene. Teknologibasert risiko er et faktum i utviklingen av produkter, da teknologien produktet er basert på spiller en viktig rolle for produktets aksept i markedet, og derav avkastning og vekst på lang sikt.

Zinecker og Rajchlová (2010) og Knockaet et al., (2010) hevder at produktpatentbeskyttelse er et kriterium av over gjennomsnittlig viktighet for PE aktørers investeringsbeslutning i tidlig fase. Av vår undersøkelse fremkommer også kriteriet om bedriftens evne til å beskytte produktet gjennom patenter og lignende som viktig i PE aktørers investeringsbeslutning. Funnet til Zinecker og Rajchlová (2010) og Knockaet et al., (2010) repliseres delvis i vår undersøkelse. Eksistensen av beskyttelsesrettigheter kan innebære at bedrifter er aktive innenfor et bestemt forretningsområde, og at de har den kunnskapen som skal til for å bevise forretningsaktiviteten og deres evne til å innovere. Videre hevder Nunes et al. (2014) at produktpatentbeskyttelse har et større fokus blant aktive eierfond i USA, enn hva det har for aktive eierfond i Europa. I Europa legges det mer vekt på forståelsesnivået markedet har for produktet.

Av de åpne spørsmålene fremkommer det at innovasjonsevne og kultur ofte overgår troen på patentbeskyttelse innen bransjene oppkjøpsfond investerer i. Derfor er det rimelig å anta at aktive eierfond i tidlig fase verdsetter produktpatentbeskyttelse i høyere grad, fordi beskyttelsesrettighetene gir bevis på høy forretningsaktivitet og innovasjonsevner Zinecker og Rajchlová (2010). Empirien påpeker i denne sammenheng at produktpatentbeskyttelse er av ulik viktighet for såkornfond og venturefond, og for såkornfond og oppkjøpsfond.

Gjennomsnittsscoren for viktighet er høyest for såkornfond, deretter venturefond og minst viktig for oppkjøpsfond. Dette er illustrert grafisk nedenfor i figur 16.



Figur 16 – Gjennomsnittlig viktighet av produktpatentbeskyttelse for de aktive eierfondene

6.2.6. Markedskarakteristikker

Empirien påpeker at det er flere forhold ved markedskarakteristikker som er av viktighet for ulike typer aktive eierfond i deres investeringsbeslutning. Av vår undersøkelse fremkommer det at markedskarakteristikker har en positiv sammenheng med alle faktorene utenom lønnsomhet. En mulig forklaring på dette kan være at PE aktørene ser på investeringsbeslutningen som en helhetlig vurdering. Fordi humankapital korrelerer positivt med marked, er det trolig at PE aktører anser entreprenører med et tilfredsstillende sett med ferdigheter og erfaringer, som mer egnet til å lykkes i markedet. Derav øker viktigheten av marked. Videre er det en sterk positiv korrelasjon mellom sosialkapital og marked, hvilket kan antyde at sterke nettverksforbindelser er fordelaktig for at entreprenøren skal lykkes i markedet. Tilsvarende er en velutviklet og dynamisk forretningsplan, og et godt produkt sentrale faktorer for å lykkes i markedet.

Variablene som inngår i faktoren markedskarakteristikker tar for seg henholdsvis markedsvekst, evnen til å skape et nytt marked og internasjonal skalerbarhet. Drøftingen videre er derfor inndelt i henhold til faktorens sett med hypoteser.

Markedsvekst

H5a: Høy potensiell markedsvekst er viktig for alle typer aktive eierfond

Langsiktige kunderelasjoner, kjennskap til markedet og posisjonering er viktige forhold i forbindelse med fremtidig markedsvekst. I vår undersøkelse fremkommer disse forholdene som helt sentrale og viktige i PE aktørers investeringsbeslutning. Dette er i overensstemmelse med hva Pintado et al. (2007) og Nunes et al. (2014) hevder. Markedsvekst relaterer seg direkte til etterspørsel i markedet, inntektsprognoser og dermed gevinstpotensialet. På denne måten kan markedsvekst føre til økende inntjening, og derav lønnsomhet. Videre hevder Pintado et al. (2007) at potensiell kundevekst er av viktighet når ulike typer aktive eierfond foretar investeringsbeslutninger. Empirien indikerer at PE aktørene, uavhengig av fase, verdsetter evnen til å identifisere potensielle kunder i markedet, da dette fremkommer som svært viktig. På en annen side fremkommer også markedsstørrelse som et viktig forhold i vår undersøkelse. Dette funnet repliseres i studien til Nunes et al. (2014). En mulig forklaring på dette kan være knyttet til konkurransesituasjon og markedsrisiko. Av de åpne spørsmålene indikeres det at PE aktører foretrekker et fragmentert marked, mens andre ganger foretrekkes et konsolidert marked. Dette er noe som ofte vurderes case-by-case.

Empirien påpeker i denne sammenheng at markedsvekst er av viktighet for alle typer aktive eierfond. Siden markedsvekst kan føre til større inntjening for PE aktørene, kan dette videre øke lønnsomheten og de aktive eierfondene får med dette bedre avkastning på investeringen. Det er ingen betydelige forskjeller i hvordan de ulike fondene ser viktigheten av markedsvekt, og vi kan dermed påpeke at fondene, uavhengig av hvilken fase de opererer i, vurderer viktigheten av dette kriteriet på relativt likt nivå.

Evnen til å skape nytt marked

H5b: Entreprenørens mulighet til å skape et nytt marked er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond

Entreprenørbedriftens evne til å skape et nytt marked er et forhold som viser seg å være av mindre viktighet for PE aktørene i vår undersøkelse. En mulig forklaring på dette kan være at markedet preges av flere forhold, derav blant annet inngangsbarrierer, reguleringer og i hvilken grad markedet allerede er etablert. Disse fremkommer som viktige faktorer i vår studie. Nunes et al. (2014) hevder at evnen til å skape et nytt marked er av større viktighet for aktive eierfond i tidlig fase, enn for de som opererer i sen fase. PE aktører som opererer i sen

fase bruker sine investeringer i mange tilfeller til å styrke sin økonomiske struktur. Vanligvis er ikke målet da å skape et nytt marked. Dette funnet støttes også av Pintado et al. (2007). Av de åpne spørsmålene fremkommer det at oppkjøpsfond ofte ser etter muligheter for konsolidering i et fragmentert marked, fordi det kan skape muligheter knyttet til både markeds- og kostnadssynergier. Det er rimelig å anta at nye ideer, produkter eller tjenester er avhengig av et marked og en kundemasse, slik at PE aktørene i tidlig fase ser muligheter for vekst og lønnsomhet i fremtiden.

Empirien påpeker i denne sammenheng at evnen til å skape et nytt marked er viktigst for såkornfond og deretter oppkjøpsfond. Likevel er det ingen betydelige forskjeller i hvordan de ulike typene aktive eierfond vurderer viktigheten av dette kriteriet, og det er derfor trolig at evnen til å skape et nytt marked er viktig for alle typer aktive eierfond i deres investeringsbeslutning. En mulig forklaring på dette kan være at alle investeringer må kunne nå ut til et marked, uavhengig av hvilken fase en opererer i. Uten et marked for ideen, produktet eller tjenesten er det rimelig å anta at investeringen ikke vil kunne vokse, og derav skape lønnsomhet for PE aktørene på lang sikt. På bakgrunn av dette fremkommer det av empirien at evnen til å skape et nytt marked er viktig for alle ulike typer aktive eierfond.

Internasjonal skalerbarhet

H5c: Internasjonal skalerbarhet er viktigere for såkorn- og venturefond enn for oppkjøpsfond.

Vår undersøkelse påpeker at entreprenørbedriftens evne til å skape en markedsnisje er av viktighet for alle de ulike typene aktive eierfond. Dette funnet repliseres i studien til Knockaert et al. (2010). Nettverk, personlige og profesjonelle relasjoner har positiv påvirkning på aktive eierfonds investeringsbeslutning, og på bakgrunn av dette velger derfor mange PE aktører å investere lokalt. På en annen side indikerer Block et al. (2019) at internasjonal skalerbarhet er viktigere for PE aktører i tidlig fase enn for PE aktører i sen fase. Dette grunnet at PE aktører i sen fase ofte foretar investeringer preget av mindre risiko, samt at den potensielle porteføljebedriften allerede er lønnsom. Vår undersøkelse hevder på en annen side at entreprenørbedriftens potensiale for internasjonal ekspansjon er av viktighet for alle typer aktive eierfond. En mulig forklaring på dette kan være at aktive eierfond ofte er lokalisert i storbyer, derav urbane strøk, hvor det er større mulighet og sannsynlighet for utvikling og formidling av kunnskap (Langeland, 2006). Det er rimelig å anta at dette er i

overenstemmelse med at Rubin (2010) hevder entreprenørbedrifter lokalisert i mer landlige omgivelser antas å ha mindre tilgang på aktiv eierkapital. På bakgrunn av dette er muligheten for internasjonal skalerbarhet sannsynlig for alle typer aktive eierfond, uavhengig av hvilken fase de investerer i.

