

Isak Kyrre Lichtwarck Bjugn
Sander Haukdal Larsen

Reorientering mot bærekraft i norsk risikokapital

Masteroppgave i Entreprenørskap
Veileder: Professor Roger Sørheim
Juni 2022

NTNU
Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse

Isak Kyrre Lichtwarck Bjugn
Sander Haukdal Larsen

Reorientering mot bærekraft i norsk risikokapital

Masteroppgave i Entreprenørskap
Veileder: Professor Roger Sørheim
Juni 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse



Kunnskap for en bedre verden

ABSTRACT

The EU intends to use the financial market to achieve zero emissions and a sustainable economy by 2050, by channeling private capital towards sustainable activities. This transition is enabled by the EU taxonomy and SFDR reporting requirements, taking effect in Norway for the 2022 fiscal year. This thesis explores sustainability practices among Norwegian venture capitalists, to understand the status of the reorientation. We examine (1) how sustainability is weighted in investments, (2) how well-founded sustainability assessments are and (3) preparedness for reporting requirements. We interview eight VC firms, and analyse the findings with cross-case analysis supplemented by fsQCA. The findings show large variation in how sustainability is weighted, and comparable variation in methodological rigidity - also among those claiming to emphasise sustainability. Our findings also indicate varying competence within companies. Actors without formal competence show lower methodological rigidity and conceptual maturity, and are less prepared for SFDR reporting. The best-performing players have formal expertise, and some use third-party data providers. With such disparities in goals, methods and competence, significant work remains before EU ambitions can be fulfilled.

SAMMENDRAG

EU vil bruke finansmarkedet til å nå målet om nullutslipp og en bærekraftig økonomi innen 2050, ved å styre privat kapital inn mot bærekraftige aktiviteter. Dette muliggjøres av EU-taksonomien og rapporteringskrav gjennom SFDR, som blir gjeldende i Norge fra og med regnskapsåret 2022. Denne oppgaven kartlegger gjeldende bærekraftspraksis blant norske risikokapitalister, for å forstå status for reorienteringen. Vi undersøker (1) hvordan bærekraft vektet i investeringer, (2) hvor velfundert bærekraftsvurderinger er og (3) hvor forberedt investorer er på rapporteringskravene. Vi intervjuer åtte risikokapital-selskap, og analyserer funnene med krysskasusanalyse supplert med fsQCA. Funnene viser stor variasjon i hvor høyt bærekraft vektet, og tilsvarende variasjon i metodisk grundighet – også blant de som mener å vekte bærekraft tungt. Funnene tyder også på kompetansegap innad i selskaper. Aktørene uten formell kompetanse viser lavere metodisk grundighet og begrepsforståelse, og stiller dårlig forberedt til SFDR-rapportering. Aktørene som presterer best har formell kompetanse, og enkelte bruker tredjeparts datatilbydere. Med slik strekk i laget, med hensyn til mål, metoder og kompetanse, gjenstår betydelig arbeid før EUs ambisjoner kan innfris.

FORORD

Denne masteroppgaven er skrevet ved Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse (IØT) ved Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet (NTNU), og markerer for forfatterne slutten på det toårige masterstudiet ved NTNUs Entreprenørskole. Studien ble gjennomført fra januar til juni 2022.

Dypdykket i bærekraftssfæren og risikokapitalverdenen har gitt oss givende innsikter. Vi følte oss raskt maktesløse i møte med en overmakt av begreper, rammeverk, initiativer og standarder – og innså etterhvert at vi hadde selskap av mange profesjonelle aktører i investorverdenen. Bærekraft er hakket vanskeligere å regne på og forutsi enn finansiell avkastning og salgsmultipler, fordi det kan ta lang tid å kjenne konsekvensene, og enda lenger å forstå dem. Vi tror oppriktig at EU gjør mange riktige grep i å introdusere både et regime for entydig definering av bærekraftige aktiviteter, og et rammeverk for bærekraftsrapportering som omfatter stadig flere aktører. Det er også en ønskelig utvikling at aktører i land utenfor EU ser at EUs rammeverk er verdt å benytte seg av. I en ideell verden vil både begrepsforståelse og tilgang på korrekt informasjon om finansielle instrumenter komme fra et omforent regelverk. Nei, EU-taksonomien later ikke til å være perfekt – men det virker bedre å bruke én standard og samtidig ha berettiget kritikk enn ingen standard overhodet.

Studien viser at det finnes mange gode initiativer innen norsk risikokapital, og oppfatningen om at miljømessige og sosiale gode kommer på bekostning av finansiell avkastning virker ikke å være utbredt blant investorene vi har snakket med. I det hele tatt har oppgaven åpnet øynene våre for at det skjer mye spennende innen risikokapital i Norge, med både regulatoriske rammeverk i anmarsj og flere tekniske verktøy under utvikling, og dessuten et statlig investeringsapparat som stimulerer til grundig metodisk tilnærming og etterrettelig rapportering. Som kjent er veien fra entreprenørskap til risikokapital kort, og vi er takknemlige for innsikten vi har fått i en spennende bransje, der mye vil skje fremover.

Forfatterne vil takke professor Roger Sørheim ved IØT for utmerket veiledning, uvurderlig sparring og, for mesteparten av tiden, fjellfast tiltro. Vi takker også de ni risikokapitalistene som har satt av tid til intervjuer og delt av sine perspektiver, erfaringer og kompetanse. Deres bidrag inn i forskningen har vært avgjørende for resultatet.

Isak Kyrre Lichtwarck Bjugn og Sander Haukdal Larsen
Trondheim, 10. juni 2022

INNHold

1	INTRODUKSJON	1
2	LOVVERK, REGULERINGER OG RAMMEVERK	3
2.1	EU-taksonomien	3
2.1.1	Taksonomiens innføring	5
2.2	Offentliggjøringsforordningen (SFDR)	6
2.3	Miljømessige, sosiale og forretningsetiske hensyn	8
2.4	Andre rammeverk og initiativer	8
2.5	Klassifiseringer etter SFDR	11
3	LITTERATUR	13
3.1	Utvikling og trender i litteraturen	13
3.1.1	Definisjoner av bærekraft	15
3.1.2	Grader av bærekraft	17
3.1.3	ESG-rapportering	19
3.1.4	Trender innen risikokapital	21
3.1.5	ESG som bærekraftsindikator	23
3.2	Oppsummering av litteraturen	23
4	FORSKNINGSMETODE	25
4.1	Bakgrunn for studien	25
4.2	Forskningsdesign	25
4.2.1	Kvalitativ metode	26
4.2.2	Valg av kasusselskaper	26
4.2.3	Proposisjoner	27
4.3	Datainnhenting	28
4.3.1	Primær datakilde: Intervjuer	29
4.3.2	Skriftlig undersøkelse	29
4.3.3	Offentlig dokumentasjon	29
4.4	Dataanalyse	30
4.4.1	Kategorisering og koding	30
4.4.2	Sammenstilling og presentasjon av data	31
4.4.3	fsQCA	32
4.4.4	Krysskasusanalyse	32
4.5	Metodiske begrensninger	33
4.6	Refleksjon over metode	34
5	RESULTAT OG ANALYSE	37
5.1	Kasusanalyse	37
5.1.1	Respondentselskaper	38
5.2	Sammenstilling av data	39
5.3	Konkretisering av QCA-proposisjoner	41
5.4	Fuzzy-set QCA	43
5.5	Metodisk grundighet	45
5.6	Modenhet	46
5.7	Innad i ett selskap	47

5.8	Klassifisering etter SFDR	48
5.9	Inndeling i arketyper	49
6	DISKUSJON	51
6.1	Bærekraftsvekting	51
6.1.1	Perspektiver på bærekraft	52
6.1.2	ESG versus bærekraft	53
6.1.3	Betydning av fondsorganisering	54
6.1.4	Betydning av arketyper	54
6.2	Metodisk grundighet	55
6.2.1	Viktigheten av datatilbyder	56
6.2.2	FNs bærekraftsmål som bærekraftsindikator . .	56
6.2.3	Med-investering med statlige aktører	57
6.3	Rapporteringsberedhet	58
6.3.1	Kjennskap til regelverk og sanksjoner	58
6.3.2	Grønnvasking og hykleri	59
6.3.3	Sanksjoner mot grønnvasking	60
7	KONKLUSJON OG IMPLIKASJONER	63
7.1	Implikasjoner	65
7.2	Bidrag	65
8	VIDERE FORSKNING	67
	TILLEGG	69
A	ENGELSK-NORSK TERMLISTE	71
B	INTERVJUGUIDE	73
C	SPØRRESKJEMA	75
D	KVALITATIV-KOMPARATIV ANALYSE (QCA)	77
E	KATEGORISERING AV INTERVJUFUNN	79
	BIBLIOGRAFI	83

FIGURER

Figur 2.1	Flytskjema for SFDR-klassifisering	11
Figur 3.1	Trend innen entreprenørskapslitteratur	14
Figur 3.2	Trend innen investeringslitteratur	15
Figur 3.3	Investeringsstankesett	19
Figur 3.4	Underskrifter til UNPRI	21
Figur 3.5	Spektrum av bærekraftig investering	22
Figur 4.1	Forskningsprosess	26
Figur 5.1	Spredning i variabler	39
Figur 5.2	Oppsummering av investorer	40
Figur 5.3	Todeling av investorrommet	40
Figur 5.4	Investorpress vs. metodisk grundighet	46
Figur 5.5	Kompetanse vs. begrepsmodenhet	47
Figur 5.6	Arketyper av investorer	49

TABELLER

Tabell 2.1	Tidslinje over rapporteringskrav	5
Tabell 2.2	ESG-dimensjoner	9
Tabell 4.1	Selekteringskriterier	27
Tabell 5.1	Betydning av høy og lav måloppnåelse	41
Tabell 5.2	QCA oppsummert	44
Tabell 5.3	QCA-variabler	44
Tabell 5.4	SFDR-klassifisering blant respondenter	48
Tabell 5.5	Egenskaper til investorarketyper	50
Tabell E.1	Sannhetstabell	80
Tabell E.2	Beregning av rapporteringsberedhet	81

DEFINISJONER

Definisjon 2.1	Bærekraftig økonomisk aktivitet	4
Definisjon 2.2	Bærekraftsrisiko	8
Definisjon 3.1	Bærekraftig utvikling	15
Definisjon 3.2	<i>Cleantech</i>	16
Definisjon 3.3	<i>Impact</i> -investering	17
Definisjon 3.4	Bærekraftig investering	17
Definisjon 3.5	ESG	18

AKRONYMER

CSR	bedriftens samfunnsansvar (eng. <i>corporate social responsibility</i>)
DD	selskapsgjennomgang (eng. <i>due diligence</i>)
ESG	miljømessige, sosiale og forretningsetiske forhold
EU	Den europeiske union
fsQCA	<i>fuzzy-set</i> kvalitativ-komparativ analyse
LP	fondinvestor (eng. <i>limited partner</i>)
MRA	multivariat regresjonsanalyse
PAI	viktigste negative konsekvenser (eng. <i>principal adverse impacts</i>)
PRI	FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (eng. <i>UN Principles of Responsible Investment</i>)
PwC	PricewaterhouseCoopers
QCA	kvalitativ-komparativ analyse
ROI	avkastning på investering (eng. <i>return on investment</i>)
SFDR	offentliggjøringsforordningen
VC	risikokapital (eng. <i>venture capital</i>)
WTP	willingness to pay

Risikokapitalister har historisk hatt avkastning på egenkapitalen som sitt ubestridte og fremste mandat. Samtidig har en de siste tiårene sett en dreining mot at mennesker i økende grad har blitt bevisste på hvordan vår aktivitet påvirker jordens økosystemer (Crutzen, 2006). Utover holdninger og handlinger hos enkeltmennesket er initiativer som baseres på ny teknologi helt avgjørende for å kunne repositionere den globale økonomien til mer bærekraftige løsninger og selskaper (Bocken, 2015). I så henseende er entreprenører som utvikler morgendagens løsninger helt avgjørende for å løse fellesskapets globale utfordringer gjennom innovasjon i teknologi og forretningsmodeller (Cojoianu mfl., 2020; Demirel mfl., 2019). For at slike nyvinninger skal materialiseres har investorer en essensiell rolle gjennom tilgjengeliggjøring av finansielle ressurser – og spiller i så måte en nøkkelrolle i utviklingen av bærekraftige forretninger og samfunn (Keuschnigg, 2004).

De siste 30 årene har en rekke miljøfokuserte initiativ som søker å ansvarliggjøre selskaper og investorer sprunget frem. EU-taksonomien, offentliggjøringsforordningen (SFDR) og et økt fokus på bærekraftsrapportering (miljømessige, sosiale og forretningsmessige forhold (ESG)), er eksempler på dette. Til tross for at verden aldri har hatt et større mangfold av veiledere, rammeverk og traktater innen bærekraftstematikken tilgjengelig er det fortsatt dissonans mellom investorers uttalte praksis, og faktiske handlingsmønstre med hensyn til både administrative og operasjonelle forretningsaspekter. Et åpent og høyst relevant spørsmål er derfor hvordan investorer skal vekte hensynet til bærekraft mot en forpliktelse til å generere profitt.

Til tross for at det siden 70-tallet er gjennomført over 2000 empiriske studier som undersøker denne sammenhengen (Friede mfl., 2015) foreligger det ingen konsensus knyttet til hvorvidt vekting av bærekraftshensyn krever nedjustering av forventet finansiell avkastning. Denne masteroppgaven søker derfor å ta pulsen på reorienteringen mot bærekraft blant norske risikokapitalister for å forstå hvordan etablert investeringspraksis endres som følge av nasjonale og kontinentale reguleringer, samt uformelt press fra flere hold. Studien vil kartlegge hvilke drivkrefter og motivasjoner som ligger til grunn for å vektlegge bærekraft og hvilke implikasjoner dette vil medføre.

Dette leder frem til den overordnede målsetningen for masteroppgaven, som er å bestemme:

Hva er status for reorienteringen mot bærekraft i norsk risikokapital?

Denne målsetningen leder frem til tre forskningsspørsmål:

- (1) I hvilken grad påvirker bærekraft investeringsbeslutninger?
- (2) Hvor strukturert og faglig forankret er prosessen for å gjøre bærekraftsvurderinger i selskapsgjennomgang (due diligence, DD)?
- (3) Hvor godt forberedt er norske investorer på sine rapporteringsforpliktelser?

Gjennom en kvalitativ og delvis utforskende tilnærming søker vi å bidra til litteraturen med nye perspektiver på hvordan det regulatoriske taktskiftet påvirker en bransje preget av opportunisme, mangel på standardisering, altruisme og grønnvasking.

Bidraget fra studien er et øyeblikksbilde av risikokapitalmiljøet i Norge – et miljø med store variasjoner, både der investorer er åpne og bevisste, som hvordan de vekter bærekraft i investeringer, og der de er mindre åpne og trolig mindre bevisste, nemlig hvor grundige og kunnskapsbaserte de er i sine bærekraftsvurderinger. Videre gir vi en statusrapport på investorenes etterlevelse av SFDR-rammeverket, og viser at det finnes utbredte misforståelser også hos profesjonelle aktører. For både metodisk grundighet og rapporteringsberedthet spiller formell kompetanse på teamet en viktig rolle. Vi karakteriserer fire arketyper av investorer med hensyn til bærekraftstilnærming, som vi mener kan gi innsikt både til VC-fond og investorer som ønsker å plassere kapital der den gjør størst forskjell.

SPRÅKLIGE MERKNADER

Vi etterstreber å skrive studien på gjennomført og fullstendig norsk. Entreprenørskap er et av mange fagfelt som bærer preg av utstrakt bruk av engelsk, og det norske entreprenørspråket lider av manglende oversettelser, og kanskje ikke helt den samme stilen som engelske moteord (eng. *buzzwords*). Vi er derfor nøye med å bruke norske termer, men trekker frem dens engelske motpart når termen først brukes. Intensjonen er å gjøre språket mest mulig tilgjengelig den norske leseren. Full konsekvens er derimot ikke mulig å oppnå – som når en engelsk forkortelse er etablert som egen term, til eksempel «ESG». En ordliste med bærekrafts- og investorspesifikke fagtermer i oppgaven er å finne i [tillegg A](#). Vi oppfordrer leseren til aktivt å benytte seg av termlisten, og å oppsøke og bruke norske avløserord i sitt arbeid, og slik fremme forståelse i et ellers profesjonelt og sjargongrikt fagfelt.

Som nevnt i [kapittel 1](#) har det i nyere tid sprunget frem en rekke miljøfokuserte initiativ for både enkeltland, og investeringsselskaper. De mest sentrale for studien er EU-taksonomien, SFDR og ESG-rapportering. Gitt disse initiativenes viktighet vil de presenteres i de påfølgende [avsnittene 2.1 til 2.3](#). Utover disse tre primærinitiativene finnes det flere ulike rammeverk, retningslinjer, konvensjoner, traktater og prinsipper som investeringsselskaper ratifiserer. Disse presenteres i [avsnitt 2.4](#), både for å gi et bedre innblikk i mangfoldet av initiativer investorene må navigere i, og også for å styrke den teoretiske forankringen til [kapitlene 5 og 6](#).

2.1 EU-TAKSONOMIEN

I 2018 ble EUs handlingsplan for bærekraftig finans lansert. Handlingsplanen ble underlaget for EUs vekststrategi, kjent som *The European Green Deal*, og skal bidra til at EU omdannes til en grønn økonomi med netto null klimagassutslipp innen 2050. Handlingsplanen inneholder en rekke regelverksinitiativer, og søker å oppnå følgende hovedmål:

- (1) Kanalisering av kapital til bærekraftige aktiviteter og prosjekter
- (2) Håndtering av finansiell risiko som følger av klimaendringene
- (3) Økt transparens og rapportering knyttet til bærekraft

Tilhørende disse hovedmålene er det definert flere nøkkeltiltak som skal bidra til at de overordnede målene oppnås. Blant nøkkeltiltakene er det vedtatt at (1) det skal etableres et klassifiseringssystem for bærekraftige aktiviteter, (2) det skal stilles økte krav til transparens og rapportering om bærekraft, (3) det skal utvikles grønne merkeordninger for finansielle produkter, (4) bærekraftshensyn skal inkluderes i finansiell rådgivning og (5) bærekraft skal inkluderes i soliditetsregelverket for finansinstitusjoner, herunder banker og forsikringsselskaper.

Klassifiseringssystemet, som er et av nøkkeltiltakene er på folke-
munnet bedre kjent som EU-taksonomien, og har til hensikt å «*oversette Den europeiske union (EU)s klima- og miljømål til kriterier for spesifikke økonomiske aktiviteter for investeringsformål*» ([Europakommisjonen](#),

2021). Taksonomien definerer seks miljømål, og muliggjør kategorisering av aktiviteter slik at en kan avgjøre hvorvidt de er bærekraftige eller ikke. EUs seks miljømål er som følger:

- (1) Begrensning av klimaendringer
- (2) Tilpassing til klimaendringer
- (3) Bærekraftig bruk og beskyttelse av vann og marine ressurser
- (4) Omstilling til en sirkulær økonomi
- (5) Forebygging og begrensning av forurensning
- (6) Beskyttelse og gjenopprettelse av biologisk mangfold og økosystemer

EU-taksonomien definerer økonomiske aktiviteter som miljømessig bærekraftige, eller grønne, på følgende måte:

Definisjon 2.1 *Bærekraftig økonomisk aktivitet*

For å kunne defineres som bærekraftig etter forordningen, må en økonomisk aktivitet bidra vesentlig til å oppnå minst ett av de seks miljømålene. Det skal fastsettes vitenskapsbaserte kriterier for hva som regnes som vesentlige bidrag. I tillegg skal aktiviteten ikke ha en betydelig negativ innvirkning på de øvrige miljømålene, og den må oppfylle minstekrav til sosiale og styringsmessige forhold ([Prop. 208 LS \(2021–2022\)](#)).

Denne definisjonen innebærer et vesentlig skille mellom betydelig bidrag og ingen harme (eng. *do no harm*). Dette er en presisering av bærekraftsbegrepet som ikke fremgår av Brundtland-definisjonen ([Brundtland, 1987](#)), og en distinksjon som ikke gjøres i andre definisjoner vi har funnet i litteraturen (se [avsnitt 3.1.1](#)). Denne distinksjonen er nyttig for å skille mellom ulike tilnærminger til bærekraftstermen.

Både nyetablerte selskaper og investorer har nytte av et klassifiseringssystem som EU-taksonomien som tilgjengeliggjør en omforent definisjon av bærekraft, og en entydig måte å karakterisere aktiviteter. Den lar entreprenører vise til aktiviteter med konkrete og målbare effekter, og en kan dermed enklere og mer korrekt sammenlikne virksomheter. Den lar også investorer foreta kunnskapsbaserte valg for sin portefølje, slik at de igjen kan vise til konkrete og målbare effekter overfor sine fondsinvestorer (LP-er). EU-taksonomien er riktignok fremdeles under utvikling, og per 10. juni 2022 har kun taksonomiforordningen for to av de seks klimamålene trådt i kraft ([Europakommisjonen, 2021](#)). De resterende klimamålene (3–6) trer i kraft i EU i januar 2023.

2.1.1 Taksonomiens innføring

EU-taksonomien består av to EU-forordninger: taksonomiforordningen og offentliggjøringsforordningen (henholdsvis (EU) 2019/2088 og (EU) 2020/852). Forordninger er betegnelsen på lover som får bindende virkning i EUs medlemsland, og blir gjeldende i Norge dersom de innlemmes i EØS-avtalen. Finansdepartementet har foreslått å gjennomføre begge forordningene i Lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren ([Prop. 208 LS \(2021–2022\)](#)). Dette er betinget på at forordningene innlemmes i EØS-avtalen, som Finansdepartementet også foreslår.

Finansdepartementets forslag ledet til to innstillinger til Stortinget, innstillinger 49 L (om innføring i norsk lov) og 50 S (om innlemming av forordningene i EØS-avtalen). Begge innstillingene ble votert over 14.12.2021, og vedtatt med 83 stemmer for og 18 stemmer mot (partiene Fremskrittpartiet, Rødt og Pasientfokus var de eneste som stemte mot) ([Innst. 49 L \(2021–2022\)](#); [Innst. 50 S \(2021–2022\)](#)).

Taksonomien fases gradvis inn i økonomien i perioden 1. januar 2022 - 1. januar 2024. I [tabell 2.1](#) sees en oppsummering av når de ulike rapporteringskravene vil tre i kraft.

Tabell 2.1 Tidslinje over hvilke aktiviteter europeiske foretak må rapportere om.

	Børsnoterte foretak ¹	Andre store foretak ²	Finansforetak ³
1. januar 2022	Omfattende aktiviteter	Omfattende aktiviteter	Omfattende aktiviteter
1. januar 2023	Grønne aktiviteter	Omfattende aktiviteter	Omfattende aktiviteter
1. januar 2024	Grønne aktiviteter	Grønne aktiviteter	Grønne aktiviteter

Merk at alle datoer gjelder for foregående regnskapsår.

Etter lovforslaget skal de tre typene foretak i 2022 kun rapportere dersom deres aktiviteter for regnskapsåret 2021 var omfattet av taksonomiregelverket. I 2023 skal store børsnoterte selskaper rapportere om aktivitetene deres oppfyller kriteriene til å defineres som bærekraftige, mens både andre store foretak og finansforetak kun skal rapportere på omfattende aktiviteter. I 2024 skal samtlige av disse typene foretak rapportere på hvorvidt aktivitetene deres oppfyller kriteriene til å defineres som bærekraftige.

¹ Større børsnoterte selskaper med >500 ansatte

² Store foretak defineres av EU som: foretak som (1) er notert på regulert marked eller er en kredittinstitusjon eller forsikringsselskap, (2) har ≥ 500 ansatte og (3) har en balansesum på $>€ 20$ millioner, eller nettomsetning på $>€ 40$ millioner

³ banker, kapitalforvaltere, forsikringsforetak mv.

Selv om enkelte risikokapitalselskap per dags dato ikke pålegges å rapportere vises det til at stadig flere interessenter etterspør dette. Flere deltakere i denne studien begynte derfor å forberede sine rapporteringsplikter i 2021, slik at de allerede i 2022 kan begynne rapporteringen.

EU-kommisjonen la i 2021 frem et direktivforslag om lovbestemt bærekraftsrapportering i Europa (CSDR) som har til hensikt å utvide rapporteringspliktene fra taksonomien. Det er foreløpig uvisst når kravene fra CSDR eventuelt vil tre i kraft i EØS og Norge. Det er i direktivforslaget fremmet et ønske om at alle børsnoterte selskaper, med unntak av mikroforetak⁴ skal omfattes av kravene. Med andre ord vil et eventuelt vedtak om innlemming av CSRD i norsk lov bety at samtlige risikokapitalister i Norge vil måtte rapportere på sine aktiviteter i henhold til en utvidelse av taksonomien sine krav.

Finansdepartementet oppfordrer norske foretak som er foreslått omfattet av de nye rapporteringspliktene, om å inkludere taksonomi-relatert informasjon i sine årsrapporter for regnskapsåret 2021, selv om loven ikke skulle være satt i kraft på tidspunktet for avgivelsen av årsrapporten (Regjeringen, 2021).

Selve taksonomien er fremdeles under utvikling, og har knapt vært gjeldende et år, og er enda ikke dekkende med hensyn til fire av EUs seks miljømål. Det er ikke publisert informasjon om sanksjonsordninger for de selskapene som eventuelt velger å unnlate rapportering, selv om de er lovpålagt dette. Vi kjenner med andre ord ikke hvilke konsekvenser EU-taksonomien vil ha.