Ettersom empirien i denne sammenheng påpeker at internasjonal skalerbarhet har høyest viktighetscore for såkornfond og oppkjøpsfond, er det likevel ingen betydelig forskjell i hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av dette kriteriet i deres investeringsbeslutning. Det vil si at både såkorn- venture- og oppkjøpsfond verdsetter internasjonal skalerbarhet på relativt likt nivå, når de skal foreta vurderinger av potensielle porteføljebedrifter.

6.2.7. Bærekraft og samfunnsutvikling

Bærekraft og samfunnsutvikling som faktor i aktive eierfonds investeringsbeslutningsprosess er lite forsket på, og er for vår avhandling inkludert grunnet det økte fokuset på bærekraft generelt blant bedrifter. Faktoren viser gjennom korrelasjonsanalysen til positiv samvariasjon med både sosialkapital, forretningsplan, produkt og marked. Samvariasjonen mellom bærekraft og sosialkapital kan mulig forklares ved at dersom entreprenøren har et oppdatert nettverk, vil dette øke bedriftens bevissthet rundt bærekraft. Videre er det også sannsynlig at bedriften lettere oppnår et godt omdømme i nettverket dersom valgene reflekterer bærekraft og samfunnsutvikling. Slike bærekraftige valg fremkommer av forretningsplanen, hvilket kan forklare hvorfor en økt viktighet av bærekraft og samfunnsutvikling fører til en økt viktighet av forretningsplan i investeringssammenheng. Avslutningsvis kan også bedriftens produkt og markedsstrategi verdsettes høyere dersom bærekraft legges til grunn. Variablene som inngår i faktoren bærekraft og samfunnsutvikling tar for seg henholdsvis ESG og ansvarlige investeringer. Drøftingen videre er derfor inndelt i henhold til faktorens sett med hypoteser.

Miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG)

H6a: God ESG praksis er viktig for alle typer aktive eierfond

Funnene for vår avhandling viser til at entreprenørbedriftens generelle fokus på ESG er av større viktighet enn deres retningslinjer for og rapportering av ESG aktiviteter. Teorien påpeker også på dette punktet at entreprenørbedriftens retningslinjer for ESG ikke er av signifikant viktighet. For eksempel hevder Crifo et al. (2015) at god ESG policy ikke i utgangspunktet har en vesentlig påvirkning på ulike aktive eierfonds investeringsbeslutning,

med unntak av miljø. På en annen side indikeres det imidlertid at det er dårlig ESG praksis som påvirker investeringsbeslutningen, både innenfor miljømessige og samfunnmessige hensyn, samt selskapsstyring. Videre finner de at dårlig ESG praksis kun øker PE aktørens krav til at en investering skal kunne gjennomføres. Det vil si at både god og dårlig ESG praksis påvirker de ulike typer aktive eierfonds investeringsbeslutning, samt at bedrifter med god ESG praksis har høyere tildelingsgrad.

Empirien påpeker i denne sammenheng at ESG ikke vurderes betydelig forskjellig hos de ulike typer aktive eierfond. Det vil si at ESG praksis er av henimot tilsvarende viktighet for både såkorn-, venture- og oppkjøpsfonds investeringsvurdering. Dette indikeres også i de åpne spørsmålene hvor respondenter fra alle typene aktive eierfond påpeker at entreprenørbedriftens fokus på ESG er av betydning. Likevel antyder PE aktørene at bedriftene ikke må være perfekte på dette området på investeringstidspunktet, da etablering av retningslinjer for ESG aktiviteter er noe av det de aktive eierfondene samarbeider om i sitt eierskap av bedriftene. Det bemerkes at det er bedre både etisk og for verdiskapningen å gjøre en bedrift som er dårlig/middels på ESG god, enn å ivareta en entreprenørbedrift som allerede er gode på ESG. I den forbindelse er det avgjørende at porteføljebedriften har en ledelse og kultur som evner å kontinuerlig forbedre seg innen ESG. Fokus på ESG på investeringstidspunktet og gjennom eierskapet av entreprenørbedriften viser til positiv effekt på de aktive eierfondenes avkastning (Teti et al., 2012). Sammen med et økt fokus og stadig større bevissthet rundt bærekraft, er det derfor både naturlig og forventet at de aktive eierfondene har fokus på ESG uavhengig av om de investerer i tidlig eller sen fase.

Ansvarlig investering

H6b: Ansvarlige investeringer er viktig for alle typer aktive eierfond

Avhandlingens undersøkelse antyder at samtlige aspekter tilknyttet ansvarlige investeringer er av betydning for aktive eierfond. Dette er i overensstemmelse med tidlige teori. For eksempel finner Watts og Scales (2020) et økt fokus på samfunnsansvarlige og etiske investeringer blant aktive eierfond. Videre hevder Teti et al. (2012) at entreprenørbedrifter har høyere tildelingsgrad fra PE aktører dersom de følger prinsipper for ansvarlig investering. Av våre funn fremstår den potensielle porteføljebedriftens etiske retningslinjer som svært viktig for investeringsvurderingen. Videre fremstår også bærekraft og samfunnsansvar av betydning. I de åpne spørsmålene bemerker PE aktørene at det er viktig at produktet har en

positiv påvirkning på bærekraft og samfunnsansvar. Det opplyses også fra samtlige PE aktører at de arbeider aktivt mot FNs bærekraftsmål i sin portefølje, og at det derfor er fordelaktig om entreprenørbedriften har bevissthet rundt dette på investeringstidspunktet.

Av den gjennomførte variansanalysen fremkommer det ingen betydelig forskjell i hvordan henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond vurderer viktigheten av ansvarlige investeringer i sine investeringsbeslutninger. Empirien påpeker derfor at ansvarlige investeringer er viktig for alle de ulike typene aktive eierfond. En mulig forklaring på dette kan være at PE aktører verdsetter at entreprenørbedriften har en samfunnsansvarlig tilnærming, fordi dette antagelig innfører en mer disiplinert ledelsesmessig handling hos bedriften (Teti et al., 2012). Videre hevder Watts og Scales (2020) at samfunnsansvarlige og etiske investeringer er viktig for at PE aktørene skal oppnå et konkurransedyktig omdømme, hvilket kan forklare hvorfor dette er av viktighet for alle typene aktive eierfond.

En samlet oversikt over de aktive eierfondenes vurdering av faktorene delt på hypotesenivå oppsummeres i tabell 17. Tabellen rangerer faktorene etter total gjennomsnittlig viktighet, og gir en oversikt over hvilken type aktivt eierfond som vurderer viktigheten til henholdsvis lavest og høyest.

Rangering	Faktor	Total viktighet	Laveste viktighet	Høyeste viktighet	Hovedresultater (kvalitativt sammendrag)
1	Markedsvekst	4,4007	4,2708 (oppkjøpsfond)	4,5833 (såkornfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene, men vi ser en forskjell her
2	Produktets merverdi	4,3872	4,2533 (venturefond)	4,5625 (såkornfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
3	Internasjonalisering	4,3191	4,1333 (venturefond)	4,4688 (såkornfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
4	Forretningsplan	4,2766	4,1714 (venturefond)	4,3393 (oppkjøpsfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
5	Fremtidig vekst	4,1333	3,9844 (såkornfond)	4,3333 (venturefond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
6	Nåværende lønnsomhet	4,1277	3,9063 (såkornfond)	4,2813 (oppkjøpsfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
7	Spesifikk humankapital	3,9489	3,9312 (oppkjøpsfond)	3,9812 (såkornfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
8	Miljø, samfunn og selskapsstyring	3,8865	3,7333 (venturefond)	4,0833 (såkornfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
9	Produktpatentbeskyttelse	3,8754	3,6250 (oppkjøpsfond)	4,2321 (såkornfond)	Statistisk signifikant forskjell mellom såkornfond og venturefond, og såkornfond og oppkjøpsfond.
10	Forretnings- og finansspesifikk sosialkapital	3,7234	3,3750 (oppkjøpsfond)	4,0208 (såkornfond)	Statistisk signifikant forskjell mellom såkornfond og oppkjøpsfond
11	Nytt marked	3,5957	3,5625 (oppkjøpsfond)	3,6333 (venturefond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene
12	Ansvarlig investering	3,5915	3,4667 (venturefond)	3,7250 (såkornfond)	Ingen statistisk signifikant forskjell mellom fondene

Tabell 17 – Oversikt over de aktive eierfondenes vurdering av faktorene

Gjennom dette kapittelet er funnene fra *kapittel 5. Analyse*, drøftet opp mot tidligere teori.

Basert på disse funnene og drøftingen vil vi i neste *kapittel 7. Resultat* redegjøre for avhandlingens resultater i form av en konklusjon, samt presentere hvilke implikasjoner disse resultatene gir til teori og praksis. Avslutningsvis er det gjort rede for avhandlingens begrensninger og videre forskning.

7. Resultat

Formålet med denne avhandlingen har vært å få en bedre forståelse av det norske PE markedet ved å undersøke hvordan de ulike typene aktive eierfond vurderer viktigheten av faktorer som påvirker deres investeringsbeslutning. I dette kapittelet presenteres avhandlingens konklusjon, basert på diskusjonen som er gjennomført i *kapittel 6. Diskusjon*. Videre diskuterer vi hvilke implikasjoner undersøkelsen har for teori og praksis. Avslutningsvis fremlegges forslag for videre forskning basert på drøftingen av avhandlingens begrensninger og andre innsikter som er opparbeidet gjennom vårt forskningsarbeid.

7.1. Konklusjon

Denne avhandlingen er skrevet med hensikt å besvare følgende problemstilling «*Hvordan vurderer norske aktive eierfond viktigheten av faktorer som påvirker en investeringsbeslutning?*». Avhandlingen har todelt problemstilling hvor vi først har forsøkt å avdekke hvilke faktorer som påvirker en investeringsbeslutning generelt, for å deretter avgjøre om de ulike typene aktive eierfond vurderer viktigheten av disse likt eller ulikt. For å besvare problemstillingen har vi gjennomført en elektronisk spørreundersøkelse med norske PE aktører. Undersøkelsen er basert på besvarelser fra 51 PE aktører, som representerer totalt 30 aktive eierfond.

Gjennom litteratursøket identifiserte vi en rekke faktorer som tidligere forskning indikerer å ha en påvirkning på PE aktørers investeringsvurdering. Vi testet gyldigheten av disse faktorene implisitt i en norsk kontekst. Funnene våre indikerer at alle faktorene er av betydning i en investeringsbeslutning. Dette basert på at alle faktorene representerer ved vår undersøkelse en gjennomsnittlig viktighet på 3,7 eller mer, målt på en fempunkts viktighetsskala hvor 3 representerer et nøytralt midtpunkt. Den innsamlede empirien samsvarer med eksisterende teori for faktorene. Hva angår faktorenes viktighet fremstår den kronologiske viktigheten av faktorene slik (i) markedskarakteristikker, (ii) forretningsplan, (iii) lønnsomhet, (iv) produkt, (v) humankapital, (vi) sosialkapital, og (vii) bærekraft og samfunnsansvar. Faktorene er av tilnærmende lik viktighet for markedskarakteristikker, forretningsplan, lønnsomhet og produkt, med kun 0,09 forskjell i hva angår gjennomsnittlig viktighet. Human- og sosialkapital fremkommer som viktig, men ikke kritisk for norske PE aktører, da ledelsen kan erstattes dersom de ikke tilfredsstiller PE aktørenes krav og forventninger. Bærekraft og samfunnsansvar fremstår som undersøkelsens minst viktige

faktor. Funnet kan være misvisende da faktoren er av viktighet for PE aktørene, men ikke nødvendigvis kritisk på investeringspunktet. Bærekraft og samfunnsansvar er noe PE aktørene jobber aktivt med gjennom deres eierskap i porteføljebedriften.

Hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av gjennomgåtte faktorer i en investeringsbeslutning, retter et fokus mot signifikante forskjeller for sosialkapital og produktpatentbeskyttelse. Sosialkapital viser til en betydelig forskjell i henhold til størst viktighet for såkorn- og venturefond, i forhold til oppkjøpsfond. Dette grunnet blant annet entreprenørens behov for tredjepartsanbefaling i tidlig fase. Videre viser produktpatentbeskyttelse også til en betydelig forskjell i henhold til størst viktighet for såkorn- og venturefond. Dette grunnet blant annet entreprenørens kunnskap om forretningsaktivitet og innovasjonsevne. Verdsettelsen av faktoren markedsvekst antyder en forskjell mellom de aktive eierfondene, til tross for at forskjellen ikke er signifikant. Det betyr at vi kan antyde at markedsvekst er viktig for både såkorn- venture- og oppkjøpsfond. Empirien tilsier også at spesifikk humankapital, forretningsplan, ESG og ansvarlige investeringer er i overenstemmelse med hva tidligere forskning antyder. Det betyr at vi også kan antyde at disse faktorene er av viktighet for alle typer aktive eierfond. Avslutningsvis sier empirien at de resterende faktorene som fremtidig vekst, nåværende lønnsomhet, produktets merverdi, evnen til å skape et nytt marked og internasjonal skalerbarhet ikke påviser noen betydelig forskjell i hvordan såkorn-, venture- og oppkjøpsfond vurderer viktigheten av dem.

7.2. Teoretiske implikasjoner

Gjennom litteratursøket avdekket vi et gap i tidligere forskning hva angår hvordan ulike aktive eierfond vurderer ulike faktorer i deres vurdering av potensielle porteføljebedrifter. Det foreligger generelt mangelfull forskning på dette området og spesielt i norsk kontekst. Videre er det etter vår kunnskap også svært lite forskning som inkluderer såkornfond i sin sammenligning av aktive eierfond. Avhandlingen gir et bidrag til teorien ved å beskrive det norske PE markedet på flere områder. Vi har identifisert hvor stor populasjonen er og i tillegg gitt en generell beskrivelse av egenskaper knyttet til de aktive eierfondene. Videre gir avhandlingen en utvidet og mer helhetlig forståelse av hvordan norske aktive eierfond vurderer potensielle porteføljebedrifter.

Faktorene som er gjennomgått i avhandlingen har i tidligere forskning vist til positiv effekt på PE aktørers investeringsvurdering. På dette området samsvarer avhandlingens resultater med

eksisterende teori. Vår avhandling skiller seg likevel fra tidligere forskning ved at fenomenet studeres i en norsk kontekst, og inkluderer såkornfond i den mer tradisjonelle sammenligningen av venturefond og oppkjøpsfond. Det foreligger en sentral teoretisk implikasjon i forståelsen av hvordan de ulike aktive eierfondene vurderer viktigheten av faktorene. Avhandlingens resultater samsvarer til dels med tidligere teori på dette området, men nye innsikter blir også frembrakt. Blant annet fremkommer det av empirien at alle de ulike aktive eierfondene anser lønnsom vekst som en nødvendighet. Dette strider imot teorien om at vekst er viktigere i tidlig fase enn i sen fase. Vekstpotensialet er avgjørende for både såkorn- venture- og oppkjøpsfond, da alle ønsker avkastning på investeringen. Empirien påpeker også at alle de ulike aktive eierfondene verdsetter produktets merverdi, noe som ikke repliseres i tidligere forskning. Merverdi er et godt utgangspunkt for avkastning, og kan bidra til økt markedsappetitt for produktet. Med bakgrunn i dette fremstår vårt bidrag som et supplement til den eksisterende teorien omhandlende aktiv eierkapital.

Avslutningsvis avdekker studien flere områder hvor eksisterende forskning, etter vår kunnskap, er mangelfull. Ved de åpne spørsmålene er det kartlagt flere forhold ved faktorene som ikke dekkes i tidligere forskning. Det er blant annet forhold ved humankapital som medmenneskelige egenskaper hos entreprenøren og utskiftning av nåværende ledelse. Videre fremkommer det nye forhold ved marked og bærekraft og samfunnsutvikling som trender i markedet og fokuset på FNs bærekraftsmål. Disse bemerkelsene er verdt å trekke frem, og danner grunnlag for videre forskning.

7.3. Praktiske implikasjoner

Avhandlingen bidrar til økt kunnskap og forståelse av det norske PE marked. Ved å indikere viktigheten av tidligere identifiserte faktorer i en norsk kontekst, og vurdere viktigheten av disse for henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond, bidrar avhandlingen med å skape et mer helhetlig bilde av hvordan PE aktører vurderer potensielle porteføljebedrifter. Denne forståelsen gir implikasjoner for praksis på flere områder.