2.2 OFFENTLIGGJØRINGSFORORDNINGEN (SFDR)

10. mars 2021 trådte Offentliggjøringsforordningen, kjent som SFDR i kraft. Forordningen har til hensikt å styre mer privat kapital mot bærekraftige selskaper og produkter gjennom økt transparens og åpenhet fra kapitalforvaltere og andre finansmarkedsdeltakere⁵. Dette gjøres ved obligatoriske rapporteringsforpliktelser og en indirekte konsekvens av dette er at forordningen også bidrar til å forhindre grønnvasking.

29. april 2022 fattet EØS-komiteen beslutningen om innlemmelse av både taksonomien og SFDR i EØS-avtalen. Finansdepartementet supplerer at loven forventes å tre i kraft i Norge i løpet av tredje kvartal 2022. Til tross for at SFDR enda ikke er gjort gyldig i norsk lov er det flere finansmarkedseltakere som allerede har begynt å rapportere i henhold til de kommende kravene.

⁴ Mikroforetak er selskaper som ikke overskrider to av tre kriterier: (1) balansesum > € 350.000, (2) omsetning > € 700.000 eller (3) ≥10 ansatte per år

⁵ Foretak i finansiell sektor som har porteføljeforvaltning som del av sin virksomhet og finansrådgivere

Offentliggjøringsforordningen stiller krav til porteføljeforvaltere på selskapsnivå og til fond på produktnivå. Dette skal muliggjøre en enklere sammenlikning av selskaper og finansielle produkter på tvers. I korte trekk krever SFDR at forvaltere opplyser om hvordan bærekraftsrisiko vurderes i investeringsprosessen, hvilke analyser og beregninger som benyttes for å vurdere ESG-faktorer, og hvordan investeringsbeslutninger kan resultere i negative effekter på bærekraftsfaktorer. Oppsummert vil SFDR heve terskelen for grønnvasking av investeringsprodukter ved at finansaktører må tilgjengeliggjøre dokumentasjon på sine nettsider om produktenes egenskaper, samt at det stilles skjerpede krav til informasjon i prekontraktsdokumenter.

I kjernen av SFDR ligger et sett med indikatorer for å kartlegge en investerings viktigste negative konsekvenser viktigste negative konsekvenser (principal adverse impacts, PAI). Dette er faktorer som omhandler en investerings eventuelle negative bærekraftsinnvirkninger. Foreløpig er det 64 indikatorer og det er obligatorisk å rapportere på 18 av de, mens de resterende 48 er frivillige å benytte. Første gang det skal rapporteres på dette er 30. juni 2023 med referanseperiode fra 1. januar 2022 til 31. desember 2022.

SFDR deles inn i tre hoveddimensjoner, og selv om EU-kommisjonen poengterte at Offentliggjøringsforordningen ikke er ment som en klassifiseringsordning er resultatet av å differensiere fond basert på hvilken artikkel i lovverket de kategoriseres etter, nettopp det. De tre mest sentrale artikkelene i lovverket er **artikkel 6**, **artikkel 8** og **artikkel 9**. I risikokapitalmiljøet omtales et fond som *grått* dersom det rapporterer etter artikkel 6, *lysgrønt* dersom det rapporterer etter artikkel 8 og *mørkegrønt* dersom det rapporterer etter artikkel 9.

Artikkel 6-fond er fond uten utpreget bærekraftsfokus. Fondsforvalteren skal likevel tilgjengeliggjøre informasjon om hvordan bærekraftsrisiko integreres i investeringsbeslutninger, og hvordan dette forventes å påvirke fondets avkastning. Artikkel 8-fond defineres som fond som fremmer miljø- og/eller samfunnsmessige spørsmål uten å ha bærekraft som overordnet mål. Dersom et fond markedsfører eller fremmer ESG-fokus, bærekraftsmål eller lignende i tilknytning til sine finansielle produkter vil fondet utløse rapporteringskrav i henhold til artikkel 8. I så tilfelle må fondsforvalter underbygge hvordan ESG og bærekraft hensynstas i investeringsstrategien, og videre rapportere på oppnåelse av fastsatte bærekraftsindikatorer. Artikkel 9-fond defineres som fond hvor «bærekraftige investeringer» er ett av de overordnede investeringsmålene. I slike fond forventes det også at det utelukkende investeres i selskaper som oppfyller dette kravet. Det er dog ikke satt noen grenseverdier for hva SFDR definerer som bærekraftige investeringer. I tillegg må disse fondene fremlegge informasjon knyttet til hvorvidt deres aktiviteter er i tråd med EU-taksonomien. Dersom investorer mener at bærekraftsrisiko ikke er relevant i deres fond skal de i klartekst begrunne hvorfor. I slike tilfeller skal det al-

lerede i fondets prospekt tilgjengeliggjøres informasjon om at fondet ikke har til hensikt å definere seg etter artikkel 6, 8 eller 9, og i så måte ikke rapportere på bærekraft.

2.3 MILJØMESSIGE, SOSIALE OG FORRETNINGSETISKE HENSYN

ESG sees ofte i sammenheng med rapportering på de tre søylene innen bærekraft (miljømessige, sosiale og forretningsetiske forhold). ESG-rapportering gir et selskap verktøy for å identifisere og styre finansiell risiko, og har i nyere tid blitt adoptert verden over grunnet et stadig økende krav til transparens mellom et selskap og dets interessenter ([Amel-Zadeh & Serafeim, 2018](#)). På 90-tallet ble det produsert i underkant av 20 ESG-rapporter årlig, mens det i 2016 ble produsert nærmere 9 000 ([2018](#)).

Grunnet en stadig økende rapporteringsgrad på tvers av bransjer, virksomhetsområder og landegrenser søker stadig flere å avgjøre hvorvidt det eksisterer en korrelasjon mellom ESG-rapportering og et selskaps finansielle prestasjon ([Fatemi mfl., 2018](#); [Friede mfl., 2015](#); [Giese mfl., 2019](#)). Ulike perspektiver på dette presenteres i [kapittel 3](#).

Tradisjonelle finansielle analyser tar kun høyde for kvantifiserbare parameter, mens ESG måler ikke-finansielle hensyn, kjent som myke faktorer. Disse faktorene segmenteres inn under de tre bærekraftspilarene, og kan sees i [tabell 2.2](#)

ESG viser til miljørelaterte, sosiale og forretningsetiske praksiser i en investering som kan ha materiell innvirkning på avkastningen. Integreringen av ESG-faktorer brukes for å utvide tradisjonell finansiell analyse ved å identifisere potensielle risikoer og muligheter som ikke fremgår av rent tekniske evalueringer. Mens ESG inneholder en komponent av sosial ansvarlighet, er hovedmålet med ESG-evaluering like fullt økonomisk avkastning ([Davenport Asset Management, 2021](#); [Faust Global Partners, 2021](#); [Investopedia, 2021](#); [New York Institute of Business and Technology, 2021](#); [Pro Bono Australia, 2021](#)).

Definisjon 2.2 *Bærekraftsrisiko*

En miljørelatert, sosial eller styringsmessig hendelse eller omstendighet som, om den skulle inntreffe, kan forårsake en faktisk eller potensiell betydelig negativ innvirkning på investeringens verdi. ([Europaparlamentet & Rådet for Den europeiske union, 2019](#))

2.4 ANDRE RAMMEVERK OG INITIATIVER

Utover de tre primærinitiativene som er mest gjennomgående i samtaler med investorer og i litteraturen finnes det en rekke andre rammeverk, retningslinjer, konvensjoner, traktater og prinsipper som investeringsselskaper ratifiserer. Disse presenteres kort i påfølgende seksjon.

Tabell 2.2: ESG-dimensjoner

Dimensjoner	Fokusområde
Klima og miljø	Klimaendringer og -risiko
	Klimagassutslipp
	Elektrifisering
	Energieffektivisering
	Ressursutarming
	Avfall og forurensing
	Biologisk mangfold og tap av natur
	Sirkulær økonomi
Sosiale forhold	Lokalsamfunn
	Rettferdig omstilling
	HMS
	Mangfold, inkludering og likestilling
	Arbeidsmiljø og ansattforhold
	Opplæring og utdanning
Forretningsetiske forhold	Korrupsjon
	Anti-hvitvasking
	Skatt
	Personvern
	Innkjøp og leverandør

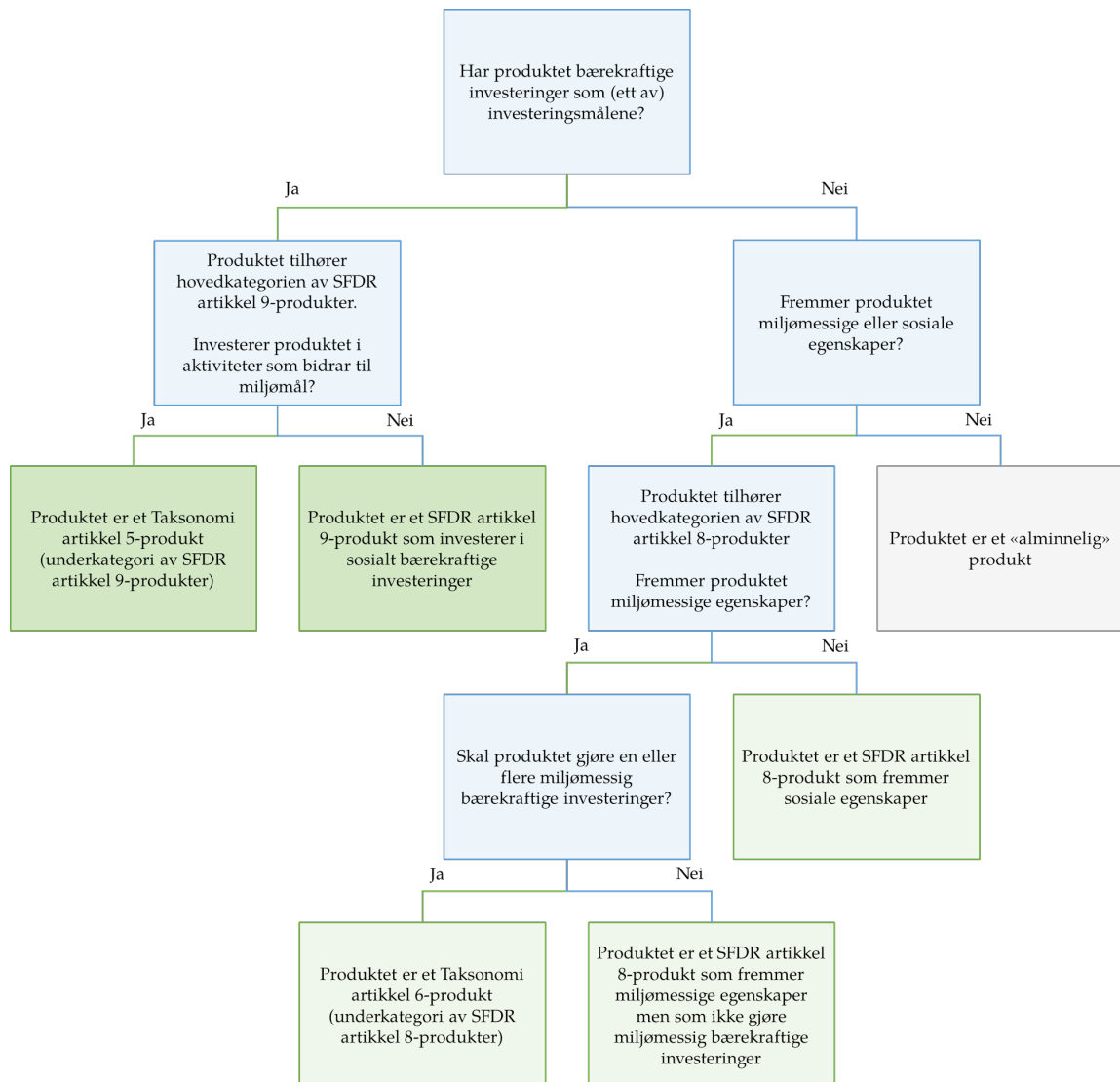
- (1) **FNs bærekraftsmål:** Består av 17 overordnede mål og 169 delmål som skal bidra til å nå FNs *Agenda 2030*, og i så måte sikre global stabilitet og jordas bærekraft.
- (2) **FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI):** Seks prinsipper som har til hensikt å integrere god ESG-praksis i investeringer.
- (3) **UN Global Compacts:** FNs ti prinsipper som har til hensikt å gi føringer for hvordan selskaper skal sikre ansvarlig drift innen arbeidsliv, menneskerettigheter, antikorrupsjon og miljø.
- (4) **ILO-konvensjoner:** Den Internasjonale Arbeidsorganisasjonen har vedtatt 190 konvensjoner for å sikre arbeideres rettigheter globalt.
- (5) **Parisavtalen:** En internasjonal avtale om klimapolitikk. I utgangspunktet gjeldende for land, men selskaper implementerer den også for å måle klimakutt.
- (6) **The Paris Aligned Investment Initiative (PAII):** Et globalt samarbeid bestående av en rekke investormiljøer som samlet repre-

senterer over \$ 34 billioner i plasserbare verdier. Hensikten er å justere samtlige porteføljer i tråd med Parisavtalen.

- (7) **Shared Socio-economic pathways (SSPs):** Klimaforskere, økonomer og ingeniører har definert en rekke veier som brukes til å utforske hvordan samfunns- og investeringsvalg påvirker klimagassutslipp, og dermed hvordan klimamålene i Parisavtalen kan oppnås.
- (8) **OECDs retningslinjer:** De mest omfattende og multilaterale retningslinjene for å bedrive ansvarlig virksomhet. Har som hovedmål at næringslivet skal bidra til bærekraftig utvikling.
- (9) **Greenhouse Gas Protocol (GHG):** Den første globale og transparente metoden for å måle klimagassutslipp i finansielle produkter gjennom standarder, rådgivning, verktøy og opplæring.
- (10) **Climate Change 2022:** Det mellomstatlige panelet for klimaendringer (IPCC) publiserte nylig en rapport som anerkjenner at man må mobilisere global investorkapital for å finansiere klimavennlige løsninger.
- (11) **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD):** Et nytt EU-direktiv som pålegger alle større selskaper å publisere regelmessige rapporter på miljømessige og sosiale aktiviteter. Foreløpig ikke vedtatt, og vil trolig først bli gjeldende i 2024.
- (12) **EU Ecolabel:** EU sitt offisielle miljømerke som også brukes til å sertifisere finansielle produkter. Miljømerket har til hensikt å la sluttinvestor ta bedre investeringsbeslutninger.
- (13) **MiFID II og MiFIR:** Sentrale rettsakter som skal styrke investorbeskyttelse og øke transparenens for å styrke tilliten til de europeiske verdipapirmarkedene. Begge rettsaktene er gjennomført i den norske verdipapirhandelloven.

Det gjøres oppmerksom på at det eksisterer adskillig flere initiativer enn hva som er listet opp. Hensikten med oppramsingen er å vise til noe av bredden som finnes blant bærekraftsinitiativer som ulike investorer ratifiserer.

2.5 KLASSIFISERINGER ETTER SFDR



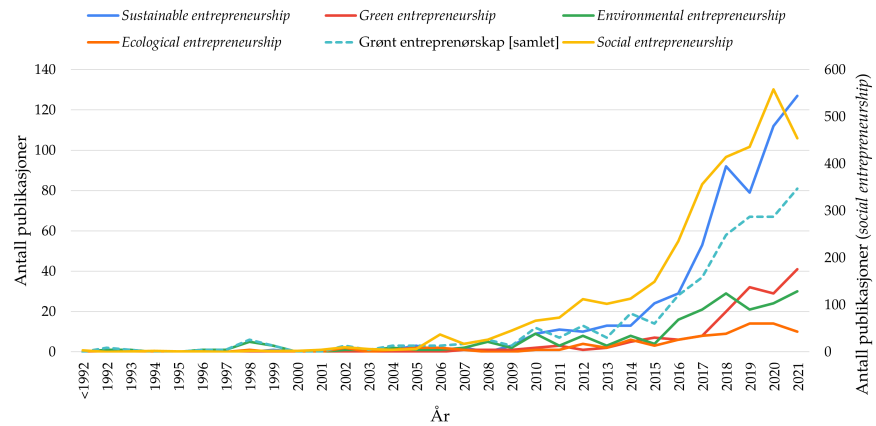
Figur 2.1: Flytskjema som beskriver klassifisering etter EUs offentliggjøringsforordning (SFDR). Basert på figur fra (2021)

I dette kapitlet trekker vi frem sentrale funn fra litteraturen, og forsøker å fremheve uenigheter og tvetydigheter mellom ulike publikasjoner. Især er vi interesserte i temaer som overlapper mellom bærekraft og investeringer. Helheten av artiklene knyttet til disse to feltene er overveldende, og vi har funnet mange interessante temaer som hver kunne fortjent en egen presentasjon. Gitt studiens overordnede mål og forskningsspørsmål har vi gjort bevisste prioriteringer for å kunne gå dypere i de mest relevante temaene. Vi vil belyse definisjonen av bærekraft og grønne selskaper, og sammenhengen mellom bærekraft og ESG. Vi presenterer evidens for en ny bærekrafts-bølge, undersøker den økonomiske nytten av ESG-rapportering, og ser på problemstillinger som knyttet til EU-taksonomien. Til sist presenterer vi et sammendrag av funnene fra litteraturen, som vil legge grunnlaget for diskusjonen i [kapittel 6](#).

3.1 UTVIKLING OG TRENDER I LITTERATUREN

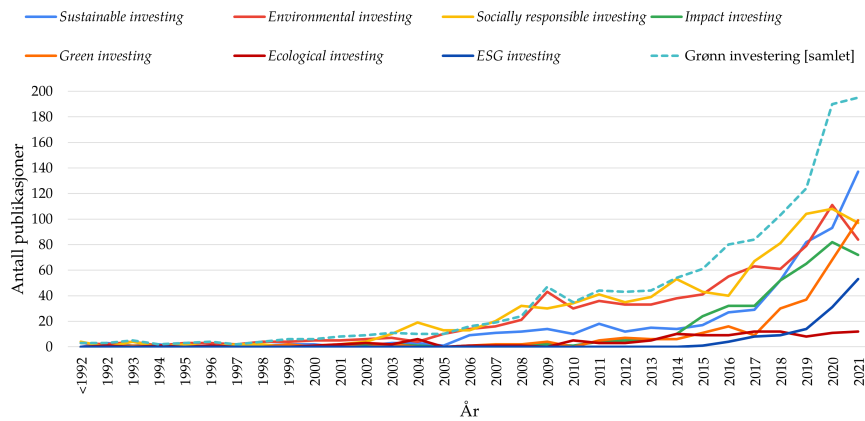
For å vurdere utviklingen i litteraturen innen bærekraft og risikokapital, vurderer vi antall publikasjoner i databasen Web of Science. Som [avsnitt 3.1.1](#) fremhever, har bærekraftsfokuset gitt opphav til mange ulike termer knyttet til investering og entreprenørskap. Hver term korresponderer igjen til en retning med sitt fokusområde og sine strategier. I [figurene 3.1](#) og [3.2](#) presenterer vi antall publikasjoner årlig som nevner disse termene, henholdsvis knyttet til entreprenørskap og til investeringer. I begge tilfeller følger alle termer som er analysert en voksende trend.

For undergrupper av entreprenørskap er kun tre artikler registrert før 1992, alle innen sosialt entreprenørskap – som er å regne som den eldste retningen, med første publikasjon av Bowen i 1953 (ikke på Web of Science). Dette er også retningen som har klart flest publikasjoner. De fire andre retningene publiseres i lavt volum fra 1992, hvor 2019 er første år alle når 10 publikasjoner årlig. Om vi følger anvisningen fra Schaefer mfl. (2015) og grupperer miljørettet, økologisk og grønt entreprenørskap sammen finner vi at bærekraftig entreprenørskap og grønt entreprenørskap (samlet) ligger på sammenlignbart nivå, og at 2012 er første år med minst 10 publikasjoner årlig i hver gruppe (bærekraftig, sosialt og grønt). Omkring 2015 gjør både sosialt entreprenørskap og bærekraftig entreprenørskap et voldsomt hopp i antall publikasjoner årlig.



Figur 3.1: Utvikling i antall publikasjoner årlig for ulike retninger innen entreprenørskap knyttet til bærekraft. Merk at Schaefer mfl. (2015) grupperer miljørettet entreprenørskap (rød kurve) og økologisk entreprenørskap/øko-entreprenørskap (oransje kurve) sammen med grønt entreprenørskap (grønn kurve). Dette er illustrert med stiplet, turkis kurve.

For undergrupper av investeringer finner vi liknende trender som for entreprenørskap. Sosialt ansvarlig investering og bærekraftig investering er blant de mest publiserte, i tillegg til miljørettet investering. I likhet med grønt entreprenørskap har vi samlet publikasjonene for grønne investeringer, miljørettede investeringer og økologiske investeringer, og ser at disse overstiger bærekraftig investering, som er den mest publiserte enkelttrenden. Før 1992 finner vi kun syv publikasjoner, innen miljørettet og sosialt ansvarlig investering. 2015 er første året alle trendene har hatt 10 publikasjoner årlig.



Figur 3.2: Utvikling i antall publikasjoner årlig for ulike retninger innen investering knyttet til bærekraft. I likhet med figur 3.1 har vi samlet miljørettet, grønn og økologisk investering i én kurve i tråd med Schaefer mfl. (2015), også her i stiptet turkis.

3.1.1 Definisjoner av bærekraft

Enhver definisjon av bærekraft bygger på den første definisjonen av bærekraftig utvikling fra Brundtlandrapporten:

Definisjon 3.1 Bærekraftig utvikling

En utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov. (Brundtland, 1987)

Med utgangspunkt i denne definisjonen har en rekke termer oppstått, som «miljøvennlig», «bærekraftig», «grønn», «tredelt bunnlinje» og «ESG-vennlig». Videre finnes flere måter å karakterisere selskaper, aktiviteter og fond, som vi for enkelhets skyld lister med sine engelske navn: «*cleantech*», «*born to be green*», «*green technology*», «*social responsible investing*», «*impact investing*», «*corporate social responsibility*», «*circular economy startup*», «*sustainable startup*» og «*environmental entrepreneurship*». Gjennomgang av forskningslitteratur viser svært sprikende definisjoner av disse termene, i så stor grad at dette i seg selv har blitt gjenstand for forskning (Fellnhofer mfl., 2014). Vi trekker frem definisjoner fra litteraturen og prøver å forklare sammenhengen mellom ulike termer.

Terán-Yépez mfl. (2020) beskriver begrepet tredelt bunnlinje for å forklare sammenhengen mellom sosialt entreprenørskap, miljøorientert entreprenørskap (eng. *environmental entrepreneurship*) og bærekraftig entreprenørskap på denne måten: *Bunnlinjen er et uttrykk fra regnskap, som viser til en bedrifts økonomiske resultat. Tredelt bunnlinje har blitt en uformell måte å vise til at et selskap også presterer på et sosialt og miljømessig nivå, altså to ytterligere bunnlinjer* (Aghelie mfl., 2016). Mens

sosialt og miljøorientert entreprenørskap referer til doble bunnlinjer med henholdsvis sosialt og miljømessig fokus, er bærekraftig entreprenørskap summen av disse (Belz & Binder, 2017). Terán-Yépez mfl. (2020) trekker videre frem to ulike syn på bærekraftig entreprenørskap, ett hvor bærekraftig entreprenørskap er et aktivt valg om etisk, sosialt og miljømessig forsvarlig atferd i forretning (Crals & Vereeck, 2009), og ett hvor bærekraftig entreprenørskap simpelthen er bevisstheten rundt hva som skal til for å skape en bærekraftig (*levedyktig*) forretning (Sarango-Lalangui mfl., 2018). Gast mfl. (2017) støtter sistnevnte syn på bærekraftig entreprenørskap.

Schaefer mfl. (2015) fortsetter med å gruppere termene miljøorientert entreprenørskap, økologisk entreprenørskap og øko-entreprenørskap under paraplybetegnelsen grønt entreprenørskap, og knytter dette slik til miljø-bunnlinjen. Dette samsvarer med definisjonen hos Mrkajic mfl. (2017) som beskriver bærekraftig entreprenørskap som en bredere term enn grønt entreprenørskap, og Dean og McMullen (2007) som beskriver det som en mekanisme for å skape mer miljøvennlige forretninger. Videre finner vi de to termene «*going green*» og «*born green*», som viser til henholdsvis selskaper som skifter til grønnere forretningsmodell, og de som har det fra begynnelsen av, også kalt grønne oppstarter (Demirel mfl., 2019). Her er «grønn» likevel ikke entydig definert. Demirel mfl. fortsetter med å bruke Criscuolo og Menon (2015) sin definisjon av grønne oppstarter om selskaper som møter et markedsbehov på en måte som ivaretar sosiale og miljømessige hensyn. Definisjonen hos Demirel mfl. (2019) bryter dermed med bruken hos Dean og McMullen (2007). Mrkajic mfl. (2017) kompliserer det hele ytterligere ved å referere til Criscuolo og Menon (2015) sin definisjon (som omfatter både det miljømessige og sosiale), men likevel begrenser definisjonen til kun miljømessige forhold.

P. D. Hegeman og Sørheim (2021) tar for seg *cleantech*, og knytter dette til Pernick og Wilder (2007)s definisjon:

Definisjon 3.2 *Cleantech*

Et produkt, tjeneste eller prosess som skaper verdi uten eller ved begrenset bruk av ikke-fornybare ressurser, og/eller som produserer vesentlig mindre avfall enn andre metoder. (2007, s. 2)

Dette samsvarer også med Mrkajic mfl. (2017) sin bruk av termen *cleantech*, som dermed ser ut til å passe til Dean og McMullen (2007) sitt syn på grønt entreprenørskap, altså utelukkende i en miljømessig forstand. Antarciuc mfl. (2018) underbygger dette fra et investeringsperspektiv, og forklarer *cleantech*-investering, sosialt ansvarlig investering og *impact*-investering som komponenter i bærekraftig investering.