For etterspørselssiden kan økt kunnskap og forståelse av PE aktørers vurderingskriterier være av betydelig viktighet. Vi har gjennom avhandlingen avdekket og diskutert de viktigste faktorene i en investeringsvurdering. Denne innsikten gjør at entreprenører kan bli mer oppmerksomme på hvilke kriterier de blir vurdert på. Dette gir videre mulighet for å kartlegge hvordan egen bedrift presterer på disse områdene, og tydeliggjør dermed eventuelle

forbedringspotensialer. Videre er det i avhandlingen presentert hvilke alternativer for aktiv eierkapital entreprenører har tilgjengelig. Gjennom analyse- og diskusjonsarbeidet er forskjeller og likheter mellom disse tydeligere presentert. Med bakgrunn i dette vil entreprenøren i større grad kunne identifisere hvilken type aktivt eierfond det er hensiktsmessig å søke kapital fra, samt inneha kunnskap om det aktuelle aktive eierfonds vurdering av faktorene. Det kan også tenkes at avhandlingens resultater kan være av interesse for forretningsrådgivende organisasjoner, i den grad at økt kunnskap rund PE marked i Norge øker deres muligheter til å sette entreprenører i kontakt med aktuelle aktive eierfond.

Avhandlingen vil også kunne bidra med praktiske implikasjoner til PE aktører, altså tilbudssiden. De aktive eierfondene vil oppnå en oversikt over viktigheten av generelle faktorer. Dermed får de en mulighet til å vurdere egne vurderingskriterier opp mot avhandlingens funn. Videre er det gjennom undersøkelsen også avdekket nye forhold av betydning for en investeringsvurdering, som for eksempel entreprenørens medmenneskelige egenskaper, trender i markedet og fokuset på FNs bærekraftsmål. Med bakgrunn i dette kan de aktive eierfondene også bli oppmerksomme på forhold de tidligere ikke har inkludert i deres vurdering av potensielle porteføljebedrifter. Fordi avhandlingen i stor grad gir en helhetlig forståelse ved at vi har gjennomgått faktorer som påvirker en investeringsvurdering, og deretter analysert likheter og forskjeller i hvordan henholdsvis såkorn-, venture- og oppkjøpsfond vurderer viktigheten av disse faktorene, er det trolig at innsikten avhandlingen gir kan være av interesse for organisasjoner som Norsk venturekapitalforening.

7.4. Avhandlingens begrensninger

Avhandlingens formål var til å begynne med å undersøke hvilke faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital i Norge. Forskningsopplegget var tiltenkt å avdekke årsakssammenhenger, og statistisk bekrefte faktorenes påvirkning på tildelingen av aktiv eierkapital gjennom regresjonsanalyser. Etter endt datainnsamlingsprosess innså vi at vi hadde gjort en feil i utformingen av spørreundersøkelsen. De utvalgte faktorenes påvirkning på investeringsbeslutningen blir for spørreundersøkelsen kun målt implisitt. Grunnet mangel på tilstrekkelig mål på tildelingen av aktiv eierkapital hvilket fremsto som avhandlingens avhengige variabel, ble det umulig å foreta hypotesetester for å bekrefte eller avkrefte de utvalgte faktorenes påvirkning på investeringsbeslutningen. Med bakgrunn i dette så vi oss nødt til å endre avhandlingens formål, og dermed også problemstilling med tilhørende

hypoteser. Fordi vi oppdaget feilen først etter endt datainnsamlingsperiode, måtte formålet endres i henhold til hva den innsamlede empirien kunne besvare da vi tidsmessig ikke ville rukket å gjennomføre en ny datainnsamlingsprosess. Det vedlagte informasjonsskrivet beskriver derfor avhandlingens tiltenkte formål. Dette fremstår som avhandlingens klart største begrensning.

Den gjennomførte forskningen har mange likheter med det tiltenkte formålet. Til tross for at vi ikke kan bekrefte faktorenes påvirkning i det norske PE markedet statistisk, mener vi at det er rimelig å anta at faktorene er av viktighet for norske aktive eierfond. Dette basert på at gjennomgått forskning i stor grad er fra Europa, og at vi i avhandlingen implisitt har bekreftet at de utvalgte faktorene er av viktighet for undersøkelsens respondenter. På bakgrunn av dette fant vi det hensiktsmessig å undersøke eventuelle forskjeller og likheter i hvordan såkorn-venture- og oppkjøpsfond vurderer viktigheten av gjennomgåtte faktorer, hvilket også fremkom som gjennomførbart med tanke på innsamlet empiri. Den gjennomførte forskningen var til å begynne med tiltenkt som et forslag for videre forskning, dog ser vi det som et hensiktsmessig bidrag til teorien da det gir en dypere og mer helhetlig forståelse av det norske PE markedet.

Avslutningsvis har ressursknapphet i form av avhandlingens tidsramme og egen kapasitet begrenset omfanget av avhandlingen. Det er mulig at det er andre sentrale faktorer som vi ikke har lyktes med å identifisere som burde inngått i undersøkelsen. Videre kan det faktum at vi selv har kartlagt populasjonen i mangel på en eksisterende oversikt, fremstå som en begrensning dersom populasjonen er feilaktig beregnet. Hvis populasjonen er vesentlig større enn hva vi har identifisert, er det mulig at avhandlingens utvalg er for lite til at funnene kan fremstå som generaliserbare.

7.5. Videre forskning

Til tross for at det foreligger en rekke forskning på PE markedet og hvilke vurderingskriterier PE aktører verdsetter i sin investeringsvurdering, er området langt fra ferdig utforsket.

Gjennom arbeidet med masteravhandlingen har vi kommet over en rekke interessante forhold omhandlende temaet, hvilket har gitt gode diskusjoner. Grunnet avhandlingens begrensninger og egen arbeidskapasitet er ikke alle forholdene inkludert og diskutert gjennom avhandlingen. Vi ønsker derfor å presentere disse som forslag til videre forskning.

Først og fremst ønsker vi å frembringe avhandlingens opprinnelige formål som forslag til videre forskning. Ved å statistisk bekrefte og/eller avkrefte faktorenes påvirkning på tildelingen av aktiv eierkapital i Norge kan det foretas en rekke interessante sammenligninger. En slik undersøkelse vil kunne frembringe kunnskap om PE markedet i Norge skiller seg fra andre land. Det vil også kunne være av interesse å undersøke om det aktive eierfondets valg av investeringsbransje påvirker hvilke faktorer som verdsettes høyest, eller om det aktive eierfondets størrelse (antall ansatte, kapitalbase osv.) påvirker vurderingen av faktorene. Videre kan det også være hensiktsmessig å foreta en mer nyansert undersøkelse hvor påvirkningen fra kun et fåtall av faktorene undersøkes. Dette for å få frem flere påvirkende aspekter rundt faktoren. Det vil også være av interesse å undersøke mer investeringsspesifikke forhold blant det norske PE markedet. Av forhold som bør undersøkes er betydningen av en veldefinert exit strategi, medinvestorer, investeringssum og investeringens tidshorisont. En slik undersøkelse vil være hensiktsmessig både på et overordnet nivå, men også for å belyse eventuelle forskjeller mellom de ulike aktive eierfondene.

Gjennom arbeidet med avhandlingen har vi også oppdaget at det foreligger en forskjell i andelen kvinnelige og mannlige entreprenører som mottar aktiv eierkapital i Norge. Det vil derfor være interessant å inkludere kjønn i denne typen studier, både for etterspørsels- og tilbudssiden. Fra etterspørselssiden er en mulig vinkling å undersøke om det foreligger vesentlige forskjeller mellom kvinnelige og mannlige entreprenører som kan forklare finansieringsgapet mellom dem. Videre kan det også være nyttig å undersøke om kvinnelige og mannlige PE aktører har ulike preferanser hva angår en investeringsvurdering.

Overnevnte forslag tar for seg forskning basert på forhold som forekommer på selve investeringstidspunktet. Avslutningsvis kan det også være av interesse å undersøke utviklingen hos entreprenørbedrifter med PE aktører på eiersiden. Aktuelle vinklinger kan være å undersøke hvorvidt de aktive eierfondene bidrar til lønnsom vekst i entreprenørbedriften, sammenlignet med bedrifter som ikke er tildelt aktiv eierkapital. Motsatt kan det undersøkes i hvilken grad de aktive eierfondene lykkes med å oppnå ønsket avkastning, samt foreta sammenligninger mellom fondene i henhold til oppnådd avkastning.

Referanser

- Achtenhagen, L., Naldi, L. & Melin, L. (2010). "Business growth"--do practitioners and scholars really talk about the same thing? *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34(2), 289.
- Alsos, G. A., Isaksen, E. J. & Ljunggren, E. (2006). New Venture Financing and Subsequent Business Growth in Men- and Women-Led Businesses. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(5), 667-686. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00141.x>
- Amin, T. T. (2019). *Inferential Statistics*. Cairo University.
- Batjargal, B. & Liu, M. (2004). Entrepreneurs' Access to Private Equity in China: The Role of Social Capital. *Organization Science*, 15(2), 159-172. <https://doi.org/10.1287/orsc.1030.0044>
- Becker, G. S. (1975). *Human capital, A theoretical and empirical analysis with special reference to education* (2. utg.). New York NBER.
- Berg, N. G. & Foss, L. (2002). *Entreprenørskap : kjønn, livsløp og sted*. Oslo: Abstrakt forl.
- Berglann, H., Golombek, R. & Røed, K. (2013). Entreprenørskap i Norge - mest for menn? *Søkelys på arbeidslivet*, 30(1-2), 3-21.
- Berthon, B. (2010). Responding to the crisis: redefining corporate value. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10(4), 354-359. <https://doi.org/10.1108/14720701011069588>
- Bjor, H. (2011). *Fra idé til vekst*. Oslo: H. Bjor.
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S. & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329-352. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>
- Bosma, N., van Praag, M., Thurik, R. & de Wit, G. (2004). The Value of Human and Social Capital Investments for the Business Performance of Startups. *Small Business Economics*, 23(3), 227-236.
- Bouzahir, B. & ed-Dafali, S. (2018). Venture Capitalists' Investment Decision Criteria for New Ventures: An Exploratory Study in Morocco. *Turkish Journal of Business Ethics*, 11(2), 151-163. <https://doi.org/10.12711/tjbe.2018.11.2.0021>
- Brush, C. G., Carter, N. M., Greene, P. G., Hart, M. M. & Gatewood, E. (2010). The role of social capital and gender in linking financial suppliers and entrepreneurial firms: A framework for future research. *Venture Capital*(Issue), s. 305-323.
- Burns, P. (2016). *Entrepreneurship and small business : start-up, growth and maturity* (4th ed. utg.). Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Colombo, M. G. & Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, 25(6), 610-626. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.01.005>
- Crifo, P., Forget, V. D. & Teyssier, S. (2015). The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. *Journal of Corporate Finance*, 30(1), 168-194. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.006>
- Davidsson, P., Achtenhagen, L. & Naldi, L. (2010). Small Firm Growth *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 6(2), 69-166.
- Davidsson, P. & Honig, B. (2003). The role of social and human capital among nascent entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 18(3), 301-331. [https://doi.org/10.1016/s0883-9026\(02\)00097-6](https://doi.org/10.1016/s0883-9026(02)00097-6)

- Etikan, I., Musa, S. A. & Alkassin, R. S. (2016). Comparison of Convenience Sampling and Purposive Sampling. *American Journal of Theoretical and Applied Statistics*, 5(1). <https://doi.org/10.11648/j.ajtas.20160501.11>
- Gilding, M. (2005). Families and fortunes: Accumulation, management succession and inheritance in wealthy families. *Journal of Sociology*, 41(1), 29-45. <https://doi.org/10.1177/1440783305050962>
- Gough, D., Oliver, S. & Thomas, J. (2012). *An introduction to systematic reviews*. Los Angeles: SAGE.
- Greene, P. G. & Brown, T. E. (1997). Resource needs and the dynamic capitalism typology. *Journal of Business Venturing*, 12(3), 161-173. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(96\)00060-2](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(96)00060-2)
- Grünfeld, L. A., Grimsby, G., Clausen, T. & Madsen, E. L. (2009). *Veksthus eller såkorn til spille? Evaluering av ordningene for såkornfond under Innovasjon Norge* (MENON-publikasjon). Oslo MENON Business Economics.
- Grünfeld, L. A., Hernes, S., Idland, V., Hvide, H. & Olsson, E. (2019). *Kvinnelig entreprenørskap i Norge: Utviklingstrekk, hindre og muligheter* (Menon Economics).
- Grünfeld, L. A. & Jakobsen, E. W. (2007). Private equity ; kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster? *Norsk økonomisk tidsskrift [elektronisk ressurs]*, 121(1), 39-54.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J. & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis* (7th ed., Pearson new international ed. utg.). Harlow: Pearson.
- Haraldsen, G. (1999). *Spørreskjemametodikk : etter kokebokmetoden*. Oslo: Ad Notam Gyldendal.
- Harrison, R. T. & Mason, C. M. (2000). Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 2(3), 223-242. <https://doi.org/10.1080/13691060050135091>
- Haugli, H. (2015). Kommentar: Norge trenger aktive eierfond E24. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/11xw9G/kommentar-norge-trenger-aktive-eierfond?fbclid=IwAR0C-eqDqHkVUrMetzUbufaQVU3KNHEI-3YtWulDi8jB63IYYyXAT3MDFak>
- Hognestad, R. E. (2011). *NVCA Jubileumsbok* (Norsk Venturekapitalforening).
- Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1996). *Metodevalg og metodebruk* (3. utg. utg.). Oslo: TANO.
- Horvatinović, T. & Orsag, S. (2018). Crowdfunding in a Context of Financing Firms Through Their Life Cycle. *Zagreb International Review of Economics and Business*, 21(1), 105-118. <https://doi.org/10.2478/zireb-2018-0006>
- Hsu, D. H. (2007). Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), 722-741. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.02.022>
- Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A. & McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16(1), 1-25. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.825527>
- Innovasjon Norge. (2019). *Vekstbedrifter i Norge - Kultur for vekst* Oslo Innovasjon Norge
- Jacobsen, D. I. (2000). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? : innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Jakobsen, O., Nystad, Ø. & Jaminon, J. (2008). Er målsetningen om økonomisk vekst forenlig med kravet om bærekraftig utvikling? *Magma*, 11(4), 66-76.

- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg. utg.). Oslo: Abstrakt forl.
- Johnsen, P. F. F., Grimsby, G. & Lind, L. H. (2019). *Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge* (Menon Economics).
- Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>
- Kaplan, S. N. & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- Kinserdal, F. (2019). Vekst - men lønnsomt? . *NHH Bulletin*. Hentet fra https://www.nhh.no/nhh-bulletin/artikkelarkiv/2019/mai/vekst---men-lonnsomt/?fbclid=IwAR2bmeBhYxiunfr4DRSXgPD5QgsTRWcMwBUkagRc_LDAuoSZ_IsB6HOVJZk
- Knockaert, M., Clarysse, B. & Wright, M. (2010). The extent and nature of heterogeneity of venture capital selection behaviour in new technology-based firms. *R & D Management*, 40(4), 357-371. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9310.2010.00607.x>
- La Rocca, M., La Rocca, T. & Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *An Entrepreneurship Journal*, 37(1), 107-130. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>
- Langeland, O. (2006). *Entreprenørskap og risikokapital IO*. Spilling (Red.), *Entreprenørskap på norsk* (2nd ed. utg., s. 147-168). Bergen Fagbokforlaget
- Lee, K. M. (2007). So What is the 'Triple Bottom Line'? *The International Journal of Diversity in Organizations, Communities, and Nations: Annual Review*, 6(6), 67-72. <https://doi.org/10.18848/1447-9532/CGP/v06i06/39283>
- Linnerud, K., Oklevik, O. & Slettvoll, H. (2004). *Statistisk analyse med SPSS*. Sogndal: Høgskulen i Sogn og Fjordane, Avdeling for økonomi og språk.
- Maas, C., Steinhagen, P., Prosch, D. & Pinkwart, A. (2020). The role of innovation in venture capital and private equity investments in different investment phases. *Venture Capital*, 22(1), 105-126. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1526864>
- Mason, C. & Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248. <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- NESH. (2016). *Forskningsetiske retningslinjer for samfunnsvitenskap, humaniora, juss og teologi*. Oslo: De nasjonale forskningsetiske komiteene.
- Norges Bank Investment Management. (2018). *Responsible investment: Government Pension Fund Global* Oslo.
- Norsk venturekapitalforening. (u.å.). Bærekraft Hentet 29.04 2020 fra https://www.nvca.no/prosjekter/baerekraft/?fbclid=IwAR0jVNuCEZThhVSoL3kzxRyswSNnuiJLZWdKkSOk18jL_oqiDPt8qmoxyI
- Nunes, J. C., Félix, E. G. S. & Pires, C. P. (2014). Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 21(3), 505-527. <https://doi.org/10.1108/jsbed-10-2013-0165>
- Nyeng, F. (2012). *Nøkkelbegreper i forskningsmetode og vitenskapsteori*. Bergen: Fagbokforlaget.