3.1.2 Grader av bærekraft

EU-taksonomien, som vi introduserte i [kapittel 2](#), er EUs klassifiseringssystem for å definere grønne, eller bærekraftige, aktiviteter og investeringer i tråd med EUs langsiktige klima- og miljømål ([Prop. 208 LS \(2021–2022\)](#)). I likhet med Dean og McMullen (2007) og Mrkajic mfl. (2017), forbeholdes grønn-begrepet til miljømessig bærekraft, men definisjonen innebærer også minstekrav til sosiale og styringsmessige forhold. Som vi fremhever i [avsnitt 2.1.1](#), inneholder EU-taksonomien et vesentlig skille mellom betydelig bidrag og ingen harme (eng. *do no harm*), og fastslår at begge er nødvendige for at en aktivitet skal defineres som bærekraftig. Denne presiseringen av bærekraftsbegrepet fremgår ikke av andre definisjoner som har kommet frem gjennom litteratursøket, eller i Verdenskommisjonen for miljø og utvikling sin opprinnelige definisjon fra 1987. Vi vil bruke distinksjonen til å skille mellom ulike tilnærminger til bærekraft gjennom oppgaven. Blant termene introdusert i [avsnitt 3.1.1](#) er det «*impact-investing*» som samsvarer best med EUs betydelig bidrag-prinsipp ([Barber mfl., 2021](#)):

Definisjon 3.3 *Impact-investering*

Investeringer gjort med en intensjon om å gi positive, målbare sosiale og miljømessige innvirkning sammen med økonomisk avkastning. ([Mudaliar mfl., 2017](#))

Europaparlamentet opererer selv med denne definisjonen av bærekraftige investeringer, som de legger til grunn for SFDR-regelverket:

Definisjon 3.4 *Bærekraftig investering*

Investering i en økonomisk aktivitet som bidrar til

- (1) et miljømål, som målt ved ressurseffektivitetsindikatorer for energibruk, fornybar energi, råvarer, vann og mark, generering av avfall eller drivhusgassutslipp, eller ved dens innvirkning på biologisk mangfold eller sirkulærøkonomi, eller
- (2) et sosialt mål, spesifikt investeringer som bidrar til å bekjempe ulikhet eller som avler sosialt samhold, sosial integrering eller et godt forhold mellom arbeidsmarkedets parter, eller
- (3) en investeringer i humankapital eller økonomisk- eller sosialt vanskeligstilte samfunn,

forutsett at investeringen ikke forårsaker betydelig skade for noen av disse målene, og at investeringsobjektet som utfører den økonomiske aktiviteten følger god praksis for styring, særlig med hensyn til sunn forvaltningsstruktur, relasjoner til arbeidstakere, lønn og etterlevelse av skatteregler. ([Europaparlamentet & Rådet for Den europeiske union, 2019](#))

En annen viktig term for å nyansere bærekraftsbegrepet er bedriftens samfunnsansvar (corporate social responsibility, CSR). Terán-Yépez mfl. (2020) forklarer sammenhengen mellom bærekraftig entreprenørskap og CSR med at disse er relaterte, men at CSR primært handler om å formulere en bærekraftsstrategi, men at det overordnede målet like fullt er økonomisk vinning uten at det sosiale og miljømessige er i kjernen av forretningen. I bærekraftig entreprenørskap derimot er sosiale, miljømessige og økonomiske hensyn alle deler av kjernen av forretning og verdiskapning (Greco & De Jong, 2017; Hansen & Schaltegger, 2013).

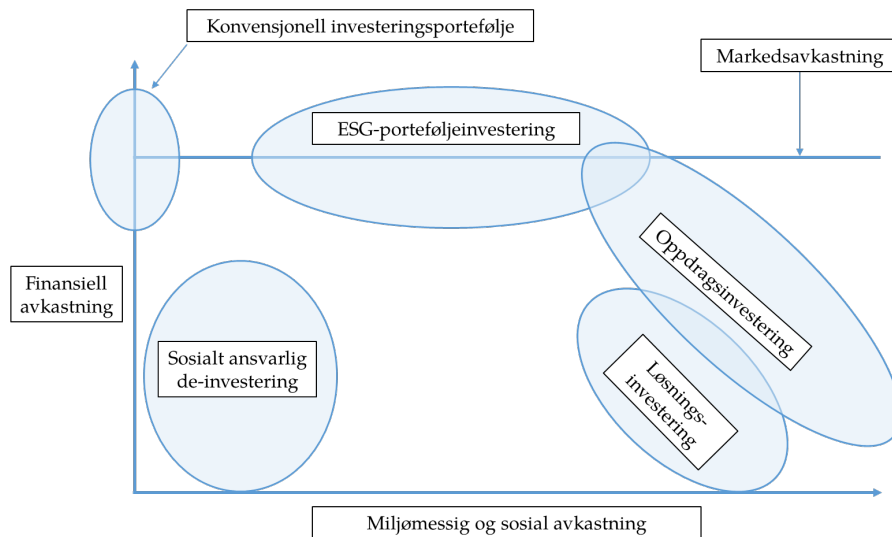
Termen «ESG» er også lettere å forstå i lys av distinksjonen mellom betydelig bidrag og ingen harme. Flammer (2015) trekker frem ESG som en utvidelse av CSR, som også favner om forretningsetiske forhold i tillegg til miljømessige og sosiale. Av 37 artikler i litteratursøket som nevner ESG, er det ingen som presenterer en presis definisjon som lar oss avgjøre om ESG-rapportering, ESG-porteføljer og ESG-investering går i retning av betydelig bidrag eller ingen harme. I internasjonale investormiljøer finnes det derimot en utbredt formulering om ESG:

Definisjon 3.5 ESG

ESG viser til miljørelaterte, sosiale og forretningsetiske praksiser i en investering som kan ha materiell innvirkning på avkastningen fra den investeringen. Integreringen av ESG-faktorer brukes for å utvide tradisjonell finansiell analyse ved å identifisere potensielle risikoer og muligheter som ikke fremgår av rent tekniske evalueringer. Mens ESG inneholder en komponent av sosial ansvarlighet, er hovedmålet med ESG-evaluering like fullt økonomisk avkastning. (Davenport Asset Management, 2021; Faust Global Partners, 2021; Investopedia, 2021; New York Institute of Business and Technology, 2021; Pro Bono Australia, 2021)

Denne definisjonen samsvarer med Terán-Yépez mfl. (2020) sine syn på CSR og Flammers kobling mellom CSR og ESG, ved at hensyn til miljø, sosiale og forretningsetiske forhold ikke utgjør en kjerne i forretningen, og at vurdering og rapportering først og fremst skal bidra til økonomisk avkastning for selskap og investorer. Hill (2020) understreker dette ved å organisere ulike investeringsstrategier etter fokus på henholdsvis økonomisk avkastning og sosial og miljømessig avkastning, som vist i figur 3.3.

Hill (2020) viser tydelig at ESG-porteføljinvestering og *impact*-investering tilhører to distinkte, ikke-overlappende domener innen investeringsstrategier. I tråd med EU-taksonomien later *impact*-investering å være i tråd med betydelig bidrag-prinsippet, mens ESG-porteføljinvestering (ESG-investering) følger ingen harme-prinsippet, i tillegg til å ha økonomisk avkastning som fremste målsetning.



Figur 3.3: Finansiell avkastning versus sosial og miljømessig avkastning for ulike investeringstankesett (basert på Hill (2020, s. 26)).

3.1.3 ESG-rapportering

Rapportering på miljømessige, sosiale og forretningsetiske forhold (ESG) blir som nevnt i [avsnitt 2.3](#) i stadig økende grad adoptert verden over. Til tross for at det er gjennomført over 2 000 empiriske studier i søken etter å definere korrelasjonen mellom ESG-rapportering og finansiell prestasjon foreligger det ingen tydelige evidens for sammenhengen. Årsaken til manglende konsensus beror ifølge Giese mfl. (2019) på at ulike datagrunnlag og ulike metodiske tilnærminger har blitt benyttet i de gjennomførte analysene. Andre argumenterer for at analysene som er gjort, og dermed resultatene – er tvetydige og motstridende (Revelli & Viviani, 2013; Van Beurden & Gössling, 2008). Dette underbygges av Dremptic mfl. (2019) som poengterer at en i dag ser et større fokus knyttet til hvorvidt bærekraftighet er lønnsomt, fremfor hvor pålitelige analysene som ligger til grunn faktisk er.

Til tross for at flere forskere stiller spørsmål ved ulike studiers legitimitet argumenterer Friede mfl. (2015) for at majoriteten av de eksisterende studiene vektlegger ESG-rapportering i positiv favør. Dette underbygges av Amel-Zadeh og Serafeim (2018), Lueg og Pesheva (2021), Mervelskemper og Streit (2016) og Qureshi mfl. (2020) som enes i at ESG-rapportering er hensiktsmessig for et selskaps finansielle prestasjon – og dermed dets attraktivitet overfor investorer. Mervelskemper og Streit (2016) understreker videre at ESG-rapportering vil skape høyere verdi dersom dette inkorporeres i de konvensjonelle finansielle rapportene, fremfor at de finansielle og ikke-finansielle rapportene holdes separat. Videre mener Rahi mfl. (2021) at de forretningsetiske dimensjonene har særlig positive effekter på den finansielle prestasjonen i et gitt selskap.

Fiskerstrand mfl. (2019) argumenterer på den andre siden for at det ikke foreligger en tydelig korrelasjon mellom ESG-rangering og finansiell prestasjon hos norske selskaper. Dette underbygges av Renneboog mfl. (2008) og Statman (2000) som ikke finner noen tydelig forskjeller mellom bærekraftsorienterte og konvensjonelle fond. Barber mfl. (2021) påpeker at venturekapitalfond vil være nødt til å nedjustere kravet til finansiell verdiskapning dersom det aktuelle selskapet samtidig skal fokusere på ikke-finansiell verdiskapning. Auer og Schuhmacher (2016) fastslår videre at selskaper som hensyntar ESG-kriteriene ikke direkte vil få overlegen risikojustert finansiell prestasjon, målt opp mot andre investeringer.

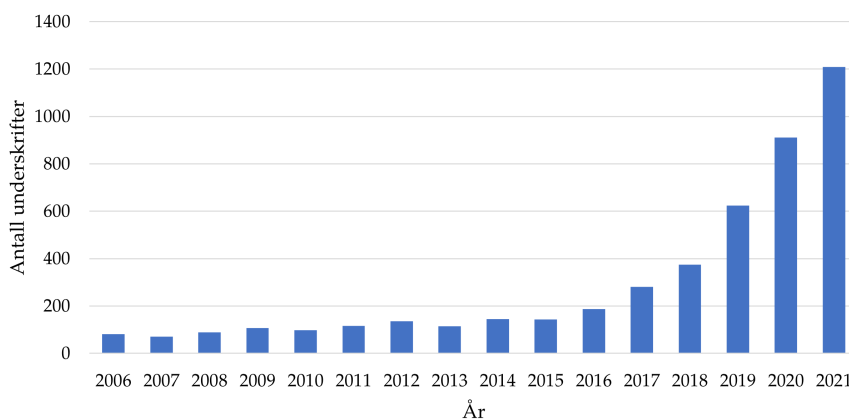
Selv om selskaper ikke direkte oppnår høyere finansiell avkastning ved å fokusere ESG, hverken i daglig virke eller gjennom rapportering, ser en tendens til høyere betalingsvillighet hos europeiske investorer dersom et selskap har uttalt fokus på bærekraft (2016). Pedersen mfl. (2021) antyder at det samme gjør seg gjeldende globalt, og at investorer nå ønsker å investere i mer bærekraftige selskaper. I august 2019 underskrev en gruppe daglige ledere (eng. CEO) fra noen av de større selskapene i Amerika et skriv som forpliktet selskapene til å fokusere på verdiskapning utover ordinær finansiell avkastning (Signori mfl., 2021). I 2006 lanserte FN et sett prinsipper for ansvarlige investeringer hvor investorer forpliktet til å inkludere ESG-faktorer i sine analyser, eierskapspolitikk og praksis (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). I 2016 hadde prinsippene fått over 1400 underskrifter, som representerte en samlet forvaltningskapital på \$ 60 milliarder.

Selv med et definert skifte mot et grønnere investeringsfokus stadfestet en rapport fra investeringsorganisasjonen CFA Institute (2015) at kun 10% av investorer har formell trening i vurdering av ESG-kriterier i investeringer. For å håndtere denne mangelen på kompetanse benytter derfor en rekke miljøer tredjepartsleverandører for analyse og sammenstilling av denne typen data (Drempetic mfl., 2019).

Amel-Zadeh og Serafeim (2018) argumenterer dog for at analyse og vurdering av selskaper og deres ESG-prestasjon opp mot andre selskaper har begrenset verdi grunnet mangelen på en felles standard for rapportering. Buallay (2019) poengterer at at lovverket med tilhørende informasjon om hva som skal inngå i ESG-rapporteringer er for vagt. Faccia mfl. (2021) konkluderte derfor i sin studie med et behov for en felles standard for den ikke-finansielle rapporteringen for å senke barrieren for å vurdere selskaper på deres ESG-prestasjoner. En slik standard vil være i tråd med United Nations Sustainable Stock Exchange sitt utsagn om at alle deres børsnoterte selskaper skal rapportere på ESG-faktorer innen 2030 (Buallay, 2019).

3.1.4 *Trender innen risikokapital*

Barber mfl. (2021) skriver en grundig gjennomgang om *impact*-investering og andre former for ansvarlige investeringer, og trekker frem holdninger som uttrykkes gjennom at så godt som alle store konsulenthus og investeringsbanker har egne avdelinger og initiativer for sosial påvirkning. Interessen i sosialt ansvarlige (CSR-) fond har også vokst markant de siste årene (Białkowski mfl., 2016). De forente nasjoner lanserte i 2006 FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (UN Principles of Responsible Investment, PRI) (Galbreath, 2013), og vi kan få et inntrykk av bærekraftsholdninger hos investorer ved å se på utviklingen i antallet investorer som har signert og forpliktet seg til prinsippene, som vist i figur 3.4.



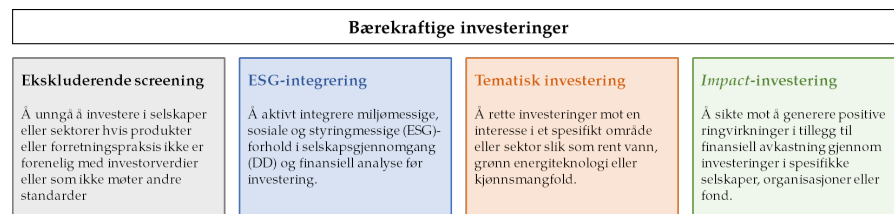
Figur 3.4: Antall investorer og aktivaforvaltere som har signert FNs Prinsipper for ansvarlig investering (2022).

ESG-investeringer fremgår også av figur 3.2 som en tiltakende trend, med over 50 artikler publisert på temaet i 2021. I 2015 rapporterte Ernst & Young at under 25 % av profesjonelle investorer tok hensyn til ikke-finansiell informasjon i sine investeringbeslutninger (Friede mfl., 2015), men i 2018 rapporterte Amel-Zadeh og Serafeim (2018) at 82,1 % av investorer som ble spurt tok ESG-data med i betraktning før en investering. Som avsnitt 2.3 om ESG-rapportering viser, er det en pågående diskusjon om den økonomiske verdien ved omfattende måling og rapportering av ESG-data. Parallelt med spørsmålet om den økonomiske nytten, er det et åpent spørsmål om investorer faktisk er villige til å godta lavere avkastning mot et miljømessig eller sosialt gode (Barber mfl., 2021). I forbindelse med trenden for ansvarlig investering vokser det frem en terminologi for å beskrive avveiningen mellom miljømessige og økonomiske goder, til eksempel offervilje (eng. willingness to pay (WTP)). Barber mfl. (2021) finner at gruppen *impact*-investorer har en offervilje på 2,5–3,7 prosentpoeng av avkastning.

Blant investorer som tar hensyn til ESG-rapporter fra selskaper, finnes det flere tilnærminger. Amel-Zadeh og Serafeim (2018) beskriver ulike investeringsstiler, som hver har sin måte å bruke ESG-data i investeringsbeslutninger:

- (1) Aktivt eierskap: Bruke stemmerett eller innflytelse over ledere til å fremme en bærekraftsagenda basert på ESG-retningslinjer
- (2) Full integrering: Bruke ESG-data direkte i analyser av aksjeverdi
- (3) Negativ screening: Ekskludere selskaper fra en portefølje etter bestemte ESG-kriterier
- (4) Positiv screening: Inkludere selskaper i en portefølje etter bestemte minimumskrav av ESG-kriterier
- (5) Best i klassen: Investere i selskaper som har bedre ESG-prestasjon enn liknende selskaper i samme industri
- (6) Porteføljetilpassing: Endre sammensetningen av en portefølje til aggregerte ESG-karakteristikker når et ønsket nivå
- (7) Tematisk investering: Velge bransjer eller selskaper etter bestemte ESG-faktorer
- (8) Risikojustert investering: Bruke ESG-data i analyse av systematisk risiko

Chalmers mfl. (2021) trekker frem de samme investeringsstilene, med unntak av risikojustert investering. Hill (2020) skiller også tydelig mellom ESG-investering og *impact*-investering, slik vi ser i figur 3.3, som han mener faller utenfor ESG-porteføljetilnæringen. JP Morgan (2016) tegner derimot et mer kontinuerlig bilde, hvor engasjement for bærekraft øker mot høyre langs spekteret av bærekraftig investering, som vist i figur 3.5. I denne sammenhengen er også tematisk investering trukket ut fra ESG-investering, i motsetning til hos Amel-Zadeh og Serafeim (2018), hvor disse grupperes sammen. Både Chalmers mfl. (2021) og JP Morgan (2016) skiller også enkle screening-metoder fra mer integrerende metoder slik som Amel-Zadeh og Serafeim nevner.



Figur 3.5: Spekteret av bærekraftig investering, som foreslått av JP Morgan (2016). Økende grad av bærekraft mot høyre.

3.1.5 ESG som bærekraftsindikator

Vi har satt spesielt søkelys på ESG-begrepet, fordi det får såpass stor oppmerksomhet i investormiljøer rundt om i verden. Rapportene fra PricewaterhouseCoopers (PwC) og Capital Group, som vi baserte oss på for å underbygge at det finnes en bærekraftstrend innen risikokapital, har vist at det nå er et flertall blant investorer som tar ESG-forbundet risiko med i betraktning når de foretar investeringsbeslutninger (Capital Group, 2021; Chalmers mfl., 2021). Måten PwC introduserer temaet ESG er i et globalt klima-perspektiv, hvor hvert selskap og hver investor har et personlig ansvar for å bidra til overgangen til en dekarbonisert økonomi. Like fullt er det tydelig at både PwC og Capital Group, når de nevner ESG-mål og -prioritering, i hovedsak sikter til grundig risikoanalyse med miljø- og sosiale risikoer, med hensyn til selskapets beste. Bærekraft i en ESG-forstand sikter altså til at selskapets aktiviteter er levedyktige på sikt, når også miljø og sosiale faktorer er tatt hensyn til. Det betyr ikke at selskapets aktiviteter nødvendigvis bidrar til en mer bærekraftig verdensøkonomi, selv om det trolig innebærer at aktivitetene ikke bidrar negativt. Igjen ser vi at idéen om ingen harme er en utbredt måte å tenke om bærekraft.

I spørsmålet om gode ESG-rutiner gjør et selskap grønt, kan en passende sammenlikning være HMS: Vil en bedrift med gode HMS-rutiner være helsefremmende, (arbeids-)miljøfremmende eller sikkerhetsskapende? Dette kan være mer egnede beskrivelser for selskaper som aktivt leverer produkter eller tjenester som fremmer helse, som muliggjør et bedre arbeidsmiljø for andre, eller som implementerer nye sikkerhetsrutiner og -kontrollrutiner. I likhet med HMS-rutiner er ESG primært et verktøy for å systematisere, måle, rapportere og agere på risikoer. Dette er slik investorer selv snakker om ESG (Capital Group, 2021; Davenport Asset Management, 2021; Faust Global Partners, 2021; Prop. 208 LS, udatert; PwC Norge, 2021), selv om det ofte kommuniseres utad som en mer altruistisk innsats. Termene klimaavtrykk og klimarisiko gir oss et språklig verktøy til å skille mellom ens påvirkning på omverdenen og omverdenens påvirkning på en selv. I senere år har dette blitt vanligere å inkludere i årsrapporter for store konsern, også i Norge (Storebrand ASA, 2020).

3.2 OPPSUMMERING AV LITTERATUREN

Siden 2015 har vi vært vitne til en eksponentiell vekst i antall publikasjoner innen entreprenørskap og investeringer, som alle søker å drøfte ulike dimensjoner av bærekraft. Medfølgende denne veksten har det oppstått en rekke nye termer for å omtale tematikken, og til tross for at alle definisjoner bygger på Brundtland (1987) sin rapport, foreligger det et enormt sprik i både ordlyd og omfang. Selv EU-taksonomien og SFDR legger ulike definisjoner til grunn, som både

kompliserer investorer sine rapporteringsforpliktelser og vanskeliggjør hensyntakelse av bærekraft i investeringsbeslutninger.

Selv om antallet ESG-rapporter har vokst hvert år siden 90-tallet (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018), fastslår CFA Institute (2015) at investorer ikke besitter nok formell kompetanse til å vurdere ESG-kriterier på en tilfredsstillende måte. Videre påpeker Clark og Viehs (2014), Fiskerstrand mfl. (2019) og Margolis mfl. (2009) at en ikke kan dokumentere sammenhengen mellom ESG-rapportering og finansiell prestasjon; som jo er en investors øverste mandat.

PwC Norge (2021) beviser en bærekraftstrend innen risikokapital og Amel-Zadeh og Serafeim (2018) påpeker at det foreligger en rekke ulike måter å benytte ESG-data i investeringsbeslutninger. Disse funnene vil sammen med andre sentrale oppdagelser fra litteraturen og analysen diskuteres i kapittel 6. Dette med hensikt å undersøke hvorvidt de ulike temaene opererer uavhengig av hverandre, eller om det er en sammenheng – slik at vi kan fastslå status for reorientering mot bærekraft i norsk risikokapital per juni 2022.

I dette kapitlet presenteres den metodiske tilnærmingen som er benyttet for å besvare forskningsspørsmålene og studiens overordnede mål (Goddard & Melville, 2007). Innledningsvis vil bakgrunn for studien beskrives. Deretter introduseres valg av forskningsdesign og den bakenforliggende rasjonaliaen for valg av nevnte design. Videre presenteres metode for datainnhenting og -analyse, før det avslutningsvis reflekteres over metodiske begrensninger og metodens egnethet til å bidra til oppnåelse av studiens hovedmål.

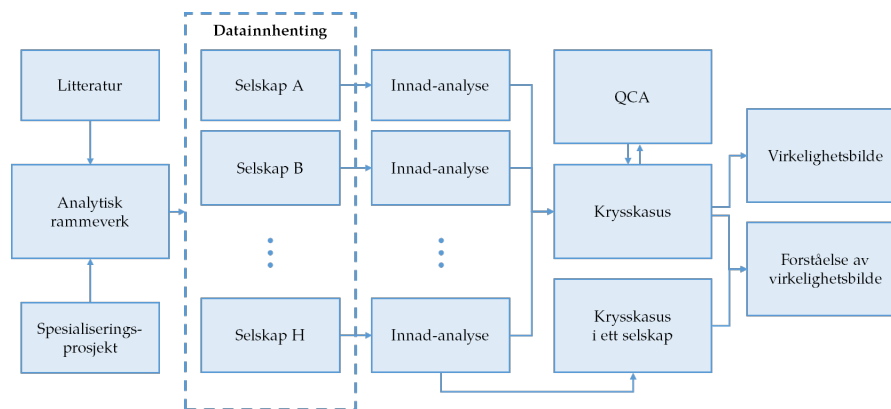
4.1 BAKGRUNN FOR STUDIEN

I august 2021 – januar 2022 gjennomførte forfatterne et *spesialiseringsprosjekt* med utgangspunkt i en observert trend blant norske investorer knyttet til økt investeringsvilje i bærekraftige selskaper. Studien omfattet tre intervjuer med norske risikokapitalister i perioden 31. november – 9. desember 2021, og ett intervju med en doktorgradsstipendiat som forsker på engleinvestorers rolle i det grønne skiftet. I forbindelse med spesialiseringsprosjektet ble det også utført et omfattende litteratursøk.

Intensjonen er ikke å benytte intervjudata fra spesialiseringsprosjektet som datagrunnlag i denne studien, men heller å bruke anekdoter fra intervjuene for å fremheve eller by på kontraster til det som er å finne i litteraturen. Intervjuene vil også bli brukt som et supplement til det faktiske datagrunnlaget i denne masteroppgaven, med den hensikt å styrke argumentasjonsrekker, og å belyse andre og kanskje motstridende perspektiver. Slik kan vi dra linjer mellom et helt miljø, og holdninger og praksis vi finner hos enkeltstående investorer og risikokapitalselskaper. I likhet med denne studien er alle intervjuobjektene fra spesialiseringsprosjektet anonymisert, og vi har ikke til hensikt å presentere informasjon som kan bidra til å identifisere disse. Ved referering til prosjektet vil (*spesialiseringsprosjekt, 2022*) benyttes i løpende tekst.