- Pallant, J. (2010). *SPSS survival manual : a step by step guide to data analysis using SPSS* (4th ed. utg.). Maidenhead: McGraw-Hill Open University Press.
- Penrose, E. T. (2009). *The theory of the growth of the firm*. Oxford ;,New York: Oxford University Press.
- Pintado, T. R., de Lema, D. G. P. & van Auken, H. (2007). Venture capital in Spain by stage of development. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 68-88.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2007.00199.x>
- Repstad, P. (2007). *Mellom nærhet og distanse : kvalitative metoder i samfunnsfag* (4. rev. utg. utg.). Oslo: Universitetsforl.
- Ringdal, K. (2013). *Enhet og mangfold : samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode* (3. utg. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Rubin, J. S. (2010). Venture Capital and Underserved Communities. *Urban Affairs Review*, 45(6), 821-835. <https://doi.org/10.1177/1078087410361574>
- Schumpeter, J. A. (1934). *The theory of economic development*. Cambridge, MA Harvard University Press.
- Simic, M. (2015). Investment criteria set by venture capitalists. *Ekonomski Vjesnik*, 28(2), 457-479.
- Spilling, O. R. (2006). *Entreprenørskap på norsk* (2. utg. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Spilling, O. R. & Johansen, V. (2011). *Entreprenørskap i utdanningen : perspektiver og begreper*. Oslo: NIFU.
- Spliid, R. (2013). Is nordic private equity different? *Journal of Private Equity*, 16(2), 38-57.
<https://doi.org/10.3905/jpe.2013.16.2.038>
- Steen, C. (2020). *Family Office*. Family Business Norway
- Steier, L. & Greenwood, R. (1995). Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.
- Swedberg, R. (2000). *Entrepreneurship : the social science view*. Oxford: Oxford University Press.
- Syrstad, R. S. & Grimsby, G. (2017). *Value Creation Analysis for Private Equity Funds in Norway 2017 - Seed, Venture and Buyout* (MENON-Publication).
- Sørheim, R. (2012). Finansiering av vekstbedrifter II. I. Jenssen, L. Kolvereid & T. Erikson (Red.), *Perspektiver på entreprenørskap* (2. utg., s. 237-252). Kristiansand Cappelen Damm Høyskoleforl.
- Sørheim, R. & Isaksen, E. (2008). *Unge bedrifters kapitalbehov og det offentliges rolle* (NTNU Entrepreneurship Center, Handelshøyskolen i Bodø).
- Teti, E., Dell'Acqua, A. & Zocchi, F. (2012). UN PRI and private equity returns. Empirical evidence from the US market. *Investment Management & Financial Innovations*, 9(3).
- Tjora, A. H. (2017). *Kvalitative forskningsmetoder i praksis* (3. utg. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Traaseth, K. T. (2014). *Refleksjoner om kapitalmangelen i tidligfase*. Norsk Venturekapitalforening (NVCA).
- Tufte, P. A. (2005). Statistisk genrealisering *Forelesningsnotat*. UiO.
- Tufte, P. A. (2018). *Hvordan lese kvantitativ forskning?* Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Uzzi, B. (1999). Embeddedness in the making of financial capital: how social relations and networks benefit firms seeking financing. *American Sociological Review*, 64(4), 481.
<https://doi.org/10.2307/2657252>
- Valås, H. (2006). *Elementær statistikk*. Kompendium. NTNU

- van Pottelsberghe de la Potterie, B. & Romain, A. (2004). The Economic Impact of Venture Capital. I(Vol. 2004,18): Deutsche Bundesbank, Research Centre.
- Vinje, V. (2014). *Kompetent kapital: Innovasjon, eierskap og skatt* (Civita). Oslo: Civita AS.
- Watts, N. & Scales, I. R. (2020). Social impact investing, agriculture, and the financialisation of development: Insights from sub-Saharan Africa. *World Development*, 130. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2020.104918>
- Widding, Ø. (2006). Forretningsplanen IJ. I. Jenssen, L. Kolvereid, T. Erikson & T. Bjerås (Red.), *Perspektiver på entreprenørskap*. Kristiansand: Høyskoleforl.
- Wolff-Skjelbred, C. (2018 14.11.2018). Såkornfond Hentet 23.03.2020 fra <https://www.innovasjon Norge.no/no/tjenester/fond/sakornfond/>
- Zacharakis, A. L. & Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(98\)00016-0](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(98)00016-0)
- Zinecker, M. & Rajchlová, J. (2010). Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 58(6), 641-652. <https://doi.org/10.11118/actaun201058060641>

Vedlegg 1 – Informasjonsskriv

Forespørsel om deltagelse i forskningsprosjektet: *Tildeling av aktiv eierkapital*

Dette er en forespørsel til deg om å delta i et forskningsprosjekt hvor formålet er å avdekke hvilke vurderingskriterier som legges til grunn i tildelingen av aktiv eierkapital i Norge. I dette skrivet gir vi deg informasjon om prosjektets mål og hva deltagelse vil innebære for deg.

Formål

Vi er to masterstudenter ved Universitetet i Sørøst-Norge som våren 2020 skriver vår masteravhandling innenfor Industriell Økonomi. Formålet med avhandlingen er å undersøke hvilke faktorer som påvirker tildelingen av aktiv eierkapital (Private Equity). Videre vil vi kartlegge viktigheten av disse faktorene i en norsk kontekst, samt om det er andre forhold som påvirker en slik investeringsbeslutning. Bakgrunnen for dette er at det gjennom tidligere forskning er avdekket en rekke faktorer som påvirker investeringsbeslutningen til PE investorer, men foreligger lite forskning på dette temaet i Norge.

Utvalget vil bestå av en rekke PE selskaper, som opererer innenfor ulike bransjer og investerer i ulike faser. For å undersøke dette ønsker vi å benytte oss av spørreundersøkelser som sendes ut til de som har å gjøre med selve investeringsbeslutningen innenfor hvert selskap.

Problemstillingen vi har valgt å besvare er:

«Hvilke faktorer påvirker tildelingen av aktiv eierkapital i Norge?»

Hva innebærer det for deg å delta?

Hvis du som beslutningstaker velger å delta vil du bli tilsendt en lenke til Nettskjema per e-post, hvor du finner det elektroniske spørreskjemaet om temaet faktorer som påvirker PE investorens investeringsbeslutning. Vi søker informasjon om bedriftens kriterier for en investeringsbeslutning i tillegg til respondentens erfaringer og kunnskap generelt. Det vil bli sendt ut et spørreskjema til hver respondent. Velger du å delta i undersøkelsen, innebærer det at du fyller ut et spørreskjema, som vil ta ca. 20 minutter. Svarene vil bli registrert elektronisk via analytiske verktøy, og videre benyttet i arbeidet med masteravhandlingen.

Undersøkelsen er i utgangspunktet anonym og det registreres ikke e-post/IP-adresse til respondentene. Men det kan være mulig at noen få personer kan identifiseres i datamaterialet grunnet en kombinasjon av bakgrunnsopplysninger (eksponert stilling i et selskap + selskapets navn). Uansett vil alle resultater presenteres slik at ingen enkeltpersoner kan identifiseres.

Det er frivillig å delta

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

Ditt personvern – hvordan vi oppbevarer og bruker dine opplysninger

Vi vil bare bruke opplysningene du har oppgitt til det beskrevne formålet. Vi behandler opplysningene og informasjonen om bedriften konfidensielt og i samsvar med personvernregelverket. Dataene vil bli oppbevart på passordbeskyttet PC, og vil kun være tilgjengelig for de to involverte studentene og veileder. Dataene og resultatene som presenteres i avhandlingsrapporten vil ikke kunne spores tilbake til bedriftene eller enkeltindividene. Prosjektet avsluttes 01.06.2020. Innsamlede data vil bli slettet etter avslutningsdato.

Dine rettigheter

Så lenge du kan indirekte identifiseres i datamaterialet (ved kombinasjonen av arbeidssted, stilling, kjønn og aldersintervall), har du rett til:

- innsyn i hvilke personopplysninger som er registrert om deg, og å få utlevert en kopi av opplysningene,
- å få rettet personopplysninger om deg,
- å få slettet personopplysninger om deg, og
- å sende klage til Datatilsynet om behandlingen av dine personopplysninger.