4.2 FORSKNINGSDESIGN

For å besvare studiens forskningsspørsmål og hovedmål ble et utvalg kvalitative metoder benyttet i kombinasjon. Disse metodene utgjør studiens forskningsdesign og fungerer som systematisk plan for gjennomføringen av arbeidet (Blanche mfl., 2006). I figur 4.1 sees en visualisering av forskningsdesignet.



Figur 4.1: Den gjennomførte forskningsprosessen, og rekkefølgen av analyser fra de utvalgte kasesene som leder til et virksomhetsbilde og en velfundert forståelse.

4.2.1 Kvalitativ metode

Kvalitative metoder er egnet for å forske på et mindre antall kasser, hvor overordnet mål er å definere en detaljert beskrivelse av et gitt fenomen (Flick, 2015). Dersom en besitter spørsmål som *hvordan* og *hvorfor* er kassstudier ifølge Yin (2018) hensiktsmessig å benytte som metodiske verktøy. Med bakgrunn i studiens overordnede mål om å definere *Hva status for reorienteringen mot bærekraft i norsk risikokapital er* ansees denne tilnærmingen som velegnet, også fordi den lar oss forstå årsak og virkning i et mindre utvalg (Krumsvik, 2014).

I studien ønsket forfatterne å kartlegge etablert bærekrafts- og investeringspraksis blant norske risikokapitalister. Det ble bestemt at rundt 10 respondenter til studien ville være hensiktsmessig for å belyse forskningsspørsmålene fra ulike perspektiv. Antallet intervjuobjekt underbygges av Eisenhardt (1989) som argumenterer for at det ikke foreligger konsensus for hva som er optimalt antall respondenter i slike studier, men at mellom 5 til 10 intervjuobjekt ofte er dekkende.

4.2.2 Valg av kasusselskaper

I valg av kasusselskaper til studien ble det fastsatt en rekke inklusjonskriterier. Utarbeidelsen av nevnte kriterier ble gjort i samarbeid med doktorgradsstipendiatene Meike Siefkes og Puck Hegeman. Doktorgradsstipendiatene poengterte at det med høy sannsynlighet vil foreligge betydelig variasjon i metodikk og prosesser knyttet til screening av, investering i og oppfølging av virksomheter. Det ville dermed være essensielt å benytte selekteringskriterier for å sikre dataens relevans og sammenlikningsgrunnlag. Tabell 4.1 illustrerer kriteriene som ble satt for å sikre både bredde og tilstrekkelig sammenlikningsgrunnlag for komparativ analyse med kvalitativ-komparativ analyse (QCA) og krysskassusanalyse. Gitt informasjonens sensitivitetsgrad og studier-

ens hensikt ble det på bakgrunn av ønske fra respondentene bestemt at respondentenes selskaper skulle anonymiseres.

Tabell 4.1: Selekeringskriterier

Selekeringskriterier
(1) Investerer i selskaper med hovedsete i Norge
(2) Gjør minst fem investeringer hvert år
(3) Aktivt forvalter minst én portefølje på vegne av flere LP-er
(4) Har jobbet minst 12 måneder i det aktuelle selskapet
(5) Gir mulighet for innsyn i investeringsporteføljen(e)

Inklusjonskriteriene ble satt for å sikre at (1) investorene i all hovedsak opererte innenfor samme geografiske område slik at muligheten for at lokasjon påvirker hvilke rammeverk som kreves elimineres; (2) respondentene er delaktige i flere selskapsgjennomganger og investeringer årlig, slik at de har inngående kjennskap til investeringselskapets prosesser; (3) det stilles krav til investeringselskapene fra fondseiere (LP-er); (4) investorene har jobbet lenge nok i det respektive selskapet til å ha inngående kjennskap til både eget selskap og dets portefølje(r); og (5) vi fikk innsyn i hvilke selskaper som inngår i de aktuelle porteføljene for økt sammenlikningsgrunnlag og analyse.

Det ble ikke lagt føringer for hvilke faser investorene skulle ha sitt investeringsmandat innen. Det ble heller ikke etablert et skille mellom programvare- og maskinvareinvestorer. En anonymisert og kortfattet beskrivelse av risikokapitalselskapene som er representert i studien er beskrevet nærmere i [avsnitt 5.1.1](#).

4.2.3 Proposisjoner

Formålet med intervjuene er å svare på de tre spørsmålene presentert i [kapittel 1](#), knyttet til hvordan bærekraft påvirker investeringsbeslutninger, hvilken prosess som ligger bak, og hvor forberedt norske risikokapitalister er på gjeldende og kommende rapporteringskrav. Hver av disse spørsmålene korresponderer til en variabel:

1. *Bærekraftsvektning*
I hvilken grad bærekraft påvirker investeringsbeslutninger
2. *Metodisk grundighet*
Hvor strukturert og faglig basert prosessen for å gjøre bærekraftsvurderinger i DD
3. *Rapporteringsberedthet*
I hvilken grad forvaltere kjenner sine rapporteringsforpliktelser og har eksisterende prosedyrer og dokumentasjon

Disse variablene vil ha ulike verdier for ulike risikokapitalister. Vi kan derfor se på dem som *utfallsvariabler*, og vi vil gjennom datainnhenting søke å tallfeste disse for hvert respondentselskap. Målet for dataanalysen er videre å si noe om hvilke forhold hos investorene som kan bidra til å forklare disse utfallsvariablene – det være seg kompetanse, teamsammensetning eller arbeidsprosesser. Fitzgerald (2019) har tidligere undersøkt motivasjon for å gjøre miljøvennlige valg, og vist at det ofte er flere faktorer i kombinasjon med hverandre som driver motivasjon. Litteratursøket og intervjurunden som ble gjennomført i spesialiseringsprosjektet la grunnlaget for flere oppfatninger av mulige faktorer som kan bidra til å *forklare* disse utfallsvariablene ([spesialiseringssprosjekt, 2022](#)). Vi introduserer disse oppfatningene som tre proposisjoner:

Asterisk indikerer her at proposisjonene er foreløpige, og vil bli konkretisert når intervjufunnene foreligger

- P1* *Bærekraftsvekting påvirkes av fondsforvalteres motivasjon, både fra interne og eksterne faktorer, og investeringen som legges i vurderingsprosessen*
- P2* *Metodisk grundighet påvirkes hvor sterk fagkompetansen innen bærekraft er i selskapet, og forventningen til hvor mye en kan tape på dårlige beslutninger*
- P3* *rapporteringsberedthet påvirkes av hvor sterk fagkompetanse en har, press fra eksterne aktører, og kjennskap til EU-taksonomien*

Motivasjonen for å formulere slike proposisjoner tidlig i studien, er å informere utformingen av intervjuguiden. Videre innebærer den halvstrukturerte intervjuinlærningen at vi kan oppdage ytterligere forklaringsvariabler i møte med investorer, og bruke disse til å utvide proposisjonene. Etter intervju og koding av funn vil vi kunne konkretisere proposisjonene til å inneholde spesifikke variabler vi har data om, som vi kan undersøke med analytiske verktøy.

4.3 DATAINNHENTING

Denne seksjonen beskriver hvordan datafundamentet i oppgaven har blitt innsamlet. Primærkilden for innhenting av data har vært intervjuer med totalt 9 risikokapitalister fra 8 ulike risikokapitalselskaper. Sekundærkilden har vært oppfølging av nevnte risikokapitalister i eget spørreskjema for å få klarhet i enkelte variabler som ble diskutert under intervjuene. Vi lyktes i å få med 7 av 9 av intervjuobjektene i denne oppfølgingen. Offentlig tilgjengelig dokumentasjon har fungert som studiens tertiære datakilde, og har gitt innsyn i lovverk, reguleringer og eksisterende teori (som utdypet i [kapitlene 2 og 3](#)).

4.3.1 Primær datakilde: Intervjuer

I kvalitativt arbeid er godt strukturerte og gjennomførte intervju selve bærebjelken, og en av de mest utbredte måtene å samle data (Major & Savin-Baden, 2012). For å opparbeide en dypere innsikt i handlinger og hendelser i investeringsprosessene ble det i tråd med Bryman (2016) sine anbefalinger bestemt at kvalitative og semistrukturerte intervju var hensiktsmessig å benytte i arbeidet. Eisenhardt (1989) presiserer at det i slikt arbeid er klokt å utarbeide en intervjuguide. Denne guiden er ment som et styringsverktøy for å sikre intervjuene belyser de samme snakkepunktene. Samtidig muliggjør kvalitative og semistrukturerte intervju oppfølging av interessante perspektiver og nyanser som belyses av intervjuobjektet (Bryman, 2016). Dette muliggjør en dypere forståelse og innsikt i forskningsarbeidet.

Som nevnt i avsnitt 4.2.3 ble det før intervjuguiden kunne utformes satt tre generelle proposisjoner basert på resultatene fra *spesialiseringprosjektet*. Deretter ble det jobbet med å konkretisere spørsmål til intervjuguiden som ville bidra til å informere nevnte proposisjoner. Etter å ha gjennomført to av ni intervju ble det avdekket noen mangler i intervjuguiden som forhindret dypere innsikt. Intervjuguiden ble derfor justert underveis i studien, og respondentene som ble intervjuet før endringen inntraff ble fulgt opp for å sikre et komplett datagrunnlag. Intervjuguiden er i sin helhet gjengitt i tillegg B.

4.3.2 Sekundær datakilde: Spørreskjema

Etter at samtlige intervju var gjennomført ble det gjort en innledende dataanalyse (se avsnitt 4.4.1). Det ble konkludert med at vi manglet enkelte datapunkter, samt at det ville være interessant med en supplerings på enkelte av temaene som ble tatt opp i intervjuene. Det ble derfor utarbeidet et kortfattet spørreskjema som hadde til hensikt å kvantifisere flere av datapunktene vi hadde fått innsikt i. For å sikre at flest mulig av respondentene fra intervjurunden skulle prioritere å sette av tid til en eventuell oppfølging ble alle intervjuobjektene spurt om dette i intervjuene. Spørreskjema som ble brukt for å fremskaffe de sekundære datakildene kan sees i tillegg C.

4.3.3 Tertiær datakilde: Offentlig tilgjengelig dokumentasjon

For å sikre studiens kvalitet var det avgjørende at forfatterne satte seg inn gjeldende rammeverk, traktare, prinsipper og lovverk innen bærekrafts- og risikokapitaltematikken. Denne dokumentasjonen fungerte som underlag for intervjuene og muliggjorde en sammenligning av teori, bærekraftsinitiativ og praksis i bransjen. Utfyllende informasjon om de mest sentrale initiativene kan sees i kapittel 2.

4.4 DATAANALYSE

Dataanalysen i studien bygger på kasantalysen av hvert respondent-selskap. Det eksisterer ingen standard for hvordan en slik analyse skal gjennomføres, og det viktigste resultatet fra analysen er at forfatterne bygger inngående kjennskap til hvert selskap og deres tilhørende prosesser (Eisenhardt, 1989). I kasantalysen organiserte vi funn etter konsepter i tråd med Miles og Huberman, 1994. Funnene fra datakildene ble deretter kodet og sammenstilt, som ledet til et overordnet virkelighetsbilde av bærekraftsfokuset i risikokapitalmiljøet.

Vi er deretter interessert i å lære hvilke faktorer som driver dette virkelighetsbildet. I avsnitt 4.2.3 introduserer vi hvordan det kan være flere forhold som, uavhengig eller i samspill, bidrar til bærekraftsvekting, metodisk grundighet eller rapporteringsberedhet. Sagt i metodiske termer – en eller flere variabler kan være tilstrekkelige uten å være nødvendig. Dette kaller en gjerne *ekvifinalitet*. Slike sammenhenger kan vi finne gjennom å manuelt sammenlikne kodede variabler fra ulike intervjuer, i en krysskasantalysen. Vi velger å formalisere denne mønster-letingsprosessen gjennom QCA. Hensikt med QCA er ikke å komme frem til en konklusjon på hvilke trekk hos investorer som er avgjørende for utfallsvariablene, men heller å trekke frem sammenhenger fra datagrunnlaget som vi burde studere nærmere. Vi følger derfor opp QCA med en dypere krysskasantalysen, hvor vi ser nærmere på sammenhengene som ble fremhevet av QCA.

Figur 4.1 illustrer rekkefølgen av dataanalysen, og de påfølgende avsnittene 4.4.1 til 4.4.4 utdypes bakgrunn for og gjennomføring av hver av analysene.

4.4.1 Kategorisering og koding

Transkript fra intervjuene ble benyttet for å konstruere kategorier som kan brukes til å kode funnene fra intervjuene. For å sikre at størst mulig bredde av kategorier ble vurdert, lagde forfatterne hver sin innledende kategorisering og koding uavhengig av hverandre, hver basert på halvparten av kasusselskapene. Deretter møttes vi i fellesskap for å sammenlikne utkastene til kategorisering, og drøftet hvilke kategorier som ville være mest hensiktsmessig for å kunne besvare forskningsspørsmålene. Med hensyn til den overordnede krysskasantalysen er vi interesserte i både kategorier med mye og med liten variasjon i svar blant respondentene, mens vi for QCA er mer interesserte i kategorier som har stor variasjon, og som dermed har større forklaringssevne for å begrunne ulike utfall. Etter at kategoriene var bestemt gikk forfatterne hver for seg gjennom de ni intervjuene for å kode ferdig funnene fra intervjuene, nå med en ferdigsatt kategorisering. Vi møttes så igjen for å diskutere, sammenlikne og ferdigstille et resultat av den innledende kodingen. Ved å benytte en slik sammen-

likning i to ledd unngikk vi subjektiv klassifisering, som kan forekomme dersom datasett kun behandles av et enkeltindivid (Frechtling & Sharp, 1997).

Etter gjennomgangen av den innledende analysen og drøfting av kategoriseringen konkluderte vi med at det var behov for en oppfølging av respondentene for å tette hull i enkelte av kategoriene og sikre kvalitet i datagrunnlaget. Som nevnt i avsnitt 4.3.2 ble det derfor utarbeidet et spørreskjema som ble sendt til respondentene, vist i tillegg C. 7 av 9 intervjuobjekter responderte på spørreundersøkelsen, og svarene deres ble brukt til å utfylle kategoriseringen av intervjufunnene, som er presentert i tabell E.1.

Etter ferdig koding ble flere av variablene kombinert til sammensatte variabler. Hensikten bak denne kombinasjonen av variabler er å redusere mengden subjektiv egenvurdering vi som forfattere må utvise for å beskrive et trekk ved et selskap kvalitativt.

Til eksempel mener vi det er utilrådelig å skulle svare på et komplekst spørsmål, «Hvor sterkt vektet en fondsforvalter bærekraft i en investeringsbeslutning?» ut ifra vår subjektive oppfatning fra et intervju, og evaluere svaret på en skala fra 0 til 1. En bedre tilnærming er å bryte spørsmålet ned i flere, ideell sett uavhengige delspørsmål, som er lettere å svare på, for eksempel «Screener forvalteren for bærekraft?» og «Har forvalteren mål for andel bærekraft i sin portefølje?». Deretter kan en beregne det numeriske svaret på det komplekse spørsmål som en vektet sum av komponentspørsmålene. Dette er i samsvar med Kahneman mfl. (2021), som foreslår som et effektivt virkemiddel for å forebygge støy i vurderinger at en bryter ned vanskelige vurderinger, og utsetter endelig vurdering til en har foretatt vurderinger for hver komponentene. Ideelt gjøres den endelige vurderingen med en mekanisk operasjon, som i vårt tilfelle er enkelt gjennomsnitt (med unntak av rapporteringsberedthet). En oversikt over sammensatte variabler, deres komponenter og summasjonsalgoritmen er gjengitt i tillegg E.

4.4.2 Sammenstilling og presentasjon av data

Resultatet fra kodingen er en sannhetstabell, som vi kan anvende direkte i QCA. I tråd med C. Q. Schneider og Wagemann (2010)s *Standarder for god praksis i QCA* rapporterer vi sannhetstabellen med dens verdier for samtlige respondentselskaper. Der respondenter unnlot å svare på oppfølgingsundersøkelsen, har vi etter beste evne forsøkt å erstatte datapunktene med funn fra intervjuene.

Med den komplette sannhetstabellen kan vi danne oss et helhetsbilde av risikokapitalselskapene som er med i studien. Oppsummerende statistikker fra denne sannhetstabellen er illustrert grafisk i RESULTAT OG ANALYSE i figurene 5.2 og 5.6.

Merk, «sannhetstabell» er en QCA-teknisk term, og betyr slettes ikke at vi mener tabellen inneholder endelig sannhet.

4.4.3 fsQCA

Etter den endelige kategoriseringen og kodingen av intervjufunn, ble de tre foreløpige proposisjonene fra [avsnitt 4.2.3](#) konkretisert med spesifikke datavariabler. Vi utførte deretter *fuzzy-set* kvalitativ-komparativ analyse (fsQCA) for å forstå mulige forklaringer bak utfallsvariablene presentert i [avsnitt 4.2.3](#). QCA faller inn under konfigurasjonsanalyse, og er egnet til å studere sammensatte årsak-virkningssammenhenger og dessuten fange samspill mellom ulike faktorer ([Roig-Tierno mfl., 2016](#)). Styrken med QCA over manuell krysskasusanalyse er at den algoritmiske tilnærmingen også sier noe om hvor sterk sammenhengen mellom konfigurasjoner av faktorer og et gitt utfall er, og hvor godt konfigurasjonen forklarer utfallet (henholdsvis konsistens og dekningsgrad, som vi beskriver i [tillegg D](#)).

fsQCA ble utført i statistikkprogramvaren StataMP (17.0) med pakken fuzzy (st0140_2) ([Longest & Vaisey, 2008](#)). Analysen ble utført med utfallsvariablene og de spesifikke variablene som inngår i de reviderte proposisjonene (presentert under [RESULTAT OG ANALYSE](#) som [P1](#), [P2](#) og [P3](#)). Vi satte to betingelser for at en konfigurasjon skulle bli ansett som en gyldig løsning:

- (1) Konsistens $\geq 0,800$
- (2) Y-konsistens \geq N-konsistens

hvor N-konsistens betegner konsistensen for det motsatte utfallet. Altså, der $K_{A,Y}$ betegner A s konsistens for å forklare Y , vil A s N-konsistens tilsvare $K_{\bar{A},Y}$, altså Y -konsistens til \bar{a} , A s komplementmengde. Etter disse to konsistenstestene ble Quine-McCluskey-algoritmen ([Ragin, 2014](#)) anvendt for å redusere alle gyldige konfigurasjoner til sin enkleste form. Til eksempel, om både $a * B * C$ og $A * B * C$ er funnet som tilstrekkelig og består tester for Y -konsistens og Y - versus N -konsistens, kan disse reduseres logisk til $B * C$ (etter som medlemskap eller utenforskap i mengden A er logisk overflødig).

4.4.4 Krysskasusanalyse

Kodingen av data fra intervjuer og oppfølgingsspørsmål lar oss beskrive hvert respondentselskap langs hver av de tre dimensjonene vi ønsker å undersøke: bærekraftsvekting, metodisk grundighet og rapporteringsbærekraft. Basert på denne beskrivelsen kan vi gruppere investorer etter høy eller lav måloppnåelse i en eller flere av disse kategoriene, og hypotetisk sett finne tendenser til at investorer finnes i klynger når de grupperes etter disse variablene. Dette kan tyde på at det finnes *arketyper* blant investorer når det gjelder fokus på bærekraft.

Vi utførte deretter krysskasusanalyse, hvor vi systematisk vil sammenlikne investorer innad i hver gruppe for å finne egenskaper eller prosedyrer som er felles for disse, og å sammenlikne selskaper på tvers av gruppene for å finne egenskaper som er systematisk ulike, og slik understreker forskjellene mellom gruppene. Formålet med QCA er deretter å gi oss en pekepinn på hvilke faktorer som er mest fremtredende i å forklare forskjellen mellom ulike grupper. Krysskasusanalysen som følger har som hensikt å dykke dypere enn hva QCA kan gjøre på et datasett med så liten utvalgsmengde som vi har, og sikre at vi oppdager sammenhengene som finnes i dataene (Eisenhardt, 1989). Supplerende til krysskasusanalysen illustrerer vi også sammenhenger mellom variabler fra kodingen grafisk, som gjør det enklere å finne, verifisere og reflektere over mønstre hos investorer (Maxwell, 2012).

4.5 METODISKE BEGRENSNINGER

Metoden gir tilstrekkelig datagrunnlag for å si noe om et utvalg investorer, og dermed enkelte arketyper, men gir samtidig ikke nok datagrunnlag for å kartlegge helheten av det norske risikokapitalmiljøet. En utfordring man kan støte på dersom dette er ønskelig er å få samlet nok respondenter til gjennomføring av intervju innenfor et relativt smalt tidsintervall. Bakgrunnen for at intervallet må være kort beror på endringstakten i regulatoriske regelverk på nasjonalt og kontinentalt nivå. Det kan derfor oppleves utfordrende å få nok respondenter til å delta, noe også forfatterne av denne studien fikk oppleve. Det var kun på grunn av god strukturering med tilhørende planlegging at vi fikk opparbeidet datamengden vi i dag besitter.

Til tross for at vi er godt fornøyde med informasjonen vi har mottatt er det i kvalitative intervjuer alltid en risiko for at respondentene svarer det de tror at intervjuerne forventer, eller det som stiller dem selv i best mulig lys. Et eksempel på dette kan være at intervjuobjektet svarer at vedkommende har inngående kjennskap til eksisterende og kommende regelverk og bærekraftsinitiativer. For å eliminere denne muligheten forsøkte vi å stille tilstrekkelig med oppfølgingsspørsmål slik at vi kunne være sikre på at svarene vi mottok representerte den faktiske kompetansen og praksisen i det respektive selskapet. Den analytiske tilnærmingen som hadde til hensikt å fjerne muligheten for subjektiv tolking av dataen, kan også påvirket resultatene ved at komplekse sammenlikninger og anekdoter måtter reduseres til binære og graderte variabler.

Samtlige av respondentene som deltok i denne studien ble funnet basert på offentlig tilgjengelige lister over risikokapitalister i Norge. Denne listen ligger inne på teknologi- og innovasjonsavisen Shifter, og investorene må selv legge inn informasjon om sine selskaper for å dukke opp i listen. Det er trolig flere risikokapitalselskaper som

ikke har publisert informasjon om eget selskap i denne listen, enten grunnet at den ikke er de bekjent, eller av andre årsaker. Det kan derfor foreligge dissonans mellom arketyperne som beskrives i denne studien og andre risikokapitalister som har mindre fokus på tilstedeværelse i digitale flater.

Disse begrensningene tatt i betraktning er vi fortsatt av den oppfatning at denne studien vil kunne være av verdi for både utøvende investorer og for akademikere som søker en dypere forståelse av fenomenet.

4.6 REFLEKSJON OVER METODE

For å vurdere en studies kvalitet anbefaler Lincoln og Guba (1985) evaluering av studiens troverdighet ved å se på faktorene overførbarhet, bekreftelse, pålitelighet og troverdighet. En studies overførbarhet handler i korte trekk om hvorvidt dens resultater gjenspeiler virkeligheten (Halldórsson & Aastrup, 2003), og om hvorvidt generaliseringen kan overføres til andre kontekster. Slik generalisering gir ifølge Creswell og Poth (2016) lite mening i kvalitative studier, og dersom en skal generalisere funnene i en gitt kontekst med den hensikt å ekstrapolere de til en annen, er det avgjørende at vedkommende forstår den opprinnelige konteksten (Eisenhardt, 1989). Muligheten for bekreftelse av studiens validitet krever at den innsamlede datamengden gjenspeiler respondentenes ytringer nøytralt (Lincoln & Guba, 1985). Vi var derfor nøye med å gjøre nødvendige tiltak i koding og sammensetting av datagrunnlaget slik at ikke resultatene skulle være gjenstand for subjektive oppfatninger. Dette ble gjort gjennom separat sammenstilling og tolking av data, som utdypet i avsnitt 4.4.

Troverdigheten i studien baseres i likhet med bekreftelse på validiteten av den innsamlede dataen. Det finnes flere ulike måter å sørge for at dette ivaretas (Korstjens & Moser, 2017), og vi valgte en strategi for datatriangulering. Ved å inkludere sekundær- og tertiærdata i studien fikk respondentene gjennom en oppfølgingsundersøkelse muligheten til å selv beskrive og rangere deres investeringspraksis, som utdypet i avsnitt 4.3.2. Deretter kryssjekket vi de to datakildene opp mot offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapene sine nettsider og annen tilgjengelig dokumentasjon. Dette bidro å sikre validiteten og troverdigheten i studien. Pålitelighet beror på at funnene skal være konsekvente, og mulig å gjenskape funnene av andre som forsker på samme fenomen (Bryman, 2016). Ifølge Bryman (2016) er dette utfordrende å oppnå i kvalitative studier da både kontekst og omstendigheter endres over tid. Dette er især gjeldende for denne studien da både regelverk og bransjen er av svært dynamisk art, og kan endres vesentlig på kort tid. Med andre ord kan våre funn innen etablerte praksiser og perspektiver innen kort tid kan være gjenstand for endring, som innskrenker muligheten for gjenskapingen av funnene.

Med bakgrunn i et vidstrakt spenn av termer og begrep, uten konsensus for bakenforliggende definisjoner er det vår oppfattelse at en kvalitativ tilnærming var helt avgjørende for studiens resultat. Et kvantitativt forskningsdesign ville muliggjort innhenting av data fra flere respondenter, og vi ville i så måte klart å kartlegge en større andel av den norske investorpopulasjonen. Samtidig ville det vært svært vanskelig å validere studiens datagrunnlag gjennom en kvantitativ tilnærming på bakgrunn av spriket i bruk av termer og begrep. Oppfølgingsspørsmål og muligheten til å forstå respondentenes egne definisjoner av hver term ville med et kvantitativt design ikke vært mulig, og det ville følgelig ha forringet datakvaliteten. Den valgte sammensettingen av analytiske verktøy og kvalitative tilnærming anses i retrospekt som en egnet metode for å definere status for reorientering mot bærekraft i norsk risikokapital blant et utvalg norske risikokapitalister.

I dette kapitlet presenteres resultatene fra de utførte analysene. Innledningsvis ble det benyttet en kasantanalyse med den hensikt å generere inngående kjennskap til hver kasus. Deretter ble datagrunnlaget fra denne analysen sammenstilt vi gjorde en innledende sammenlikning og analyse. Dette resulterte i et øyeblikksbilde over *status quo* blant studiens respondenter. For å forstå hvilke faktorer som var direkte bidragsytende til å forme dette øyeblikksbildet og kasusene sin posisjonering i de ulike analysene ble fsQCA benyttet. Dette verktøyet systematiserte utforskningen av hvilke variabler som innvirket på det definerte øyeblikksbildet. Avslutningsvis gjorde vi en dype-re krysskasusanalyse for å forstå bakenforliggende årsaker bak øyeblikksbildet med bakgrunn i funnene fra fsQCA og sammenstillingen av intervjufunnene.

5.1 KASUSANALYSE

Det overordnede målet med en kasantanalyse (eng. *within-cases analysis*) er å opparbeide inngående kjennskap til hver kasus, herunder deres prosesser, investeringsmandat, motivasjon og strukturering. Ved å beskrive hver kasus før de måles opp mot hverandre muliggjøres fremveksten av de unike mønstrene i hver kasus (Eisenhardt, 1989).

Ordinært sett ville en, til tross for at det ikke finnes krav til innholdet i en kasantanalyse, presenterte omfattende beskrivelser av hver kasus i resultatet. Gitt respondentenes absolutte krav om anonymitet er ikke en slik skildring mulig da det norske risikokapitalmiljøet er relativt lite. Individider med kjennskap til bransjen vil ved gjengivelse av spesifikke særtrekk enkelt kunne gjenkjenne det aktuelle selskapet, og det utelates følgelig. Vi kommer dog til å gjengi en kortfattet og anonymisert beskrivelse av hver kasus i [avsnitt 5.1.1](#). Dette for å definere noen knagger leseren kan henge de ulike resultatene på. Videre vil det i det påfølgende kapitlet gjengis sitater fra intervjuene, og sammenlikninger av de ulike kasusene kvantifiseres og visualiseres. Vi håper dette kan være et fint supplement for å etablere en mer inngående forståelse for hver kasus, uten å gjengi identifiserende karakteristikk.

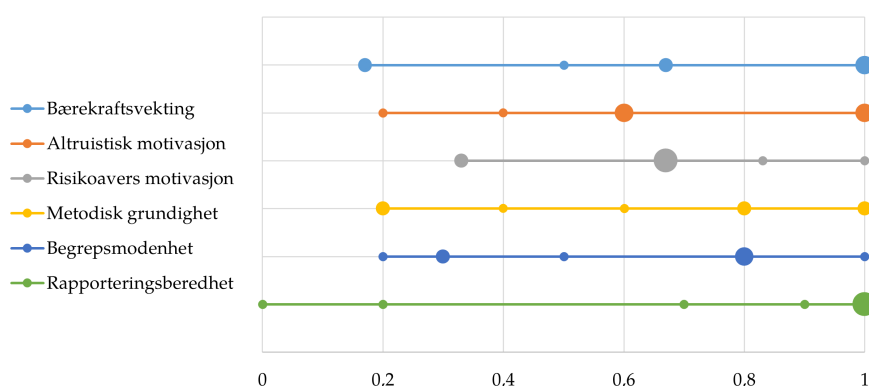
5.1.1 Respondentselskaper

Åtte risikokapitalselskaper ble intervjuet under datainnhentingene. Videre i avhandlingen vil selskapenes navnetrekk og kjennetrekke utelates, ettersom formålet er å finne likheter og forskjeller i risikokapitalmiljøet, ikke å si noe om enkeltelskaper. Her følger en anonymisert oversikt over respondentene basert på funn fra intervjuene:

- Selskap A er et norsk, statlig eid investeringsselskap som investerer i pre-såkn til *venture*-fase. De har et eksplisitt mandat til å investere bærekraftig, regner seg som en *løsningsinvestor*, og har en dedikert bærekraftsansvarlig.
- Selskap B er et norsk, privat eid investeringsselskap, et såkalt *corporate venture*-selskap. Selskapet investerer primært i såknfase, i domener knyttet til moderselskapets aktiviteter. Ingen mandat til å investere bærekraftig, og ingen bærekraftsansvarlig.
- Selskap C er et norsk investeringsselskap som eies av private og institusjonelle investorer, samt statlig-eide investerings- eller pensjonsfond. Selskapet driver ansvarlig investering innen domenespesifikke selskaper. Har ingen dedikert bærekraftsansvarlig.
- Selskap D er norsk eies av et fåtall institusjonelle investorer, og investerer i såkn- og tidlig *venture*-fase. Har et eksplisitt bærekraftsfokus og dedikert bærekraftsansvarlig.
- Selskap E er norsk og eies av private og institusjonelle investorer, og investerer fra tidligfase til såknfase. De har et regionalt fokus, og krever at selskapene de investerer i støtter opp under ett eller flere bærekraftsmål. Har ingen dedikert bærekraftsansvarlig.
- Selskap F er norsk og investerer i oppstartsbedrifter som utvikler programvare. Anser seg ikke som et bærekraftsrettet fond, men ser etter investeringer som skaper positiv innvirkning. Ingen dedikert bærekraftsansvarlig.
- Selskap G er et norsk investeringsselskap, og ser på seg selv om en løsningsinvestor (*impact*-investor). De vurderer bærekraft langs flere dimensjoner, og har en dedikert bærekraftsansvarlig.
- Selskap H er et internasjonalt investeringsselskap med ansatte i Norge, som gjør domenespesifikke investeringer. Ser på seg selv om bærekraftsfond, men har ingen dedikert bærekraftsansvarlig.

5.2 SAMMENSTILLING AV DATA

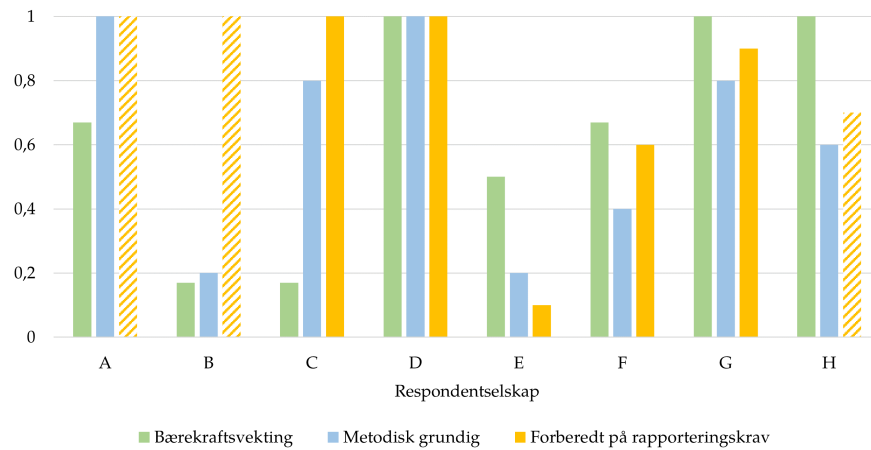
Kategoriseringene og kodingen av datamengden fra intervjuene ledet til en sannhetstabell som vist i [tabell E.1](#). Denne tabellen oppsummerer funn fra intervjuer, oppfølgingsundersøkelse og offentlig tilgjengelig informasjon, og utgjør den første sammenstillingen av data på tvers av kasesene i studien. [Figur 5.1](#) trekker frem seks av variablene fra sannhetstabellen, som er de seks variablene som er sammensatt av flere undervariabler (se [tillegg E](#)). Disse seks variablene omfatter de tre utfallsvariablene fra forskningsspørsmålene, samt tre variabler som vi i proposisjonene i [avsnitt 4.2.3](#) introduserte som aktuelle for analysen. [Figur 5.1](#) er kun et lite utdrag av funnene fra kodingen, og den nysgjerrige leser er velkommen til å studere [tabell E.1](#) i sin helhet, som også indikerer hvordan de ulike respondentene er vurdert.



Figur 5.1: Spredning i målte variabler fra intervjurunden. Større prikker indikerer flere respondenter som er evaluert likt for den aktuelle variabelen (på det meste er fire respondenter evaluert likt.)

[Figur 5.1](#) indikerer hvordan vurderingen av respondentene er spredt for de seks sammensatte variablene. Eksempelvis viser bærekraftsvekting, altruistisk motivasjon og rapporteringsberedthet høyt innslag av høy vurdering/måloppnåelse, mens de tre andre er mer spredt. Bærekraftsvekting og begrepsmodenhet viser dessuten en viss todeling mellom høy/lav måloppnåelse.

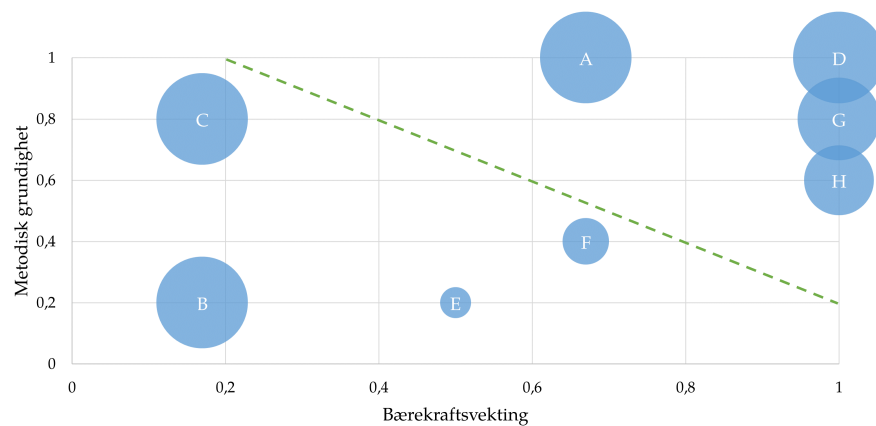
Basert på evalueringen av de tre utfallsvariablene fra forskningsspørsmålene ([avsnitt 4.2.3](#)) kan vi etter kodingen illustrere hovedtrekkene til hvert respondentselskap. Dette er vist i [figur 5.2](#). I denne figuren er rapporteringsberedthet differensiert ved at helfargede søyler angir selskaper som er AIF-forvaltere, og skraverte søyler angir selskaper som ikke er AIF-forvaltere og dermed ikke må følge samme rapporteringsregime.



Figur 5.2: Oppsummerende statistikker fra de tre utfallsvariablene for hvert respondentselskap. Skravert søyle i gult indikerer at et selskap ikke er AIF-forvalter.

Som figur 5.1 indikerer, er det lavest spredning innen rapporteringsberedthet, blant utfallsvariablene vi ser på i studien. Figur 5.2 fremhever dessuten at kun fem av åtte selskaper er AIF-forvaltere, og rapporteringsberedthet er derfor i det hele tatt en variabel vi har mindre grunnlag til å uttale oss om. I figur 5.3 presenterer vi respondentselskapene i et koordinatsystem der vi lar bærekraftsvekting og metodisk grundighet, utfallsvariablene vi har best grunnlag til å si noe om, være aksene i diagrammet. Vi kaller dette koordinatsystemet *investorrommet*.

Investorrommet er termen vi bruker på rommet definert av bærekraftsvekting og metodisk grundighet.



Figur 5.3: Fordeling av investorer langs de tre hoveddimensjonene i studien: bærekraftsvekting (x-akse), metodisk grundighet (y-akse) og rapporteringsberedthet (sirkelradius). Diagonal linje skiller høy og lav kombinert måloppnåelse.

Som vist i figur 5.3 har vi en betydelig agglomerering av respondentselskaper i øvre høyre hjørne (selskapene A, D, G og H), som presterer godt på både bærekraftsvekting og metodisk grundighet.

Fire selskaper som er spredt i de tre resterende kvadrantene (*selskaperne B, C, E og F*). Figuren indikerer en tversgående diagonal skillelinje som deler dette investorrømmet i to, med henholdsvis lav og høy kombinert måloppnåelse på bærekraftsvekting og metodisk grundighet henholdsvis under og over linjen.

Ved å konsultere [tabell E.1](#) kan vi trekke frem egenskaper som vi i hovedsak finner hos kun én av gruppene, høy kombinert måloppnåelse eller lav kombinert måloppnåelse. Disse er listet i [tabell 5.1](#).

Tabell 5.1: Trekk som finnes i hovedsak i kun én av gruppene, *høy* eller *lav* kombinert måloppnåelse på bærekraftsvekting og metodisk grundighet.

Høy kombinert måloppnåelse	Lav kombinert måloppnåelse
Altruistisk motivasjon	Ikke bærekraftsmandat
Formell kompetanse	Manglende formell kompetanse
Høy begrepsmodenhet	Konsernrisikokapital
Kjenner EUs bærekraftsdefinisjon	Ikke investert med statlig aktør
Dedikert bærekraftsansvarlig	Ikke klassifisert etter SFDR
Bruker EU-taksonomien	Bruker ikke flere rammeverk
Bruker tredjeparts datatilbyder	
Tilpasset fondsstruktur	

Todelingen som det diagonale linjestykket i [figur 5.3](#) representerer er én av flere mulige inndelinger, og det er ikke gitt at denne delingen er den beste måten å beskrive bredden blant norske risikokapitalister. For å forstå hvilke investorer som likner mest på hverandre, behøver vi en dypere forståelse for hvilke faktorer som samspiller for å avgjøre plasseringen i dette koordinatsystemet.

Dette er hensikten med å bruke fsQCA. Vi utfører analysen med de tre variablene i [avsnitt 4.2.3](#) som utfall, og søker å finne hvilke egenskaper hos investorer som avgjør deres plassering i dette investorrømmet. Etter denne analysen vil vi vende tilbake til spørsmålet om hvordan investorene best kan grupperes i investorrømmet.

5.3 KONKRETISERING AV QCA-PROPOSISJONER

[Avsnitt 4.2.3](#) introduserer tre generelle proposisjoner som vi ønsker å undersøke med QCA. Målet er at denne analysen skal klargjøre for oss hvilke egenskaper og prosesser hos investorer som avgjør deres vekting av bærekraft, deres metodiske grundighet og hvor forberedt de er på gjeldende og kommende rapporteringskrav. Kodingen, som beskrevet i [avsnitt 4.4.1](#), organiserte funnene fra intervjuene i en rekke variabler, enten binære (som korresponderer til et «Ja/Nei»-spørsmål) eller en gradert variabel (sammensatt av flere binære variabler, be-

skrevet [tillegg E](#)). Basert på disse variablene fra datakildene kan vi konkretisere de generelle proposisjonene fra [kapittel 4](#) til tre proposisjoner, som hver beskriver sammenhengen mellom én utfallsvariabel og en samling prediktorer, som vi vil analysere med QCA. Vi gjengir her de konkretiserte proposisjonene, og grunngir kort motivasjonen for disse.

P1 *bærekraftsvekting = f (altruistisk motivasjon, press fra LP-er, metodisk grundighet, begrepsmodenhet, fondets organisering)*

Vi vurderer vekting av bærekraft i investeringsbeslutninger som et *resultatorientert* trekk, til forskjell fra *omdømmeorienterte* eller *risikoreduerende* trekk. Vi vurderer derfor faktorer som er drivkrefter for resultatorientering, spesifikt altruistisk motivasjon (viljen til å gjøre godt for det gode i seg selv) og press fra fondsinvestorer. Videre vurderer vi også andre faktorer som selv er eksempler på resultatorienterte trekk, spesifikt metodisk grundighet i bærekraftsvurderinger og om fondets organisering, med hensyn til beregninger av suksesshonorar, rekruttering av LP-er eller fondslevetid ([P. Hegeman, 2021](#)), er påvirket av fokuset på bærekraft.

P2 *metodisk grundighet = f (risikoavers tankegang, formell bærekraftskompetanse, dedikert bærekraftsansvarlig, tredjeparts datatilbyder, vektlegging av FNs bærekraftsmål)*

Strukturerte og kunnskapsbaserte vurderinger i DD, som vi har kalt *metodisk grundighet*, vurderer vi som et mer *etterrettelig* enn resultatorientert trekk. Vi ser derfor på drivere for etterrettelighet, som risikoaversjon, formell kompetanse og en dedikert rolle som bærekraftsansvarlig, og andre etterrettelige trekk, spesifikt bruk av tredjepartstilbydere av bærekraftsdata. I tillegg ser vi på om selskapet primært bruker FNs bærekraftsmål som målestokk for å vurdere bærekraft i et investeringsobjekt, ettersom ett av funnene fra spesialiseringprosjektet var at investorer som ellers ikke hadde en strukturert tilnærming for å vurdere bærekraft også la hovedvekt på om det var lett å knytte investeringen til ett av bærekraftsmålene ([spesialiseringprosjekt, 2022](#)).

P3 *rapporteringsberedthet = f (begrepsmodenhet, med-investering med statlige aktører, formell bærekraftskompetanse, press fra LP-er, kjenner EUs taksonomidefinisjon, dedikert bærekraftsansvarlig)*

Rapporteringsberedthet er i høyeste grad et etterrettelig trekk, i tillegg til å være risikoreduerende. Videre krever det en god forståelse av lovverk og i evnen til å skille mellom ulike aspekter av bærekraft, med hensyn til SFDR-artiklene i [avsnitt 2.2](#). Vi vurderer derfor faktorer som indikerer juridisk og bærekraftsfaglig forståelse, spesifikt modenhet i begrepsbruk og formell kompetanse. Vi ser videre på

press fra LP-er, som har insentiv til å forhindre at fondene utsetter seg for risiko ved å rapportere uriktig, og hvorvidt selskapet har offentlig tilgjengelige bærekraftsprinsipper på sine nettsider, som er et annet etterrettelig trekk. En siste faktor som vi inkluderte som følge av intervjufunnene, var hvorvidt fondet har investert sammen med statlige-eide risikokapitalfond tidligere, som er aktører med sterkt press på å være etterrettelig.

5.4 FUZZY-SET QCA

Sammenstillingen av data fra kasanalysene (samlet i [tabell E.1](#)) ga oss et virkelighetsbilde av hvordan bærekraftsarbeidet hos norske risikokapitalister foregår. [Avsnitt 5.2](#) introduserte dessuten en grafisk fremstilling av investorrømmet, langs dimensjonene *bærekraftsvekting* og *metodisk grundighet*. Videre har vi konkretisert proposisjonene fra [avsnitt 4.2.3](#) med konkrete datavariabler fra kodingen ([avsnitt 4.4.1](#)). Disse proposisjonene sier noe om hvilke variabler som kan forklare investorenes evaluering/måloppnåelse innen de tre hovedforsknings-spørsmålene, og dermed plasseringen i investorrømmet i [figur 5.3](#).

Vi anvendte deretter fsQCA for å analysere de tre konkretiserte proposisjonene vi kom frem til i [avsnitt 5.3](#). For hver variabel ser vi på alle konfigurasjoner av relevante forklaringsvariabler, og ser hvilke konfigurasjoner som leder til et gitt utfall, og hvilke som leder til det motsatte utfallet (den komplementære hendelsen). Funnene er oppsummert i [tabell 5.2](#).

Konfigurasjonene fsQCA kommer frem til er de kombinasjonene av egenskaper hos risikokapitalfondene som i størst grad er i stand til å forklare hvordan et gitt selskap skårer på bærekraftsvekting (BV), metodisk grundighet (MG) og rapporteringsberedthet (RB). fsQCA gir oss også løsningene som i størst grad kan forklare de motsatte utfallene, bv (ikke-bærekraftsvekting, altså bærekraftslikegyldighet), mg (metodisk ikke-grundighet, som kan sees på som naiv eller narrativ tilnærming) og rb (ikke-rapporteringsberedthet). Disse og øvrige variabelnavn er forklart i [tabell 5.3](#).

Hvor godt en konfigurasjon forklarer et utfall indikeres ved dekningsgrad (D), som er i hvilken grad konfigurasjonen er en nødvendig forklaring, og konsistens (C), som er i hvilken grad konfigurasjonen er en tilstrekkelig forklaring. Vi ser at der fsQCA har funnet én beskrivende løsning har denne både $D > 0,8$ og $K > 0,8$, og der flere løsninger ikke har latt seg redusere til ett enkelt uttrykk (jf. [avsnitt 4.4.3](#)), til eksempel for bv, viser hver enkelt konfigurasjon en lavere dekningsgrad, men likevel høy konsistens. Der flere løsninger er mulige er de altså i mindre grad *nødvendig* hver for seg, men begge er ikke desto mindre *tilstrekkelige* forklaringer. Her understreker vi at fsQCA kun kan tilby forklaringer på datagrunnlaget vi har i denne studien, og er ikke et forsøk på å finne generelle sammenhenger

Merk at konsistens K for den reduserte konfigurasjonen kan falle under grenseverdien 0,800, fordi flere tilfeller tilhører dette mengden. Reduksjonen ofrer konsistens for dekningsgrad. (Longest & Vaisey, 2008, p. 96)

Tabell 5.2: Konfigurasjoner som i høy grad ($K > 0,800$) kan forklare hvert utfall, eller deres komplementære utfall. D =dekningsgrad, K =konsistens. Variabelnavn forklart i tabell 5.3.

Utfall	Konfigurasjon	$D_{rå}$	D_{unik}	K	D_{tot}	K_{tot}
BV	AM * BM				0,817	0,830
bv	am * mg	0,560	0,077	0,830	0,702	0,791
	bm	0,625	0,142	0,809		
MG	FK				0,820	0,885
mg	fk * bm * RA	0,623	0,222	0,990	0,875	0,839
	fk * FN	0,653	0,252	0,802		
RB	FK * ED				0,977	0,921
rb	fk * ba				0,891	0,968

som lar seg ekstrapolere til resten av risikokapitalmiljøet i Norge. Utvalgsmengden ($N = 8$) er dessuten for liten til å kunne si noe med statistisk signifikans.

Tabell 5.3: Forklaring på variabelnavn i QCA. Merk at store bokstaver indikerer medlemskap i en mengde, mens små bokstaver indikerer ikke-medlemskap.

Variabel	Forklaring
AM	Altruistisk motivasjon
BA	Dedikert bærekraftsansvarlig
BM	Modenhet innen begrepsbruk
BV	Vekting av bærekraft i investeringsbeslutninger
ED	Kjenner bærekraftsdefinisjon i EU-taksonomien
FK	Formell kompetanse innen bærekraft
FN	Primært fokus på FNs bærekraftsmål i vurderinger
MG	Metodisk grundighet i bærekraftsvurderinger
RA	Risikoaversjon
RB	Hvor forberedt et selskap er på rapporteringskrav

Vi finner at bærekraftsvekting er strengt avhengig av både altruistisk motivasjon og begrepsmodenhet. Som vist i tabell E.1 er det klare paralleller mellom hvor godt et selskap skårer på bærekraftsvekting og hvor høyt de vurderes på altruistisk motivasjon, selv om disse måles etter ulike kriterier. Det samme gjelder for modenhet innen begrepsbruk knyttet til bærekraft. Det motsatte utfallet, ikke-bærekraftsvekting, finner vi at er tilfellet hos selskaper som enten viser lav altruistisk motivasjon i tillegg til lav metodisk grundighet, eller hos selskaper som generelt viser lav begrepsmodenhet. Koblingen

her ser ut til å være todelt: Altruisme er i seg selv en drivkraft som er avgjørende for vekting av bærekraft i investeringer, men manglende modenhet innen begrepsbruk, som er et uttrykk for manglende faglig kompetanse, kan også hindre gode intensjoner fra å komme til uttrykk som bærekraftvekting.

Metodisk grundighet finner vi at er sterkt koblet til kompetanse hos risikokapitalselskapet. I datasettet vårt var formell kompetanse innen bærekraft på investorteamet, i form av høyere utdanning eller sertifisert kursing innen bærekraft, industriell økologi, livsløpsanalyse eller liknende fagfelt, direkte samsvarende med høy metodisk grundighet. For lav metodisk grundighet var mangel på formell kompetanse avgjørende, når kombinert med enten lav begrepsmodenhet og høy risikoaversjon, eller med hovedvektlegging på FNs bærekraftsmål i bærekraftsvurderinger. Denne koblingen kan virke uintuitiv, ettersom risikoaversjon skulle antyde høyere grundighet i beslutninger. Dette kan forklares ved at lav begrepsmodenhet og manglende formell kompetanse, sammen med høy risikoaversjon, medfører at risikoreduserende tiltak settes inn andre steder enn i investeringsbeslutninger, eller at feil grep tas.