Etter gjennomført spørreundersøkelse kan du be om å få tilsendt kvittering av dine svar per e-post. Dette gjøres i vinduet som kommer opp etter å ha trykt «send» når spørreundersøkelsen er ferdig utfylt. Kvittering er en tjeneste Nettskjema tilbyr, og må gjøres før fanen lukkes. Dersom du glemmer å trykke for tilsendt kvittering, vil det for oss kun i noen tilfeller være mulig å sende svarene i en e-post. Dette fordi flertallet av respondentene vil det ikke være mulig å gjenfinne det spesifikke svaret blant alle innsendte svar.

Hva gir oss rett til å behandle personopplysninger om deg?

Vi behandler opplysninger om deg basert på ditt samtykke. Ditt samtykke gir du ved å trykke «ja» på spørsmålet «Samtykker du til å delta i spørreundersøkelsen, og til at dine opplysninger behandles som beskrevet i informasjonsskrivet til prosjektet er avsluttet?»

På oppdrag fra Universitetet i Sørøst-Norge har NSD – Norsk senter for forskningsdata AS vurdert at behandlingen av personopplysninger i dette prosjektet er i samsvar med personvernregelverket.

Hvor kan jeg finne ut mer?

Hvis du har spørsmål til studien kan du ta kontakt med:

Lene Våle Isaksen	mail: lenevaaleisaksen@hotmail.com
Ida Kasin:	mail: ida_kasin@hotmail.com
Veileder for prosjektet: Lise Feirud	mail: lise.feirud@usn.no
USNs personvernombud	mail: personvernombud@usn.no

Med vennlig hilsen,

Ida Kasin og Lene Våle Isaksen

Vedlegg 2 – Spørreskjema

Samtykker du til å delta i spørreundersøkelsen, og til at dine opplysninger behandles som beskrevet i informasjonsskrivet til prosjektet er avsluttet? *

Ja

Nei

1. Grunnleggende spørsmål

1.1 Hvilket kjønn er du? *

Kvinne

Mann

1.2 Hvor gammel er du? *

20-30 år

31-40 år

41-50 år

51-60 år

61 år eller mer

1.3 Har du høyere utdanning? *

Fullført grad på fagskole, høyskole eller universitet

Ja

Nei

1.4 Hva slags utdanning har du? *

Økonomi og ledelse

Ingeniør

IT

Finans

Rettsvitenskap

Helse

Fagskole/yrkesfaglig

Annet (vennligst spesifiser i feltet under)

*

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser i feltet under)» er valgt i spørsmålet «1.4 Hva slags utdanning har du?»

1.5 Hva slags utdanning har du? *

- Økonomi og ledelse
- Ingeniør
- IT
- Finans
- Rettsvitenskap
- Helse
- Fagskole/yrkesfaglig
- Annet (vennligst spesifiser i feltet under)

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser i feltet under)» er valgt i spørsmålet «1.5 Hva slags utdanning har du?»

1.6 Har du tidligere erfaring med entreprenørskap? *

Om du selv har startet opp en ny virksomhet eller vært ansatt i oppstartsfasen av en bedrift

- Ja
- Nei

1.7 Innenfor hvilken bransje/industri har du tidligere arbeidserfaring fra? *

- Bank/finans
- Industri/produksjon
- Helse
- IKT/telekom
- Logistikk
- IT: Hardware/software
- Juridisk rådgivning
- Shipping/offshore/maritime
- Engineering
- Annet (vennligst spesifiser i feltet under)

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser i feltet under)» er valgt i spørsmålet «1.7 Innenfor hvilken bransje/industri har du tidligere arbeidserfaring fra?»

1.8 Hva slags stilling har du på din nåværende arbeidsplass? *

- CEO
- CFO/COO/CDO
- Associate
- Founding Partner
- Partner
- Principal
- Managing Partner
- Investment Manager
- Investment Director
- Analyst
- Annet (vennligst spesifiser i feltet under)

*

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser i feltet under)» er valgt i spørsmålet «1.8 Hva slags stilling har du på din nåværende arbeidsplass?»

1.9 Hvilken bedrift representerer du? *

1.10 Hvilken kategori representerer deres bedrift? *

Private Equity tar for seg såkornfond, venturefond og oppkjøpsfond. Kryss av det som passer best for bedriften du representerer

- Såkornfond
- Venturefond
- Oppkjøpsfond
- Annet (vennligst spesifiser under)

*

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser under)» er valgt i spørsmålet «1.10 Hvilken kategori representerer deres bedrift?»

1.11 Hvilken fase investerer deres bedrift i? *

Idé- og utviklingsfase = Intensiv forskning og utvikling av teknologi

Etablering- og kommersialiseringsfase = Teknologi er ferdig utviklet og produktet/tjenesten introduseres i markedet

Konsolideringsfase = Bedriften opererer med positiv kontantstrøm og veksten flater ut

- Idé- og utviklingsfase
- Etablering- og kommersialiseringsfase
- Konsolideringsfase

1.12 Hvilke bransjer investerer dere hovedsaklig innenfor? *

- Bank/finans
- Salg/markedsføring
- Helse og medisin
- IKT/telekom
- Logistikk
- IT: Hardware/software
- Juridisk rådgivning
- Shipping/offshore/maritime
- Engineering
- Eiendom
- Energi
- Fiskeindustri
- Kommunikasjon/forlag/media
- Annet (vennligst spesifiser i feltet under)

*

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser i feltet under)» er valgt i spørsmålet «1.12 Hvilke bransjer investerer dere hovedsaklig innenfor?»

1.13 Hvilke geografiske områder investerer dere innenfor? *

- Innenfor kommunen og nærmeste nabokommuner
- Innenfor fylket og nærmeste nabofylker
- Hele Norge
- Norden
- Annet (vennligst spesifiser i feltet under)

*

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Annet (vennligst spesifiser i feltet under)» er valgt i spørsmålet «1.13 Hvilke geografiske områder investerer dere innenfor?»

1.14 Hvor stor kapitalbase disponerer dere til investering i porteføljebedrifter? *

- < 50 millioner
- 50 - 100 millioner
- 100 - 300 millioner
- 300 - 500 millioner
- 500 millioner - 1 milliard
- > 1 milliard

1.15 Hvor mange porteføljebedrifter har dere? *

< 20 bedrifter

20 - 40 bedrifter

41 - 60 bedrifter

61 - 80 bedrifter

81 - 100 bedrifter

> 100 bedrifter

2. Spørsmål relatert til vurderingskriterier

Nedenfor følger ulike faktorer som har med en investeringsbeslutning og gjøre. Du skal etter best evne besvare spørsmålene etter en viktighetsskala.

Hver faktor skal vurderes mot hverandre, slik at de faktorene som gis svaralternativet "svært viktig" representerer deres viktigste vurderingskriterier.

Er det faktorer som ikke vurderes i deres investeringsbeslutninger, krysses det av for "ikke releva

2.1 Entreprenøren/ledelsen

2.1.1 Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?

Med ledelsen menes entreprenøren, entreprenørteamet eller bedriftens ledelse.

	Ikke viktig	Lite viktig	Nøytral	Ganske viktig	Svært viktig	Ikke relevant
Ledelsens erfaring fra tidligere virksomhetsetablering *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens suksess ved tidligere virksomhetsetablering *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens erfaring med idé og forretningsutvikling *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens ledererfaring *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens lederferdigheter *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens gjennomføringsevne *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens tidligere bedriftsrelaterte prestasjoner *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens erfaring fra den aktuelle bransjen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens kunnskap om og erfaring med målmarkedet *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Ledelsens utdanningsnivå *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens utdanning innenfor det spesifikke bransjen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens personlig nettverk *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens forretningsnettverk *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens omdømme i felles forretningsnettverk *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kontakt med forretningsrådgivende organisasjoner *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

2.1.2 Er det andre forhold ved entreprenøren/ledelsen enn de overnevnte som har påvirkning på deres investeringsbeslutning?

3. Forretningsplan

3.1 Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?

	Ikke viktig	Lite viktig	Nøytral	Ganske viktig	Svært viktig
Den totale kvaliteten på forretningsplanen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nøyaktighet i innholdet i forretningsplanen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Deres tillit til fakta som presenteres i forretningsplanen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Presentasjon av forretningsmodellen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens utforming av forretningsplanen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Presentasjon av ledelsens virkelige tanker om bedriften *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nivået på analysen generelt som blir presentert i forretningsplanen *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

2.2.2 Er det andre forhold ved forretningsplanen enn de overnevnte som har påvirkning på deres investeringsbeslutning?

4. Lønnsomhet

4.1 Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?