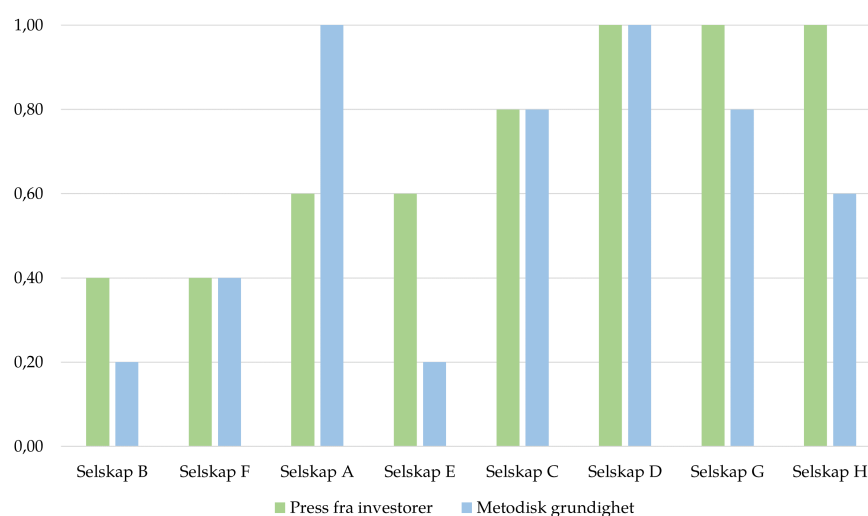
Rapporteringsberedthet er utfallet vi har minst grunnlag for å forklare gjennom fsQCA, ettersom det er AIF-forvaltere som i første omgang pålegges rapporteringsforpliktelser blant investorene vi har snakket med, som gjør at vi begrenser oss til å vurdere disse. I likhet med metodisk grundighet er formell kompetanse en avgjørende faktor for høy grad av rapporteringsberedthet, og manglende formell kompetanse for lav grad av beredthet. Ytterlige to faktorer er nødvendige her: Selskapene som viser høy grad av rapporteringsberedthet er også de som er godt kjent med hvordan EU-taksonomien definerer bærekraft. Denne definisjonen er gjengitt i [avsnitt 3.1.1](#). For lav grad av rapporteringsberedthet var det derimot mangel på dedikert bærekraftsansvarlig i selskapet som ble funnet som nødvendig.

5.5 METODISK GRUNDIGHET

Vi ser når nærmere på noen av variablene som inngår i fsQCA. Vi kvantifiserer *metodisk grundighet* i bærekraftsvurderinger hos fondsforvaltere som et gjennomsnitt av fem relevante binære variabler:

- (1) Bærekraft inngår i DD
- (2) Bærekraftsdel i DD er strukturert og felles for alle investeringer
- (3) Selskapene i porteføljen forpliktes til handling
- (4) Forvaltere bruker flere rammeverk enn FNs bærekraftsmål
- (5) Forvaltere skiller mellom flere dimensjoner av bærekraft i DD

Gjennom intervjuene gjorde vi kvalitative funn om hvor engasjerte LP-er er i bærekraftsspørsmål, hvordan de forplikter fondsforvaltere i sine prosesser, og hva de ventet å få tilbake gjennom rapportering. I oppfølgingsundersøkelsen ba vi risikokapitalistene selv rangere på en skala fra 1–5 med eksempler (se [tillegg C](#)) hvor sterkt de vurderer denne viktigheten sett fra sine LP-er sine øyne. I [figur 5.4](#) sidestiller vi denne selvrapporeringen med vår egen tallfesting av investorenes metodiske grundighet, som gitt ved variablene over. Vi ser at for de fleste investorer samsvarer egenrapportert press fra LP-er med metodisk grundighet, men for [selskapene E og H](#) er grundigheten betydelig lavere.



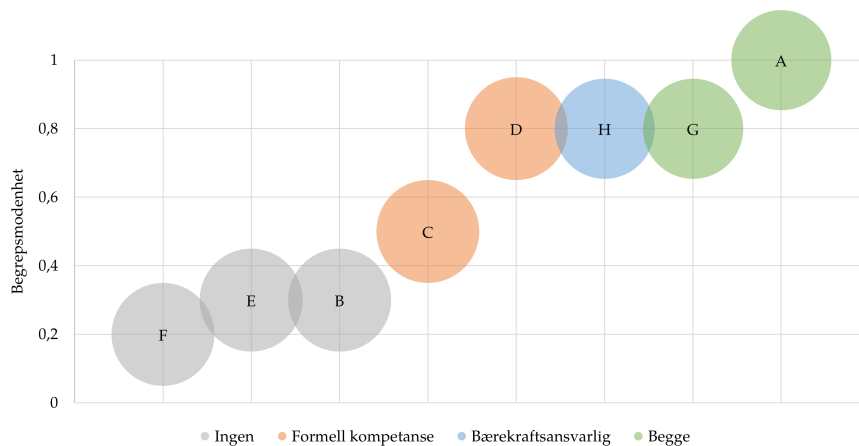
Figur 5.4: Sammenstilling av selvrapportert press fra LP-er angående bærekraftsfokus, og metodisk grundighet hos fondsforvaltere. Sortert etter stigende press fra LP-er.

5.6 MODENHET

Vi ser deretter på begrepsmodenhet, som ble trukket frem av fsQCA som nødvendig for bærekraftsvekting. Vi kvantifiserer *begrepsmodenhet* hos fondsforvaltere i bærekraftsfaglige spørsmål som gjennomsnittet av fem relevante binære variabler:

- (1) Har en etablert, håndfast definisjon av bærekraft
- (2) Mener bærekraft krever positivt bidrag, ikke kun unngå harme
- (3) Regner *grønt* (miljømessig bærekraft) som et nødvendig kriterium for generell bærekraft
- (4) Skiller tydelig mellom bærekraftsrisiko og bærekraftsbidrag
- (5) Skiller tydelig mellom ESG og bærekraft som termer

Et utvalg av spørsmålene i intervjuguiden var rettet mot organisering av fondet, hvor vi prøvde både å kartlegge hvilke trekk som tyder på verdsettelse av bærekraftsfaglig kompetanse og beslutningsmyndighet, og hvilke strukturer som kunne tyde på virkning fra slik kompetanse eller myndighet (eksempelvis strukturelle tiltak som be- regning av suksesshonorar og fondslevetid). I [figur 5.5](#) viser vi sel- skapenes begrepsmodenhet, etter vår egen vurdering som beskrevet over, sortert etter om selskapet har formell kompetanse og/eller en dedikert bærekraftsansvarlig. Figuren viser at selskapene med for- mell kompetanse eller dedikert bærekraftsansvarlig viser betydelig høyere begrepsmodenhet, og selskapene med begge deler skårer enda høyere.



Figur 5.5: Sammenstilling av om et gitt fond/investeringsforetak har for- mell kompetanse på bærekraft i teamet og/eller en dedikert bære- kraftsansvarlig, og vår vurdering av begrepsmodenhet i bære- kraftsfaglige spørsmål.

5.7 INNAD I ETT SELSKAP

I studien ble det totalt gjennomført 9 intervjuer, med representanter fra 8 ulike investeringsselskaper. Med andre ord var 2 av responden- tene fra samme selskap. Da vi i [avsnitt 5.2](#) så en betydelig spredning mellom de ulike kasesene knyttet til de innledende variablene, øns- ket vi også å se om en lignende spredning kan eksistere innad i et selskap. Gjennom intervju ble det avdekket ulike holdninger til bære- kraft og ESG-rapportering, så vel som ulike kompetansenivå innen nevnte tematikk blant de to respondentene. **R1** refererer til den første respondenten, som har formell kompetanse innen bærekraft og over- ordnet ansvar for ESG-rapportering til fondets LP-er. **R2** refererer til den andre respondenten, som ikke besitter formell kompetanse innen bærekraft og som jobber med vurdering av potensielle investeringer og dag-til-dag oppfølging av eksisterende porteføljeselskaper.

R1 poengterer i intervju at finansbransjen har vært preget av et kort-siktig fokus (eng. *short-termism*) på profitt, fremfor et lengre perspektiv på avkastning på investering (return on investment, ROI). I så måte later det til at **R1** har et langt mer pragmatisk perspektiv på bærekraftsfokus og ESG-rapportering, og ser dette i sammenheng med reduksjon av finansiell risiko, kapitaltilgang og langsiktig profitt. **R1** har som beskrevet ansvar for rapportering til fondets LPer, og har dermed mer inngående kunnskap om EU-taksonomien og SFDR enn **R2**. Dette resulterer i at **R2** bemerker hele deres portefølje som bærekraftig, mens **R1** argumenterer for at de ikke har tilstrekkelig med data og målinger på hvert enkelt selskap til å kunne gjøre nevnte kategorisering.

5.8 KLASSIFISERING ETTER SFDR

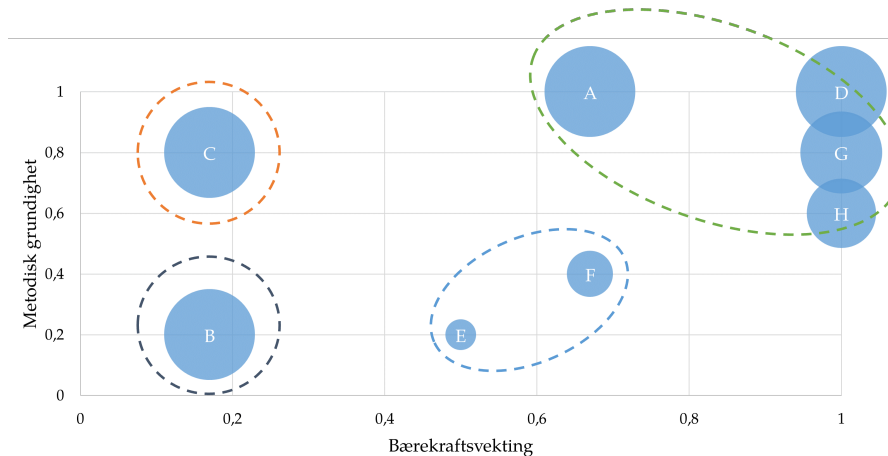
Gjennom intervjurunden har vi erfart sprikende kjennskap til og forståelse for EU-taksonomien og EUs definisjon av miljømessig bærekraft som inngår der, og varierende tilnærminger til hvordan en klassifiserer fondet sitt etter offentliggjøringsforordningen (SFDR). Vi presenterer her en oppsummering av hvordan fondene omtaler seg selv, hva de kommuniserer på sine nettsider, om de er AIF-forfalter, hvilken SFDR-artikkel de har klassifisert seg under (A), om de selv mener de må rapportere (R?), og om de faktisk må rapportere (R!), etter forfatterens forståelse av SFDR.

Tabell 5.4: Hvordan respondentene har klassifisert seg selv etter SFDR, sammenstilt med hvordan de kommuniserer porteføljen utad og om de faktisk har rapporteringsforpliktelser i følge SFDR. A=SFDR-artikkel, R?=mener selv de må rapportere, R!=de må rapportere.

Selskap	Selvbeskrivelse	Kommuniserer	AIF	A	R?	R!
A	Løsningsinvestor	Bærekrafts- og tidligfasesentrert	Nei	–	Nei	Nei
B	Domeneinvestor	Sektorspesifikke investeringer	Nei	–	Nei	Nei
C	Domeneinvestor	Ansvarlig investering, fremmer ESG-karakteristikker	Ja	8	Ja	Ja
D	Bærekraftinvestor	Netto positive investeringer	Ja	8	Ja	Ja
E	Vekst-investor	Bærekraftige vekstinvesteringer	Ja	–	Nei	Jo
F	Teknologiinvestor	Bærekraftige, langsiktige investeringer	Ja	–	Nei	Jo
G	<i>Impact</i> -investor	Krav om trippel bunnlinje	Ja	8	Ja	Ja
H	<i>Impact</i> -investor	Karbonreducerende bærekraftsinvesteringer	Nei	9	Ja	Nei

5.9 INNDELING I ARKETYPER

fsQCA fremhever flere mekanismer som kan være forklarende for investorers plassering i investorrømmet. Med hovedvekt på de tre variablene knyttet til forskningsspørsmålene (bærekraftsvekting, metodisk grundighet og rapporteringsberedhet) og veiledet av forklaringsvariablene trukket frem av fsQCA, foreslår vi følgende inndeling i klynger i investorrømmet:



Figur 5.6: Samling av investorer i fire tematisk ulike klynger, basert på fordeling langs dimensjonene bærekraftsvekting (X) og metodisk grundighet (Y). Vi argumenterer for at disse fire klynger representerer *arketyper* når det gjelder bærekraftstilnærming i risikokapital.

I figur 5.6 finner vi fire klynger: (I) selskapene A, D, G og H med høy måloppnåelse både på bærekraftsvekting og metodisk grundighet; (II) selskap C som presterer høyt på metodisk grundighet men markant lavere bærekraftsvekting; (III) selskapene E og F som skårer middels på bærekraftsvekting og lavt til middels på metodisk grundighet; og (IV) selskap B som har lav kombinert måloppnåelse og i det store og hele skiller seg markant fra de andre respondentene i studien.

Vi argumenterer for at disse fire klyngene kan betraktes som *arketyper* av investorer. Den observante leseren vil se at fargene i figur 5.6 samsvarer med fargene i figur 3.5. Vi vil diskutere koblingen mellom disse to inndelingene i kapittel 6, men for nå begrenser vi oss til å benytte termene fra figur 3.5 for å navngi arketyperne i investorrømmet, og presenterer evidens for hvordan disse klyngene av investorer skiller seg fra hverandre.

De markante forskjellen fra todelingen i avsnitt 5.2 er at lav og middels kombinert måloppnåelse nå er nyansert i arketyper II–IV. Innad i disse ser vi at arketype III skiller seg fra IV ved at de *har* et bærekraftsmandat og screener for dette, men denne prioriteringen kommer ikke til uttrykk som merkbart høyere metodisk grundighet. De kommuniserer likevel at de har høyt innslag av bærekraft eller «ESG-

vennlige» investeringer i porteføljen. Videre skiller arketype II seg fra IV ved at II skårer høyt på metodisk grundighet, og har høyere bærekraftskompetanse og kjennskap til EU-rammeverkene. Arketype I skiller seg fra alle disse ved generell høy kombinert måloppnåelse, med de samme trekkene som i [tabell 5.1](#).

Tabell 5.5: Egenskaper som kjennetegner og avgrensner ulike arketyper av investorer i et bærekraftshenseende.

Arketype	Kjennetegn
I: Løsningsinvestor (A, D, G og H)	Høy bærekraftsvekting Metodisk grundig Høy begrepsmodenhet Forberedt på rapportering Formell kompetanse Ofte tredjeparts datatilbyder Tidvis tilpasset fondsstruktur
II: Oppdragsinvestor (C)	Høy metodisk grundighet Ikke eksplisitt bærekraftsmandat Har formell kompetanse FNs bærekraftsmål som kompass
III: ESG-integrator (E og F)	Bærekraftsmandat Middels bærekraftsvekting Manglende formell kompetanse Ikke klassifisert etter SFDR Dårlig forberedt på rapportering Lav begrepsmodenhet Ikke godt kjent med EU-taksonomi Kommuniserer ESG/bærekraft utad
IV: Ansvarlig utelukker (B)	Ikke bærekraftsmandat Lav/ingen bærekraftsvekting Lav metodisk grundighet Manglende formell kompetanse Lav begrepsmodenhet

I dette kapitlet går vi systematisk gjennom hvert av forskningsspørsmålene og drøfter funnene vi har gjort og hva disse innebærer. Vi starter med å diskutere i hvilken grad bærekraft påvirker investeringsbeslutninger basert på funnene i analysen. Deretter vil metodisk grundighet blant de ulike kasusene drøftes med den hensikt å sammenlikne hvor strukturert og faglig forankret prosessen for å gjøre bærekraftsvurderinger i DD er blant respondentene. Avslutningsvis diskuterer vi investorenes rapporteringsberedthet opp mot eksisterende og kommende regelverk. I konklusjonen som følger diskusjonen vil vi oppsummere funnene fra disse forskningsspørsmålene for å svare på studiens overordnede mål om å definere status for reorientering mot bærekraft blant norske risikokapitalister. I kapitlet som følger konklusjonen vil vi trekke frem områder som vi har funnet som viktige og spennende for videre forskning.

6.1 I HVILKEN GRAD PÅVIRKER BÆREKRAFT INVESTERINGSBESLUTNINGER?

For å kunne drøfte i hvilken grad bærekraft påvirker investeringsbeslutninger ville det være formålstjenlig med en omforent definisjon av hva termen faktisk innebærer. Som poengtert i [avsnittene 3.1.1](#) og [3.1.2](#) finnes det en grunnleggende uenighet om hva bærekraft betyr. Er det et prinsipp om ingen harme, eller innebærer det aktivt bidrag? I ulike artikler brukes ulike definisjoner og konvensjoner, og enkelte forfattere går så langt som å skrive hele artikler om nevnte tema uten å definere sentrale termer. Særlig er dette tilfellet i ESG- og bærekraftshenseende. Resultatet er en term som, avhengig av hvilken kilde en går til, kan omfatte alt fra hele den miljørettede innsatsen hos et selskap, til en enkel rapportering om klimagassutslipp og antall kvinner i selskapsstyret. Dette understreker hvordan uenighet og manglende definisjoner skaper et rom for tvetydighet, hvor en kan stille seg selv i et bedre lys enn fortjent på grunn av bredden i betydningen av ulike termer.

Vi finner at denne usikkerheten rundt sentrale termer er noe enkelte investorer benytter i den grad de kan. I samtale med investorer har vi funnet eksempler på analytikere som vil beskrive hele sin portefølje som grønn, i kraft at de ikke har miljøverstinger blant sine selskap, og spesifikt ingen som jobber innen kull, olje, gass eller våpen ([spesialiseringssprosjekt, 2022](#)). Dette skulle tilsi at prinsippet om ingen harme er tilstrekkelig til å være bærekraftig – altså, så lenge du ikke kan

sies å gjøre noe som er direkte skadelig, så er du bærekraftig. Dette er ikke i samsvar med definisjonen i EU-taksonomien – ingen harme er nødvendig, men ikke tilstrekkelig. Enkelte investorer har også trukket frem selskaper i leverandørbransjen til olje- og gassnæringen som bærekraftige, fordi disse på sikt kan bidra til mer effektiv drift og i så måte er bærekraftige. Dette er et eksempel på forvirring mellom hva som er økonomisk bærekraftig (heller, økonomisk *gunstig*) og hva som er en bærekraftig økonomisk aktivitet ([definisjon 2.1](#)). John Elkington brukte opprinnelig uttrykket «*people, planet, profit*» da han introduserte begrepet tredelt bunnlinje ([Elkington, 1994](#)). På norsk kan vi (for)nøye oss å kalle det «klan, klode og kapital». Ikke desto mindre, dette synet på hva som er grønt og bærekraftig bryter åpenbart med EU-taksonomien, og videre med etablerte definisjoner som Hill ([2020](#))s av grønne selskaper, som igjen samsvarer med definisjonen av *cleantech* fra Pernick og Wilder ([2007](#)).

Hva skyldes denne avstanden mellom hva investorer omtaler som grønt og bærekraftig, og hva som faktisk er det? Dersom det er ubevisst, vitner det om en sterkt manglende kompetanse. Dersom det er bevisst, vitner det om en sterk opportunisme hos investorer, og er et tydelig tilfelle av grønnvasking. Om vi ser på motivasjonen til å bruke ESG-data til å informere investeringsbeslutninger, som i stor grad er økonomisk basert, virker opportunisme høyst sannsynlig. Blant investorer vi har snakket med, finner vi både de som er bevisste på at bærekraft og miljømessig etterrettelighet er egne fagfelt og fortjener dedikert kompetanse i deres investeringsselskap, og de som mener at «...*det er nok å ta ta en fot i bakken for å sjekke om det svarer til noen bærekraftsmål*» ([spesialiseringsprosjekt, 2022](#)). Manglende kompetanse virker dermed også sannsynlig, for noen investorer.

6.1.1 Perspektiver på bærekraft

Med bakgrunn i tvetydighet knyttet til termens opprinnelige definisjon svarer nesten samtlige av respondentene i studien et rungende «Ja» når de blir spurt om bærekraft påvirker deres investeringsbeslutninger. Ved nærmere undersøkelse finner vi en betydelig variasjon knyttet til hva dette betyr i praksis. Respondenten fra [selskap F](#) poengterer at de ikke spesifikt driver med investering i bærekraftige selskaper, men at alle selskaper må adressere minst ett bærekraftsmål for å kvalifisere for investering. Videre legger samme respondent til at «*Hvis man som fondsforvalter ikke har [bærekraftsmålene] til grunn i investeringsstrategien, da følger du ikke helt med, rett og slett.*» Respondenten fra [selskap B](#) poengterer at det er omdømmemessige årsaker som gjør det attraktivt å gjøre bærekraftige investeringer, og at de ikke lar bærekraft påvirke deres investeringsbeslutninger. Respondenten fra [selskap C](#) later til å ha et lignende perspektiv og poengterer at «... *så lenge det ikke er innen atomkraft og lignende så går det greit*», men under-

streker at deres sektorspesifikke investeringsmandat uansett bidrar til at de gjør bærekraftige investeringer. Dette til tross for at den aktuelle sektoren foreløpig ikke er inkludert i EU-taksonomiens oversikt over grønne aktiviteter.

Flere av respondentene i studien representerer dog en direkte motpol til disse perspektivene, hvor blant annet analytikeren fra [selskap H](#) sier at «*alle investeringer vi gjør må ha en signifikant innvirkning på klimaendringene... vi har konkrete mål om at våre investeringer skal bidra til reduksjon i flere hundre megatonn med klimagassutslipp*». Dette sammenfaller også med respondenten fra [selskap G](#) som har to hovedkriterier som må oppfylles for at de skal investere «*det må være selskaper med et potent vektpotensial som samtidig kan ha en netto positiv innvirkning*». De vurderer dermed sine investeringer gjennom finansielle og bærekraftslinser. Denne tilnærmingen sammenfaller med Terán-Yépez mfl. (2020) sitt perspektiv, som argumenterer for en bærekraftsstrategi som like fullt hensyntar økonomisk vinning.

Vi argumenterer for at det er stor variasjon i hvilken grad bærekraft påvirker investeringsbeslutninger. Årsaken til variasjonen er mange-sidig, og vi erfarer at mangel på kompetanse, divergerende investeringsmandat, begrepsmodenhet og ulike drivkrefter og motivasjoner (som rapporteringskrav fra LP-er og vekting av selskapets renomé) er blant faktorene som innvirker på dette anliggende.

6.1.2 ESG versus bærekraft

En gjennomgående kilde til misforståelse om bærekraftsbegrepet er innblandingen av ESG. Som vi drøfte i [avsnitt 2.3](#) er ESG først og fremst ment som et samlebegrep for bærekraftsrelatert risiko, altså forhold som ha materiell innvirkning på avkastningen fra en investering. Et av kjennetegnene ved respondentene med lav begrepsmodenhet er at de gjerne blander ESG og bærekraft som termer. Vi mener investorer vil være tjent med å unngå å bruke ESG om bærekraft, men heller forbeholde ESG-terminen om bærekraftsrelatert risiko (jamfør definisjon i [avsnitt 2.3](#)). Dette vil både gjøre at investorer kan fokusere sine verktøy på det målet de ønsker å oppnå, det være seg risiko-forebygging eller miljømessige eller sosiale goder, og at de kan være ærlige overfor sine LP-er på hva de forsøker å oppnå.

Vi ser dessuten at forvaltere med høy grad av begrepsmodenhet likevel inkluderer ESG-terminen i sine presentasjoner og nettsider, og dette er etter vår forståelse et forsøk på å imøtekomme andre i investorsfæren som bruker ESG som overordnet betegnelse fremfor bærekraft. I alt har vi dermed fire tilnærminger: (A) bruker ESG og bærekraft om hverandre, (B) bruker kun ESG-terminen i all sin kommunikasjon, (C) skiller tydelig mellom bærekraftsrisiko (ESG) og bærekraftsbidrag, og (D) er bevisst på forskjellen mellom risiko og muligheter, men bruker ESG likevel for å imøtekomme andre. Ettersom det er

svært ulike investeringsstiler for de som vil håndtere risiko versus de som vil oppnå ikke-finansielle ringvirkninger, mener vi det er mot sin hensikt å bruke ESG-terminen i møte med andre – en klassisk bjørne-tjeneste.

6.1.3 Betydning av fondsorganisering

Blant VC-selskapene vi intervjuet var det to som hadde tilpasset fondsorganiseringen sin av hensyn til målet om å gjøre bærekraftige investeringer. Inntrykket vårt er at dette er foreløpig lite utbredt, og i vårt datagrunnlag finner vi det kun blant selskapene som har høyest kombinert måloppnåelse på bærekraftsvekting og metodisk grundighet ([selskapene A og G](#)). P. Hegeman (2021) trekker frem flere fond som har gjort dette, og drøfter hvordan eksempelvis beregning av suksesshonorar for analytikere med hensyn til miljømessig og sosial avkastning vil være en god måte å rette insentivene til investorer i samme retning som fondets bærekraftsambisjoner. Vi kan ikke uttale oss om virkningen av dette tiltaket på et begrenset datagrunnlag, men mener det har intuitiv appell å rette fondets og dets ansattes insentiver mot samme mål.

6.1.4 Betydning av arketyper

I [avsnitt 5.9](#) introduserer vi en firedeling av investorrømmet, som vi bruker til å identifisere ulike investortyper og deres egenskaper. Denne inndelingen er begrenset til vårt datagrunnlag, men det vil være spennende å se om en finner et liknende mønster med flere respondenter i en liknende studie. I denne figuren er investor-arketyperne fargelagt på samme måte som [figur 3.5](#). Vi vil likevel fremheve at disse figurene tegner to ulike bilder. [Figur 5.6](#) er basert på en inngående analyse av faktorer som forårsaker investorers bærekraftsvekting og metodiske grundighet, og lar oss dermed si noe om hva plasseringen i investeringsspekteret skyldes. Dessuten bruker vi figuren til å si noe om hvordan aktørene kan bevege seg i investorrømmet/bærekraftmetode-rommet:

- [Selskap B](#) er nedre i høyre hjørne, kjennetegnet av lav måloppnåelse på bærekraftsvekting og metodisk grundighet. Den plasseringen har de ikke oppnådd fordi de ikke følger med i tiden og ikke bryr seg om å oppnå miljømessige og sosiale goder, men fordi de ikke har fått noe mandat fra moderselskapet om å investere bærekraftig og heller ikke må rapportere etter SFDR.
- [Selskap C](#) utviser høy metodisk grundighet i det de gjør, men ønsker å investere i teknologi med positive innvirkninger, som ikke nødvendigvis er definert som bærekraftige investeringer. Vi vet likevel at de gjør aktiv innsats for å bringe bærekraft inn

i bevisstheten til alle i fondet og å implementere det på alle nivå, som kan tyde på at de vil bevege seg i en retning av mer bærekraftsvekting over tid.

- **Selskapene E og F** bærer preg av høvelig gode intensjoner men svakere gjennomføringsevne, dels på grunn av manglende kompetanse og dels på grunn av manglende begrepsmodenhet i organisasjonen. Her kan vi håpe at rapporteringsforpliktelser fra SFDR vil virke som en drivkraft som skyver selskapene «oppover» i diagrammet, altså at rapporteringsforpliktelsene fungerer som incitament til å iverksette større metodisk grundighet sett i forhold til deres nåværende bærekraftvekting. For øyeblikket er disse selskapene mer å regne som ESG-investorer, som jobber med å redusere bærekraftsrelatert risiko i porteføljen, men kommuniserer utad at de fokuserer på bærekraft. Med hensyn til SFDR er de nødt tell å begrense seg til ESG-risikohåndtering eller også å rapportere som fullt utviklede bærekraftsinvestorer. Vi kan altså vente en endring i hvor disse plasserer seg i investorrømmet i fremtiden.
- **Selskapene A, D, G og H** presterer alle høyt på bærekraftsvekting og metodisk grundighet, og vi kan bare vente at disse vil bevege seg videre oppover i investorrømmet (høyere metodisk grundighet). Dels baserer vi dette på tegn fra investorene selv om viser at de jobber med å inngå samarbeid med tredjeparts dataleverandører og integrere dette i sine investeringsprosedyrer, og dels at de med formell kompetanse også later til å være mer bevisst rundt hvilket forbedringspotensial fondet har. Sagt på en annen måte, kompetanse avler kompetanse.

6.2 HVOR VELFUNDERT ER BÆREKRAFTSVURDERINGER?

Grad av struktur og faglig forankring i DD er sentrale faktorer som innvirker direkte på spørsmålet om risikokapitalister i tråd med EUs grønne vekststrategi bidrar til å styre mer kapital inn mot bærekraftige selskaper og produkter. Flere av respondentene i denne studien poengterer at de arbeider med å systematisere og forankre en standardisert praksis for å gjøre bærekraftsvurderinger i DD (**selskapene A, C, D og G**). Et interessant funn er dog at samtlige av respondentene selv uttrykker at bærekraft inngår som et ledd i DD i deres respektive selskaper. For enkelte er det en avgjørende faktor, og de utelukker selskaper dersom de ikke oppfyller gitte krav, mens andre sier at «...nei, ESG-vurdering inngår ikke når vi skal bestemme oss for om vi skal investere, men de må fylle ut et ESG-skjema før vi kan signere investeringsavtalen» (**selskap C**). Vi oppfatter følgelig en forskjell i praksis blant respondentene, hvor enkelte kun ser det som et verktøy for å kartlegge status blant porteføljeselskapene. Om dette skyldes ulike motivasjoner

er det vanskelig å ta stilling til, men vi identifiserer likevel formell bærekraftskompetanse, dedikert bærekraftsansvarlig og bruk av flere rammeverk enn FNs bærekraftsmål som variabler i direkte sammenheng med grad av metodisk grundighet.

En interessant dimensjon i diskusjonen er knyttet til opplevd press fra LP-er vektet mot metodisk grundighet (som illustrert i figur 5.4). Av studiens åtte respondenter er det kun tre selskaper (B, E og H) som selv har rapportert om et høyere press fra deres LP-er målt opp mot vår tallfasting av deres metodiske grundighet. Dette er især interessant da både selskapene E og H har statlige LP-er i sine fond, som vi argumenterer for at gjennom høyere krav til rapportering (som nevnt i avsnitt 5.4) i utgangspunktet bør motiverer disse investorene til å utøve høyere grad av metodisk grundighet i sitt arbeid.

Årsaken til at ikke samtlige respondenter har en standardisert prosess for metodisk grundighet i DD kan skyldes et kost-nytte-spørsmål. Vi argumenterer for at kompleksiteten i eksisterende lovtekster bidrar til å heve barrieren for utbredt implementering av metodisk grundighet, da det for mindre selskaper, som selskap B bekrefter «...er brukt betydelige ressurser på å sette seg inn i bærekraftsrelaterte spørsmål». Videre uttalte sjeføkonom i Sparebank 1 Markets, Harald Magnus Andreassen under Sparebankdagene i 2021 på eksplisitt vis at «Taksonomien er et iiberbyråkratisk makkverk» (Storvik, 2021). Slike bemerkninger vil også kunne gi ringvirkninger i negativ forstand, og bidra til at selskaper med begrensede ressurser som samtidig ikke opplever samme press fra sine LP-er utsetter nødvendig kompetanseheving som igjen forsinker implementeringen av god metodisk grundighet.

6.2.1 Viktigheten av datatilbydere

Bruken av tredjeparts tilbydere av bærekraftsdata er et trekk vi kun finner hos investorer som presterer høyt både på bærekraftsvekting og metodisk grundighet. Et gjennomgående tema hos alle investorer vi snakket med var (1) vanskeligheten av å samle data, særlig fra oppstartsbedrifter og (2) lavt sammenlikningsgrunnlag. Ved å flytte ansvaret for å samle data og sikre sammenliknbarhet i datagrunnlaget, får investorer mulighet til å gjøre riktige beslutninger basert på hvilke former for innvirkning de ønsker, heller enn å bremses av liten datatilgang. Dette vil både redusere behovet for spesifikk kompetanse innen å samle og systematisere bærekraftsdata, og muliggjøre synergieffekter ved at spesialiserte datatilbydere kan agglomerere data fra flere sektorer og land.

6.2.2 FNs bærekraftsmål som bærekraftsindikator

FNs bærekraftsmål er primært å regne som en samling med prioriteringer, ikke en indikator på akkurat hvor bærekraftig et selskap er. I

dette henseende er EU-taksonomien for et langt bedre verktøy å regne. Vi vet også at tredjeparts dataleverandører, slik som Upright Project, har blitt bedt om å produsere «SDG alignment» av sine kunder, og først nylig har etterkommet dette ønsket, da kun som et supplement til sin interne innvirkningsskår (eng. *net impact score*) og vurdering etter EU-taksonomien. Som vi så fra fsQCA-funnene var hovedvekt på FNs bærekraftsmål i kombinasjon med manglende formell kompetanse faktisk tilstrekkelig for å forklare lav metodisk grundighet. Hos investorene med lav metodisk grundighet fikk vi inntrykket av at bærekraft i investeringsobjekter ble vurdert etter hvor lett de var å *snakke om* som bærekraftige, heller enn hvordan man kunne *måle dem* som bærekraftige. FNs bærekraftsmål ble gjerne brukt til å begrunne slike resonnementer.

Dette er hva vi har kalt *narrativ* eller *naiv* tilnærming i [avsnitt 5.4](#), og kan være et eksempel på substitusjon i bærekraftsvurderinger – at en (ubevisst) svarer på et enklere spørsmål når det opprinnelige spørsmålet er for krevende å svare på. Strukturerte deler i DD når det gjelder bærekraft kan bidra til å redusere rommet til slike narrative tilnærminger i bærekraftsvurderinger. Vi oppfordrer investorer til å benytte seg av bærekraftsmålene for å kommunisere *hva* de forsøker å oppnå med investeringene sine, men likevel bruk andre rammeverk og standarder for å kommunisere *hvor godt* disse investeringene presterer i et bærekraftshenseende.

6.2.3 Med-investering med statlige aktører

Et spennende funn vi gjorde i løpet av intervjurunden var vedrørende med-investering mellom statlige og ikke-statlige aktører. Etter å ha snakket med investorer med høy, lav og ingen grad av statlig eierskap blant LP-er eller GP-er, så vi at statlige føringer vedrørende bærekraftsprioriteringer ikke bare virket gjennom eierskap, men også med-investeringer. Selv om dette ikke ble trukket frem som den viktigste sammenhengen i fsQCA, ser vi at blant fem fond som har gjort investeringer i nært samarbeid med statlige investorer, så presterer fire av dem på topp i metodisk grundighet. Fra en forvalter i et fond med høy metodisk grundighet «*Vi har investert med [statlige investeringsaktører], og de er ganske tydelig i sine krav. De profesjonalserte for mange år siden ESG-policies*». Også investorer som selv ikke utviser så høy grad av metodisk grundighet merkes dette fokuset fra statlige aktører: «*Jeg vet at de er veldig opptatte av det*».

6.3 HVOR GODT FORBEREDT ER NORSKE INVESTORER PÅ SINE RAPPORTERINGSFORPLIKTELSER?

For å kunne diskutere dette forskningsspørsmålet er det især to dimensjoner som er av vesentlighet: kjennskap til regelverk og sanksjoner, og grønnvasking og hykleri.

6.3.1 Kjennskap til regelverk og sanksjoner

For at risikokapitalselskaper skal være forberedt på sine eksisterende og kommende rapporteringsplikter er det avgjørende med inngående kjennskap til hvilke lovverk og krav som finnes. Dette for å være bevisst hvilke krav som følger av fondets organisering og hvilke krav investorene gjennom egne handlinger selv pålegger fondet (eksempelvis gjennom å promotere sine finansielle produkter som bærekraftige, eller ved å promotere miljømessige eller sosiale karakteristika).

Som illustrert i [kapittel 2](#) finnes det en overveldende mengde lovverk investorer skal sette seg inn i og forstå. I forarbeidet til spesialiseringsprosjektet hadde vi til hensikt å kartlegge både eksisterende og kommende regelverk, prinsipper, traktater og initiativer som et ledd i beslutningen om hvorvidt dette var et egnet forskningsområde. Gjennom både spesialiseringsprosjektet og denne studien har det blitt evident at det eksisterer svært mange initiativer av ulik art. For å komplisere landskapet ytterligere er det ikke ved første øyekast gitt hvilke rapporteringsforpliktelser et risikokapitalselskap har, og vil få. Regelverkene kan kategoriseres som intrikate både grunnet mengde initiativer som eksisterer, men også på bakgrunn av ordlyden i den tilhørende dokumentasjonen.

Da EU-taksonomien og en rekke andre lovverk fortsatt er under utvikling har det ikke blitt publisert informasjon om eventuelle sanksjonsordninger for rapporteringsforpliktete risikokapitalselskaper som unnlater å rapportere ([Europakommisjonen, 2021](#)). I lys av sjeføkonom Andreassens uttalelse (som gjengitt i [avsnitt 6.2](#)) kan en derfor diskutere hvorfor selskaper per dags dato skal rapportere.

Åpenbare fordeler ved bærekraftsrapportering er: (1) risikoreduksjon, (2) grønne lån (billigere finansiering), (3) økt attraktivitet ovenfor fondsinvestorer, (4) svarer til formelle og uformelle forventninger, (5) bedre kontroll over porteføljen og (5) man får en tjuvstart på å opparbeide gode rutiner for rapportering som etter all sannsynlighet uansett kommer.

Det er også enkelte faktorer innen bærekraftsrapportering av relativ negativ karakter: (1) ressurskrevende, (2) manglende evidens på at rapportering gir høyere avkastning, (3) må ekskludere potensielt lønnsomme investeringer grunnet manglende bærekraftsfokus og (4) manglende standardisering på rapporteringskrav gjør at rapportene mister sin sammenlikningsverdi.

Grønne lån er et finansieringsprodukt som tilbys investeringer med spesifikke miljømessige kvaliteter.

Til tross for en overvekt av fordeler med bærekraftsrapportering, er diskusjonen interessant. Dersom den mest vesentlige sanksjonen for risikokapitalselskaper som ikke rapporterer er at en ikke får tilgang på grønne lån vil dette vurdert opp mot ekstraarbeidet som følger av rapportering kunne resultere i at enkelte risikokapitalselskap ikke velger å følge sine rapporteringsplikter. Dette kan føre til at reorienteringen mot bærekraft i risikokapital, og det grønne skiftet som helhet går saktere, og her har derfor offentlige institusjoner en viktig rolle å spille for å sikre at alle drar i samme retning.

6.3.2 Grønnvasking og hykleri

Et annet sentralt element som er nært knyttet til rapporteringsberedhet er grønnvasking. Siano mfl. (2017) argumenterte for at grønnvasking både som term og handling har blitt mer utbredt de siste årene. Respondenten fra [selskap C](#) poengterte at «...vi alle har vært vitne til en helt utrolig grønnvasking, og vi har sett at mange rett og slett har misledet markedet». Men er det egentlig så rart? Som Dutta mfl. (2020) poengterer allokeres det stadig mer kapital i retning av selskaper med god relativ ESG-ytelse, og Auer og Schuhmacher (2016) påstår i tillegg at det foreligger en klart høyere betalingsvilje hos europeiske investorer dersom et selskap har fokus på bærekraft. Dette underbygges også av Duque-Grisales og Aguilera-Caracuel (2019), Fatemi mfl. (2015) og Huang (2021), og gjør at utsagn som «Det er mange som sier at de er bærekraftige selv om bidraget er minimalt» og «Jeg kommer på eksempler på fond som har en uttalt bærekraftsstrategi, men når jeg ser på porteføljen deres så skjønner jeg ikke helt hvordan det henger sammen» nesten er å forvente – grønnvasking selger ([selskapene D og G](#)).

Gjennom spesialiseringsprosjektet innrømmet en annen norsk risikokapitalist at «...Du grønnvasker jo det du kan» ([spesialiseringssjunkt, 2022](#)) som kan forklares av respondenten fra [selskap C](#) som mente at «...mange har lyst til å si at de har bærekraftige selskap, og akkurat nå er det ganske lett å si det fordi man ikke må bevise det». Det later dermed til at det både er utbredt enighet om at det foregår grønnvasking, og at investorer selv kan være bidragsytende til at problematikken vedvarer.

En rapport fra investeringsorganisasjonen CFA Institute (2015) fastslo at kun 10 % av investorene i deres studie har formell kompetanse innen vurdering av ESG-kriterier. Samme år rapporterte Ernst & Young at i underkant av 25 % av profesjonelle investorer hensyntok ikke-finansiell informasjon i sine investeringsbeslutninger ([Friede mfl., 2015](#)). Differansen mellom formell bærekraftskompetanse og hensyntakelse av ikke-finansiell informasjon later til å være like relevant i dag, da kun 50 % av de respektive selskapene som inngikk i denne studien har ansatte med formell bærekraftskompetanse. Dette kan forklares av at «Oppfølging og rapportering er svært krevende og

utgjør i seg selv et årsverk» (selskap C). En rekke norske risikokapitalselskaper besitter derfor ikke nødvendig kompetanse for å vurdere substansen i bærekraftskommunikasjonen til potensielle porteføljeselskaper, som følgelig kan resultere i at det er enklere å komme unna med grønnvasking. En respondent fra spesialiseringsprosjektet mener dog at substansen i grønne aktiviteter og selskaper vil komme for en dag, enten ved neste emisjon, eller ved salg av selskapet. Den aktuelle respondenten jobber riktignok i et risikokapitalselskap som har egen ESG-ansvarlig, og selv er de dermed godt rustet til å gjøre vurderinger på hvorvidt det foreligger substans i de påståtte bærekraftige aktivitetene eller ikke.

Grønnvasking i og rundt økosystemet for risikokapital utgjør nærmest en paradoksal dissonanstilstand. Ingen aktører ønsker å bli utsatt for villedelse eller uredelighet, men dersom den aktuelle aktøren selv kan gagnes av at motparten grønnvasker en leveranse, er tilbøyeligheten blant enkelte mer enn evident. Vi betegner dette som *grønnvaskings paradoks*. Fenomenet bidrar til at grønnvasking tiltar i omfang, og dersom en skal redusere videre forplantning vil etableringen av tydeligere lovverk være avgjørende. Innføringen av EU-taksonomien og SFDR, samt et økt fokus på ESG-rapportering vil uten tvil være bidragsytende til å heve terskelen for grønnvasking, men det er allerede ytret bekymring av blant annet Andreas Friis, direktør for Sustainability Hub Norway, for at artikkel 8 i SFDR vil bli «grønnvaskingsartikkelen» grunnet sin fleksibilitet (Storvik, 2022).

6.3.3 Sanksjoner mot grønnvasking

Dersom grønnvasking som fenomen skal avta i styrke har offentlige styrende organer en viktig rolle å fylle. Det vil være behov for tydeligere sanksjonsordninger dersom et selskap (enten nyetablert eller risikokapitalselskap) blir tatt for grønnvasking. I skrivende stund er den eneste sanksjon som finnes for å bedrive grønnvasking nettsider etablert av interesseorganisasjoner og enkeltindivider med den hensikt å henge ut bedrifter som bedriver grønnvasking til spott og spe for den skuelystne (Lyon & Montgomery, 2015). Selv om disse initiativene trolig har kommet som en reaksjon på manglende aksjon fra statlige organ, strider det åpenbart med maktfordelingsprinsippet. Initiativ som lar privatpersoner være lovgivende, utøvende og dømmende makt representerer en betydelig fare, og det reiser spørsmålet rundt hvorvidt et feilaktig dømt selskap noen gang vil kunne gjenopprette sitt tidligere renommé etter en offentlig blottleggelse av slikt kaliber. Mangelen på ordentlige sanksjoner gjør utøvelsen av grønnvasking per dags dato nærmest risikofri. Forventninger og krav fra eksterne aktører (kunder, investorer og andre) bidrar videre til at flere og flere selskaper tilstreber å definere så mye som mulig av sin virksomhet som bærekraftig.

Gitt at slike sanksjonsordninger ikke kommer på plass er det også mulig at vi står ovenfor et nytt fenomen, kjent som regnbuevasking (eng. *rainbow washing*) som ifølge en respondent i studien beskriver selskaper som påstår at de jobber direkte med flere av FNs bærekraftsmål enn hva som er tilfellet. Det vil derfor være behov for at statlige organ sender et tydelig signal om at slik praksis ikke vil tolereres da det både vil skape mistillit blant investorer som skal vurdere bærekraftige selskaper (Netto mfl., 2020), og senke kredibiliteten til faktisk bærekraftige selskaper (Delmas & Burbano, 2011).

I denne studien retter vi søkelyset mot bærekraft i investeringsverdenen, med spesielt fokus på bærekraftige investeringer innen norsk risikokapital. I tråd med EUs grønne vekststrategi har det siden 2018 kommet flere regulatoriske rammeverk på bærekraftsområdet, og især er det EU-taksonomien og EUs offentliggjøringsforordning (SFDR) som påvirker risikokapitalister. Vi kartlegger gjeldende bærekraftspraksis hos norske risikokapitalister i lys av denne utviklingen hvor finansmarkedet aktivt skal engasjeres til å flytte kapital til bærekraftige aktiviteter. Formålet med studien er å svare på det overordnede spørsmålet:

Hva er status for reorienteringen mot bærekraft i norsk risikokapital?

Denne målsetningen leder frem til tre forskningsspørsmål:

- (1) I hvilken grad påvirker bærekraft investeringsbeslutninger?
- (2) Hvor strukturert og faglig forankret er prosessen for å gjøre bærekraftsvurderinger i selskapsgjennomgang (due diligence, DD)?
- (3) Hvor godt forberedt er norske investorer på sine rapporteringsforpliktelser?

Det overordnede funnet i studien er at det finnes store variasjoner både mellom og innad i norske risikokapitalselskaper, med hensyn til forståelsen av bærekraft og til kompetanse og metoder som er nødvendig for å gjøre riktige vurderinger vedrørende bærekraft. Videre finner vi at det finnes sprikende forståelse for EUs regulatoriske rammeverk, som gjennomføres i norsk lov via EØS-avtalen og blir gjeldende for regnskapsåret 2022, og at profesjonelle aktører som forvalter fond av størrelsesorden 100 millioner NOK ligger an til å ha betydelige mangler i sin kommende rapportering. Dette er hva vi kaller «strek i laget», og kan tyde på at omstillingen mot bærekraftig finans vil gå saktere enn hva en kan håpe på hvis en hører kun på de som roper høyest i bransjen.

VEKTING AV BÆREKRAFT I INVESTERINGSBESLUTNINGER

Vi argumenterer for at det er stor variasjon i hvilken grad bærekraft påvirker investeringsbeslutninger, også blant selskaper som mener de har høyt innslag av bærekraftige selskaper i sin portefølje. Årsaken til

variasjonen er mangesidig, og vi har grundig undersøkt selskapenes faglige grunnlag, i form av formell kompetanse og begrepsforståelse, samt intern og ekstern motivasjon, i form av rapporteringskrav fra LP-er, altruisme eller risikoaversjon. Vi erfarer at divergerende investeringsmandat, ulik begrepsforståelse og altruistisk motivasjon er viktig i å avgjøre vektning av bærekraft. Vi erfarer også at selskaper er mer forsiktig med å påberope seg at de bedriver bærekraftige investeringer i personlige intervjuer sammenliknet med hva de kommuniserer på sin nettsider.

METODISK GRUNDIGHET I BÆREKRAFTSVURDERINGER

I likhet med vektning av bærekraft er metodisk grundighet avhengig av mange faktorer, og våre analyser trekker frem særlig formell kompetanse i investorteamet som avgjørende for høy metodisk grundighet. Der manglende formell kompetanse kombineres med svak begrepsmodenhet eller overdreven lit til FNs bærekraftsmål som bærekraftsindikator, presterer selskapene derimot dårlig på metodisk grundighet. I motsetning til bærekraftsvektning, der investorer er generelt bevisste på hvor tungt de vektlegger bærekraft, erfarer vi at investorer reflekterer lite over manglende kompetanse eller dårlige vurderingsprosesser, og de som har lavest måloppnåelse er ikke nødvendigvis kjent med hvilke prosedyrer mer metodiske risikokapital (venture capital, VC)-selskaper har.

FORBEREDTHET PÅ RAPPORTERINGSKRAV

Blant VC-selskapene vi intervjuet var det fem AIF-forvaltere, som har klare rapporteringsforpliktelser i følge SFDR, som blir gjeldende i Norge fra regnskapsåret 2022. Blant de aktuelle respondentene var det to selskaper som ikke har klassifisert seg etter SFDR og ikke forventer å måtte rapportere, selv om begge formidler på sine nettsider at de fremmer bærekraftige karakteristika i sine fond. Våre analyser peker på at manglende kompetanse er den sterkeste faktoren for å forklare dårlig rapporteringsberedhet, mens de respondentene som hadde kjennskap til EU-taksonomien og hvordan den definerer bærekraft, også stiller godt forberedt til rapportering. Enkelte av respondentene peker på at det er et omfattende arbeid å sette seg inn i gjeldende reguleringer, særlig når disse er i endring, og antyder at de prioriterer andre anliggende fremfor rapportering. Dersom investorer skal ha riktig grunnlag til å velge mellom ulike VC-fond i et bærekraftsøye-med, er det avgjørende at fondsforvaltere investerer ressurser både i å bygge sin faglige kompetanse innen bærekraft og å beherske gjeldende lovverk.

7.1 IMPLIKASJONER

Våre funn er illustrative for variasjonen som finnes både innad i norske risikokapitalselskaper og mellom ulike selskaper. Våre funn tyder på at omstillingen mot bærekraftig finans vil gå saktere enn først antatt, og dette gjelder i enda større grad dersom arketyperne og praksisene vi har kartlagt i denne studien er representative for bransjen som helhet.

Vi oppfordrer risikokapitalaktører til åpent og å dele «beste praksis» vedrørende bærekraftsvurderinger, og dermed spre kompetanse og kunnskap om verktøy. På denne måten kan aktører ta informerte beslutninger i tråd med ønskene til deres investorer, heller enn å ta dårlige beslutninger på mangelfullt grunnlag, og dermed holde både sine LP-er og seg selv for narr. For noen norske risikokapitalister kan dette være tilfellet. Heldigvis ser vi at slik kompetansedeling til en viss grad skjer gjennom med-investering, hvor en aktør med høy metodisk grundighet og god forståelse for rapporteringsforpliktelser introduserer rammeverk og rapporteringsstandarder som også andre aktører som tar del i investeringen drar nytte av. Spesifikt finner vi denne dynamikken der statlige aktører med-investerer med private. Vi oppfordrer derfor investorer også til å ta lærdom av hverandres arbeid på bærekraftsfronten.

7.2 BIDRAG

Vårt bidrag med denne studien er et øyeblikksbilde av et utdrag av risikokapitalmiljøet i Norge i dag. Bildet kan være mangelfullt, på grunn av liten utvalgsmengde og begrenset tidsomfang av studien. Men dersom våre inntrykk stemmer finnes det store variasjoner i tilnærmingen til bærekraft – både på det investorer er åpne om og bevisste på, som hvordan de vektlegger bærekraft i sine investeringsbeslutninger, og om det investorer er mindre åpne om og trolig mindre bevisste på, nemlig hvor grundige de er i sine beslutninger og hvor god faglig kompetanse de har til å gjøre bærekraftsvurderinger.