	Ikke viktig	Lite viktig	Nøytral	Ganske viktig	Svært viktig
Tid før bedriften oppnå break-even *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tid før bedriften oppnår positiv kontantstrøm *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens likviditet *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens profittmargin eller estimerte profittmargin *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens årlige omsetningsvekst *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens potensiale for å bli en vekstbedrift *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Potensialet for fremtidig børsnotering *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

2.3.2 Er det andre forhold ved lønnsomhet enn de overnevnte som har påvirkning på deres investeringsbeslutning?

5. Produktet

5.1 Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?

I undersøkelsen benyttes begrepet produkt for både fysiske produkter og immaterielle produkter (f.eks. tjenester)

	Ikke viktig	Lite viktig	Nøytral	Ganske viktig	Svært viktig
Produktet og dets egenskaper *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produktets aksept i markedet *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produktets unikhhet sammenlignet med eksisterende produkter *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Utviklingen av produktet er basert på etterspørsel i markedet *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produktet har et brukervennlig design *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produktet er konkurransedyktig priset *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriften har utviklet en velfungerende prototype av det de ønsker å selge *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
produktet er utviklet og produsert med kjerne teknologi som bedriften eier *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens evne til å beskytte det utviklede produktet gjennom patenter og lignende *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Teknologibasert risiko forbundet med å investere i den potensielle bedriften *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Generell innovasjon i første vurdering av en potensiell bedrift *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Prosesinnovasjon (utvikling av nye måter å fremstille eller distribuere produkter og tjenester på) *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produktinnovasjon (utviklingen av nye teknologier og produkter i markedet) *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

2.4.2 Er det andre forhold ved produktet enn de overnevnte som har påvirkning på deres investeringsbeslutning?

6. Marked

6.1 Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?

	Ikke viktig	Lite viktig	Nøytral	Ganske viktig	Svært viktig
Bedriftens evne til å skape en ny markedsnisje *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens evne til å skape et nytt marked *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens evne til å identifisere potensielle kunder *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vekstpotensialet i markedet bedriften etablerer seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens potensial til å skape langsiktige relasjoner med kunder *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Konkurransesituasjonen i markedet bedriften etablerer seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens tilgang til effektive distribusjonskanaler *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Inngangsbarrierer i markedet bedriften ønsker å etablere seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Markedsstørrelse på markedet bedriften ønsker å etablere seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens posisjonering i markedet de ønsker å etablere seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kjennskap til markedet bedriften ønsker å etablere seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
I hvilken grad markedet allerede er etablert *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Reguleringer bedriften må forholde seg til i markedet de ønsker å etablere seg i *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Markedsbasert risiko forbundet med å investere i den potensielle bedriften *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Potensialet for bedriftens produkter og eller tjenester til å bli solgt i et internasjonalt marked *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

2.5.2 Er det andre forhold ved markedet enn de overnevnte som har påvirkning på deres investeringsbeslutning?

2.6 Bærekraft og samfunnsansvar

2.6.1 Hvor viktig eller uviktig mener du at følgende faktorer er?

	Ikke viktig	Lite viktig	Nøytral	Ganske viktig	Svært viktig	Ikke relevant
Den potensielle porteføljebedriftens generelle fokus på miljø, sosiale faktorer og selskapsstyring (ESG) *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Den potensielle porteføljebedriftens retningslinjer for ESG *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens rapportering av implementerte ESG aktiviteter *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens fokus på sosialt entreprenørskap (utvikle nye løsninger på sosiale og samfunnmessige problemer) *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Den potensielle porteføljebedriftens evne til å følge standarder for bærekraft? F.eks. ISO-20400, ISO 14020, ISO 14000-serien, osv. *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Den potensielle porteføljebedriftens evne til å følge standarder for samfunnsansvar? F.eks. ISO-26000, NS 11201, osv. *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bedriftens etiske retningslinjer *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelsens mangfold (alder, kjønn, etnisitet) *	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

2.7 Annet

2.7.1 Er det andre faktorer du mener er viktig i en investeringsbeslutning?

2.6.2 Er det andre forhold ved bærekraft og samfunnsansvar enn de overnevnte som har påvirkning på deres investeringsbeslutning?

Vedlegg 3 – Meldeskjema for behandling av personopplysninger NSD sin vurdering

Prosjektittel

Tildeling av aktiv eierkapital

Referansenummer

907933

Registrert

27.02.2020 av Ida Kasin - 139687@student.usn.no

Behandlingsansvarlig institusjon

Universitetet i Sørøst-Norge / Handelshøyskolen / Institutt for industriell økonomi, strategi og statsvitenskap

Prosjektansvarlig (vitenskapelig ansatt/veileder eller stipendiat)

Lise Feirud, lise.feirud@usn.no, tlf: 4731009946

Type prosjekt

Studentprosjekt, masterstudium

Kontaktinformasjon, student

Ida Kasin, ida_kasin@hotmail.com, tlf: 95749166

Prosjektperiode

01.01.2020 - 01.06.2020

Status

17.03.2020 - Vurdert

17.03.2020 - Vurdert

Det er vår vurdering at behandlingen av personopplysninger i prosjektet vil være i samsvar med personvernlovgivningen så fremt den gjennomføres i tråd med det som er dokumentert i meldeskjemaet den 19.03.2020 med vedlegg, samt i meldingsdialogen mellom innmelder og NSD. Behandlingen kan starte.

MELD VESENTLIGE ENDRINGER

Dersom det skjer vesentlige endringer i behandlingen av personopplysninger, kan det være nødvendig å melde dette til NSD ved å oppdatere meldeskjemaet. Før du melder inn en endring, oppfordrer vi deg til å lese om hvilke type endringer det er nødvendig å melde:

https://nsd.no/personvernombud/meld_prosjekt/meld_endringer.html

Du må vente på svar fra NSD før endringen gjennomføres.

TYPE OPPLYSNINGER OG VARIGHET

Prosjektet vil behandle alminnelige kategorier av personopplysninger frem til 01.06.2020.

LOVLIG GRUNNLAG

Prosjektet vil innhente samtykke fra de registrerte til behandlingen av personopplysninger. Vår vurdering er at prosjektet legger opp til et samtykke i samsvar med kravene i art. 4 og 7, ved at det er en frivillig, spesifikk, informert og utvetydig bekreftelse som kan dokumenteres, og som den registrerte kan trekke tilbake. Lovlig grunnlag for behandlingen vil dermed være den registrertes samtykke, jf. personvernforordningen art. 6 nr. 1 bokstav a.

PERSONVERNPRINSIPPER

NSD vurderer at den planlagte behandlingen av personopplysninger vil følge prinsippene i personvernforordningen om:

- lovlighet, rettferdighet og åpenhet (art. 5.1 a), ved at de registrerte får tilfredsstillende informasjon om og samtykker til behandlingen
- formålsbegrensning (art. 5.1 b), ved at personopplysninger samles inn for spesifikke, uttrykkelig angitte og berettigede formål, og ikke viderebehandles til nye uforenlige formål
- dataminimering (art. 5.1 c), ved at det kun behandles opplysninger som er adekvate, relevante og nødvendige for formålet med prosjektet
- lagringsbegrensning (art. 5.1 e), ved at personopplysningene ikke lagres lengre enn nødvendig for å oppfylle formålet

DE REGISTRERTES RETTIGHETER

Så lenge de registrerte kan identifiseres i datamaterialet vil de ha følgende rettigheter: åpenhet (art. 12), informasjon (art. 13), innsyn (art. 15), retting (art. 16), sletting (art. 17), begrensning (art. 18), underretning (art. 19), dataportabilitet (art. 20).

NSD vurderer at informasjonen som de registrerte vil motta oppfyller lovens krav til form og innhold, jf. art. 12.1 og art. 13.

Vi minner om at hvis en registrert tar kontakt om sine rettigheter, har behandlingsansvarlig institusjon plikt til å svare innen en måned. **FØLG DIN**

INSTITUSJONS RETNINGSLINJER

NSD legger til grunn at behandlingen oppfyller kravene i personvernforordningen om riktighet (art. 5.1 d), integritet og konfidensialitet (art. 5.1. f) og sikkerhet (art. 32).

Nettskjema ved UiO er databehandler i prosjektet. NSD legger til grunn at behandlingen oppfyller kravene til bruk av databehandler, jf. art 28 og 29.

For å forsikre dere om at kravene oppfylles, må dere følge interne retningslinjer og eventuelt rådføre dere med behandlingsansvarlig institusjon.

OPPFØLGING AV PROSJEKTET

NSD vil følge opp ved planlagt avslutning for å avklare om behandlingen av personopplysningene er avsluttet.

Lykke til med prosjektet!

Kontaktperson hos NSD: Simon Gogl

Tlf. Personverntjenester: 55 58 21 17 (tast 1)