Vi bidrar videre med en mer utforskende analyse av hvilke faktorer som kan være bidragsytende til selskapenes måloppnåelse innen bærekraftsvekting og metodisk grundighet. Vi finner at formell kompetanse korrelerer sterkt med begge disse, og videre at manglende begrepsmodenhet korrelerer med at selskap presterer dårlig på begge. Mens disse funnene fra fsQCA ikke sier om kausalitet, er dette sammenhenger som er verdt å se nærmere på.

Studien gir også en statusrapport på hvordan risikokapitalselskaper klassifiserer seg selv etter SFDR-rammeverket. Vi finner at flere aktører som i andre henseende er å regne som høyt profesjonelle, har manglende forståelse for rapporteringsrammeverket og har arbeid som gjenstår for å være forberedt til rapporteringen for regnskapsåret

2022. Lærdommen er todelt – for det første understreker dette tidligere påstander om at SFDR enda har rom for misforståelse og kan være et komplekst regelverk å sette seg inn i, og heller enn å hindre grønnvasking kan vi få nye, tilpassede former. For det andre ser vi at kompetanse innen bærekraft også kan være avgjørende for å stille beredt til rapportering, og at dette er en rolle som alle AIF-forfaltere bør sikre at er med i teamet.

Vårt siste bidrag er inndelingen i arketyper, som illustrerer sammenhengen mellom ulike investorer målt opp mot bærekraftsvekting og metodisk grundighet. I vårt datagrunnlag finner vi fire klynger som fremstår kvalitativt ulike, og drøfter hvilke trekk som definerer disse klyngene. Denne grafiske forståelsen kan være nyttig både for risikokapitalfond selv, som vil forstå hvor de plasserer seg og hvilke aktører det er relevant å lære av for å utvikle seg, og for investorer som ønsker å plassere kapital ikke bare hos aktører som mener godt, men som også har den metodiske tilnærmingen som kreves for å klare det.

Studien har avdekket empiriske funn som både samsvarer og bryter med eksisterende teori. Årsaken til avvikene fra tidligere litteratur beror på endringstakten i lovverk og i næringslivet, så vel som utviklingen innenfor fagfeltet. I de påfølgende avsnittene presenteres områdene vi mener er av høyest relevans for videre forskning.

Bransjen for risikokapital er i utvikling, og det vil være formålstjenlig å supplere denne studien med mer omfattende forskning på tvers av flere risikokapitalselskaper. Dette for å kunne si noe om risikokapitalmiljøet som helhet, og for å kunne gjøre tilhørende statistiske betraktninger.

For regulatoriske instanser som Europakommisjonen, for Stortinget og for bransjeaktører burde videre forskning i samarbeid med en tredjeparts datatilbyder for å samle data om ulike porteføljer og deres prestasjon være av stor interesse. Slik kan ambisjoner og uttalte holdninger sidestilles med netto innvirkning fra selskapene i den enkelte portefølje – og dermed bidra til å belyse et forskningsområde med flere betydelige gap.

I denne studien ble det også kastet lys på at det også kan foreligge betydelige forskjeller knyttet til bærekraftspraksis og -kompetanse innad i et selskap. Videre forskning på dette fenomenet og dets implikasjoner er derfor av relevans for bransjen for å sikre at alle komponenter i maskineriet drar i samme retning.

Lovverkene som former spillereglene for risikokapital er i stadig endring. En omfattende kartlegging av når ulike beslutninger ble tatt, sett opp mot når ulike lovverk ble gjeldende er et høyaktuelt forskningsområde som også kan gi indikasjoner på hvorfor rapporteringskrav og regler ikke implementeres umiddelbart av enkelte aktører.

Forskning innen investorers bakenforliggende motivasjoner for å implementere bærekraftspraksis, både i investeringsbeslutninger og i operasjonelt henseende er av høy relevans. Dette for bedre å kunne forstå hvilke subsidieringer og insentivordninger staten kan effektivere for å akselerere reorienteringen mot bærekraft ytterligere.

Vi har viet lite oppmerksomhet til konsernrisikokapital (eng. *corporate venture*), og vet følgelig lite om hvordan denne skiller seg fra tradisjonell risikokapital. Vi har dog sett at mandatet til konsernkapitalselskap kan være strengt avhengig av virksomheten til moderselskapet, og det er følgelig opp til disse å stake ut veien for å nå bærekraftige mål. Domenespesifikk forskning innen konsernkapital er derfor aktuelt for å forstå hvordan mer kapital kan allokeres i retning bærekraftige selskaper.

TILLEGG

ENGELSK-NORSK TERMLISTE



Engelsk	Norsk	Forkortelse
Alternative investment fund	Alternativt investeringsfond	AIF
AIF manager	AIF-forvalter	
Angel investor	Engleinvestor	
Asset	Aktivum/ressurs	
Bond	Obligasjon	
Carried interest	Suksesshonorar	
Case	Kasus (forsknings-)	
Co-investment	Medinvestering	
Compliance	Overholdelse/føyning	
Corporate social responsibility	Bedriftens samfunnsansvar	CSR
Corporate venture	Konsernrisikokapital	
Cross-case analysis	Krysskasusanalyse ¹	
Double materiality	Dobbel vesentlighet	
Due diligence	Selskapsgjennomgang	DD
Environmental, social and governance (factors)	Miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer	ESG
Exclusion	Utelukkelse	
Exit	Likvidering/utgang	
Financial market participant	Finansmarkedsdeltaker	
Fund horizon/lifespan	Investeringshorisont/fondslevetid	
General partner	Fondsforvalter	GP
Governmental	Styringsmessig/forretningsetisk	
Green bonds	Grønne obligasjoner	
Hedge fund	Risikofond	
Impact	Innvirkning	
Impact investment	Løsningsinvestering ²	

¹ Brukt hos [Falkenberg, 2020](#).

² Etablert terminologi hos Finansco (2022), Investinor (2021) og Storebrand ASA (2020).

Investee	Investeringsobjekt	
Initial public offering	Børsnotering	IPO
Limited partner	Fondsinvestor	LP
Maturity	Modenhet	
Mutual fund	Fond	
Portfolio	Portefølje	
Principal adverse impacts	Vesentlig negative konsekvenser	PAI
Private equity	Aktivt eierfond/aktiv eierkapital	PE
Rainbow washing	Regnbuevasking	
Responsible investment	Ansvarlig investering	
Return on investment	Avkastning på investering	ROI
Risk avers	Risikoavers	
Risk aversion	Risikoaversjon	
Seed fund	Så Kornfond	
Side letter	Sidebrev	
Sustainable	Bærekraftig	
Sustainable investment policy	Bærekraftspolicy	
Truth table	Sannhetstabell	
UN Sustainable investment goals	FNs bærekraftsmål	
Venture capital	Risikokapital	VC
Venture capitalist	Risikokapitalist	
Venture-backed	Risikokapital-støttet	

1. Bærekraft og investeringer
 - 1.1 Påvirker bærekraft deres beslutninger knyttet til investeringer?
 - Hvordan påvirker bærekraft?
 - Vil dette kunne endre seg i fremtiden?
 - Hvorfor? Hva må til?
 - 1.2 Hvordan vil dere definere bærekraft?
 - Omfatter bærekraft kun miljømessige forhold, eller også sosiale og etiske forhold for dere?
 - Hva er nødvendig for at en bedrift skal være bærekraftig?
 - Hva er sammenhengen mellom bærekraftige investeringer og grønne investeringer?
 - Hvis et selskap ikke har negativ påvirkning på noen klima- eller miljømål – er det da grønt?
 - 1.3 Hva er motivasjonen deres for å investere bærekraftig?
 - Fordi det gagnar dere, eller fordi det gagnar omverdenen?
 - Handler det mest av alt om å redusere risiko i porteføljen, eller om å satse på bedrifter som gjør et positivt bidrag?
 - Skyldes det internt fokus, eller ekstern påvirkning?
2. Porteføljer og investeringsmål
 - 2.1 Hvordan påvirkes lønnsomhet av fokuset på bærekraft?
 - Betyr mer bærekraft ofte mindre lønnsom?
 - Bærekraft gir bedre lønnsomhet på sikt
 - 2.2 Hvor stor andel av porteføljen er bærekraftig (gitt deres tolkning av bærekraft)?
 - Hvordan vil dette endre seg i fremtiden?
 - Har dere eksempler på bærekraftige investeringer?
 - 2.3 Har dere satt mål for andelen bærekraftige investeringer i porteføljen(e) deres?
 - Har dere inntrykket av at andre fond som investerer i liknende selskaper har samme fokus?
 - 2.4 Er dere en AIF-forvalter?
 - 2.5 Hvordan følger dere opp selskaper i deres portefølje?
 - 2.6 Har dere med-investert med statlig-eide risikokapital-aktører?
3. Lovverk, standarder og verktøy
 - 3.1 Hvilke standarder bruker dere for å vurdere om en bedrift er bærekraftig?

- Vurderer dere på miljø, sosiale forhold eller styringsmessige forhold?
- Bruker dere verktøy for å gjøre denne vurderingen?
- Er denne måten å måle bærekraft er en god indikator på om bedriften faktisk gjør et positivt bidrag?
- Er det et overordnet problem at standarder er for vage?

3.2 Kjenner dere til EUs taksonomi for bærekraftige økonomiske aktiviteter?

- Hvordan er taksonomien relevant for dere?
- Kjenner dere til hvordan taksonomien definerer bærekraft?
- Kjenner dere til hvordan en bedrift kan bruke taksonomien til å vurdere om de er bærekraftige?
- Kjenner dere til hvem som er pliktig å rapportere i tråd med taksonomien?
- Er dere pliktig til å rapportere i tråd med taksonomien?
- Er EU-taksonomien aktuell for dere å bruke for å vurdere hvor bærekraftig en investering er?

4. Praksis knyttet til bærekraft

4.1 Har dere kompetanse på bærekraft i teamet?

- Hvis ikke, hvorfor ikke?
- Har dere inntrykket av at lignende fond har slik kompetanse?

4.2 Rapporterer bedriftene i deres portefølje om bærekraft til dere?

- Rapporterer dere dette videre?
- Har det verdi for dere å få slike data fra selskapene i porteføljen?

4.3 Kommuniserer dere utad at bærekraftige selskaper i porteføljen er bærekraftige?

- Kommuniserer dere at dere har bærekraftig fokus?
- Har dere inntrykket av at andre investorer kommuniserer at noe er bærekraftig uten at det nødvendigvis er det?
- Har det hendt at dere har kommunisert at noe er bærekraftig uten at det nødvendigvis er det?

4.4 Er organiseringen av fondet påvirket av fokuset på bærekraft?

- Eksempel: Tidshorisont for investeringer
- Eksempel: Hvordan dere måler avkastning
- Eksempel: Bonusordninger

4.5 Har dere en dedikert bærekraftsansvarlig?

4.6 Inngår bærekraft i DD/selskapsgjennomgang før investeringer?

- På hvordan måte?

4.7 Har dere statlige eiere/investorer?

Masteroppgave – Reorientering mot bærekraft, oppfølging

Obligatoriske felter er merket med stjerne *

Hvilket venturekapital-selskap representerer du? *

I dette skjemaet følger spørsmål knyttet til selskapets venturekapital-fond. Dersom selskapet forvalter flere fond, svar gjerne om det fondet som i størst grad var tema for det foregående intervjuet.

Om fondets LP-er

Hvor viktig er bærekraft/ESG for deres LP-er? *

Svar på skala fra 1–5 hvor 5 er mest viktig.

- 1 – Ikke et viktig hensyn
- 2 – Er tema i møter
- 3 – Jevnlige møtetema, rapporterer regelmessig
- 4 – LP-er krever grundig screening på bærekraft
- 5 – LP-er forutsetter at fondet skaper målbar positiv impact

Har fondet statlige LP-er? *

Direkte, eller gjennom statlig eide fond i fond.

- Ja
- Nei

Om due diligence og screening

Er bærekraft/ESG et avgjørende screeningskriterium i due diligence før investering? *

- Ja
- Nei

Når ble denne praksisen innført? *

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Ja» er valgt i spørsmålet «Er bærekraft/ESG et avgjørende screeningskriterium i due diligence før investering?»

Har dere tidligere ekskludert lønnsomme investeringer utelukkende av bærekraftsyn? *

Se bort i fra investeringer i bransjer dere normalt ikke investerer i.

Ja

Nei

Bruker dere tredjeparts datatilbyder for å samle bærekraftsdata om et selskap i due diligence og/eller årlig rapportering? *

Ja

Nei

Om EUs Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

Hvilken SFDR-artikkel har dere klassifisert fondet deres under? *

Artikkel 6

Artikkel 8

Artikkel 9

Ikke klassifisert

Når gjorde dere denne klassifiseringen? *

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Artikkel 6», «Artikkel 8» eller «Artikkel 9» er valgt i spørsmålet «Hvilken SFDR-artikkel har dere klassifisert fondet deres under?»

Hvorfor har dere ikke klassifisert fondet deres under en SFDR-artikkel? *

i Dette elementet vises kun dersom alternativet «Ikke klassifisert» er valgt i spørsmålet «Hvilken SFDR-artikkel har dere klassifisert fondet deres under?»

QCA er en metode for å analysere data med flere variabler. Heller enn å estimere netto virkning fra enkeltvariabler på en utfallsvariabel, bruker QCA boolsk logikk for å undersøke sammenhenger mellom et utfall og alle mulige kombinasjoner av flere forklaringsvariabler (prediktorer) (Longest & Vaisey, 2008). I QCA behandles en variabel som en mengde, som et element (et individ eller tilfelle) kan være *medlem* eller *ikke-medlem* av, og ser på hvilke konfigurasjoner av medlemskap (med en eller flere prediktorer) som opptrer sammen med medlemskap i en utfallsmengde. I opprinnelig QCA var medlemskap i en mengde å betrakte som binær, altså fullstendig medlem eller ikke-medlem. Dette kalles gjerne *crisp-set*, eller «skarp definert mengde». En viktig utvidelse av QCA er fsQCA, inspirert av Smithson (1987) og videreutviklet av Ragin (2000). *Fuzzy-set*, eller «flytende mengde» refererer til at et element kan ha en *grad* av medlemskap i en mengde, på intervallet mellom 0 (fullt utenforskap) til 1 (fullt medlemskap) (Babuška, 1998).

Ragin (2006) argumenterer for at teorier innen sosialvitenskapelig forskning er grunnleggende verbale, og at verbal teori i hovedsak faller innenfor *mengdelære*, altså læren om medlemskap i mengder og relasjoner mellom slike mengder. Mange forskere innen sosialvitenskap formulerer slike mengderelasjoner som hypoteser om korrelasjon mellom variabler, og anvender regresjonsanalyse for å finne virkningen til enkeltvariabler. Resultatet av feilaktig anvendelse av regresjonsanalyse på mengderelasjoner og kausale årsak-virkningssammenhenger er upålitelige konklusjoner i forskning (Armstrong, 2012; Ioannidis, 2005). QCA, som også er mengdeteoretisk av natur, er derfor mer egnet enn multivariat regresjonsanalyse (MRA) for å beskrive sammensatte årsak-virkningssammenhenger innen sosialvitenskap (Woodside mfl., 2012). fsQCA brukes i tiltakende grad innen forretnings- og ledelseslitteratur (M. R. Schneider mfl., 2010), og har flere likhetstrekk med statistiske tilnærminger (Kraus mfl., 2018). På denne måten implementerer fsQCA prinsipper om sammenlikning, og formaliserer logikken og fremgangsmåten i kvalitative studier (Roig-Tierno mfl., 2016).

QCA evaluerer forholdet mellom en utfallsmengde og alle boolske kombinasjoner av prediktormengder. Til eksempel, gitt en utfallsmengde Y og to prediktormengder A og B , vil QCA undersøke hvilke konfigurasjoner av A og B (det vil si, $A * B$, $A * b$, $a * B$ og $a * b$) som det er mest rimelig å si at produserer Y (Longest & Vaisey, 2008). Her indikerer liten forbokstav a komplementet til A , altså medlem-

skap i ikke- A , og kalles også *negasjonen* av A . $*$ er logisk OG-operator. Medlemskapet til en konfigurasjoner av flere mengder med flytende medlemskap regnes som den laveste medlemskapsverdien for alle mengdene som inngår, som vist i [likning \(D.1\)](#) (hvor $\min()$ er minimumsoperatoren, som gir minste verdi blant argumentene). Medlemskap i en konfigurasjon hvor negasjonen av en mengde inngår, beregnes ved å anvende $1 - A$, hvor A er verdien av medlemskap i mengden A , som vist i [likning \(D.2\)](#).

$$A * B = \min(A, B) \quad (\text{D.1})$$

$$A * b = \min\{A, (1 - B)\} \quad (\text{D.2})$$

Ragin (2006) etablerer to konsepter for å måle sammenhengen mellom et utfall Y og en konfigurasjon X (av en enkelt prediktor eller kombinasjon av flere): konsistens (eng. *consistency*) og dekningsgrad (eng. *coverage*). Konsistens angir i hvilken grad konfigurasjon X er å regne som en delmengde av utfall Y , altså, i hvilken grad X er en *tilstrekkelig* for Y . Høy konsistens innebærer at vi når observerer X (eller for *fuzzy-set*, høy grad av medlemskap i X) forventer vi også å observere Y (høyt medlemskap i Y , for *fuzzy-set*. Konsistens beregnes ved uttrykket i [likning \(D.3\)](#):

$$\text{Konsistens}(X_i \leq Y_i) = \frac{\sum (\min(X_i, Y_i))}{\sum (X_i)} \quad (\text{D.3})$$

Gitt at vi har påvist høy konsistens mellom prediktor X og utfall Y kan vi være interesserte i å avgjøre hvor *viktig* X er i å forklare Y . Der flere ulike konfigurasjoner kan produsere Y , ønsker vi å vite hvor stor viktighet vi kan tilegne X blant flere tilstrekkelige prediktorer. Dette er dekningsgraden til X , og innebærer å finne i hvilken grad X er en *nødvendig* betingelse for Y . Uttrykket for å beregne dekningsgrad er gitt i [likning \(D.4\)](#). Merk at dette uttrykket er det samme som å finne konsistensen for Y for å forklare X .

$$\text{Dekningsgrad}(X_i \leq Y_i) = \frac{\sum (\min(X_i, Y_i))}{\sum (Y_i)} \quad (\text{D.4})$$

Tabell E.1 angir kategoriene som kodingen i avsnitt 4.4.1 resulterte i. Verdiene som gjengis i tabell E.1, alle med en numerisk verdi mellom 0 og 1, er grunnlaget for QCA, og i forbindelse med denne metoden kalles tabellen en sannhetstabell.

Som drøftet i avsnitt 4.4.1 ble flere binære variabler kombinert for å kunne finne en numerisk verdi på utfallsvariablene som er knyttet til de tre forskningsspørsmålene: *bærekraftsvekting*, *metodisk grundighet* og *rapporteringsberedthet*. Tabell E.1 viser hvordan disse tre variablene er sammensatt av en rekke undervariabler, som er vist ved innrykk (eksempelvis inngår «Screener for bærekraft» i den sammensatte variabelen «Bærekraftsvekting»). Kodingen resulterte i ytterligere tre sammensatte variabler: *altruistisk motivasjon*, *risikoaversjon* og *begrepsmodenhet*. Disse ble funnet interessante som forklaringsvariabler for QCA, og er derfor også tilordnet en numerisk verdi fra en rekke undervariabler.

Alle sammensatte variabler foruten *Rapporteringsberedthet* beregnes som gjennomsnitt av de binære variablene som inngår (0 eller 1). Noen binære variabler er unntaksvis gitt verdien 0,5, enten for å representere et snitt der respondenter i samme selskap ga forskjellige svar, eller der respondentens svar ikke svarte klart til «Ja» eller «Nei».

Variabelen «SFDR-klassifisering» består av fire binære variabler: Om fondet er (1) SFDR artikkel 6-fond, (2) SFDR artikkel 8-fond, (3) SFDR artikkel 9-fond eller (4) ikke klassifisert etter SFDR. Rapporteringsberedhet er betinget på flere faktorer, og har derfor en mer sammensatt evalueringsalgoritme enn de fem foregående variablene. Tabell E.2 angir variablene V_i som inngår, inkludert de mellomliggende variablene M_i og hvilke betingelser som avgjør deres verdi. Likning (E.1) angir hvordan rapporteringsberedthet beregnes i tråd med disse variablene.

Merk, i tabell E.2 og likning (E.1) angir overstreket variabel \bar{A} negasjonen av A .

Tabell E.1: Sannhetstabell for koding av intervjufunn, som brukt i QCA.

Variabel	Respondentselskap							
	A	B	C	D	E	F	G	H
Bærekraftsvekting	0,67	0,17	0,17	1,00	0,50	0,67	1,00	1,00
Mener bærekraft påvirker beslutninger direkte	1	0	0	1	1	1	1	1
Screener for bærekraft	1	0	0	1	1	1	1	1
Kan ekskludere selskaper basert på bærekraft	1	1	0	1	1	1	1	1
Har ekskludert selskaper pga. bærekraft	0	0	0	1	0	1	1	1
Har mål for andel bærekraft i porteføljen	1	0	0	1	0	0	1	1
Klassifisert som SFDR artikkel 8- eller 9-fond	0	0	1	1	0	0	1	1
Altruistisk motivasjon	1,00	0,20	0,40	1,00	0,60	0,60	0,60	1,00
Ser på seg selv som bærekraftsinvestor	1	0	0	1	0	0	1	1
Har mandat for å investere bærekraftig	1	0	0	1	1	1	1	1
Vektlegger bærekraft pga. samfunnsansvar	1	1	0	1	0	0	1	1
Vektlegger bærekraft pga. investorkrav	1	0	1	1	1	1	0	1
Har statlige LP-er	1	0	1	1	1	1	0	1
Risikoaversjon	0,33	1,00	0,67	0,67	0,67	0,83	0,33	0,67
Vektlegger bærekraft pga. omdømmerisiko	0	1	0	0	1	1	0	1
Vektlegger bærekraft pga. finansiell risiko	1	1	1	1	0	1	1	1
Vektlegger bærekraft pga. kapitaltilgang	0	1	1	1	1	0,5	0	0
Metodisk grundighet	1,00	0,20	0,80	1,00	0,20	0,40	0,80	0,60
Bærekraft inngår i DD	1	1	1	1	1	1	1	1
Bærekraftsdel i DD er strukturert	1	0	1	1	0	0	1	0
Selskapene i porteføljen forpliktes til handling	1	0	0	1	0	0	0	1
Bruker flere rammeverk enn FNs bærekraftsmål	1	0	1	1	0	0	1	0
Bruker flere dimensjoner av bærekraft i DD	1	0	1	1	0	1	1	1
Baserer primært på FNs bærekraftsmål	0	1	1	1	1	0	0	1
Har formell kompetanse på bærekraft	1	0	1	1	0	0	1	0
Har dedikert bærekraftsansvarlig	1	0	0	0	0	0	1	1
Fondets organisering påvirket av bærekraft	1	0	0	0	0	0	0	1
Har med-investert med stor, statlig aktør	1	0	1	1	0	1	1	0
Bruker EU-taksonomien	1	0	1	1	0	0	1	0
Bruker tredjeparts datatilbyder	1	0	0	1	0	0	1	0
Begrepsmodenhet	1,00	0,30	0,50	0,80	0,30	0,20	0,80	0,80
Har en etablert, håndfast definisjon av bærekraft	1	0	0,5	1	0	0	1	1
Bærekraft krever positivt bidrag (vs. ingen harme)	1	0	0	1	1	1	1	1
Bærekraft betinger miljømessig	0	0	0,5	1	1	1	1	1
Skiller tydelig mellom bærekraftsrisiko og -bidrag	0	0,5	0	0	0,5	1	0	0
Skiller tydelig mellom termene ESG og bærekraft	1	0	0,5	1	0	0	1	1
Rapporteringsberedthet	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,20	0,90	0,70
Er AIF-forvalter	0	0	1	1	1	1	1	0
Investerer kun i programvare	0	1	0	0	0	1	0	0
Mener de må rapportere etter EU-taksonomien	1	0	1	1	0	0	1	1
SFDR-klassifisering	—	—	8	8	—	—	8	9
Rapporterer strukturert på bærekraft til LP-er	1	0	1	1	0	0	0,5	0,5
Tilgjengelig bærekraftspolicy på nett	1	0	1	1	0	1	1	0
Kommuniserer at porteføljen er bærekraftig	1	0	1	1	1	1	1	1

Tabell E.2: Variabler som inngår i rapporteringsberedthet

Symbol	Forklaring (betingelser)
V_1	AIF-forvalter
V_2	SFDR art. 6-fond
V_3	SFDR art. 8-fond
V_4	SFDR art. 9-fond
V_5	Ikke klassifisert etter SFDR
V_6	Investerer kun i programvare
V_7	Mener de må rapportere
V_8	Kommuniserer at porteføljen er bærekraftig
V_9	Rapporterer strukturert
V_{10}	Tilgjengelig bærekraftspolicy på nett
M_1	Må rapportere, hvis <ul style="list-style-type: none"> • AIF-forvalter¹ • Klassifisert etter SFDR
M_2	For lav klassifisering, hvis <ul style="list-style-type: none"> • AIF-forvalter, men ikke klassifisert • SFDR art. 6, men kaller porteføljen bærekraftig
M_3	Forstått rapporteringsplikt, hvis <ul style="list-style-type: none"> • SFDR art. 8 eller 9, men ingen bærekraftspolicy • Mener de ikke må rapportere, men må rapportere (M_1)

$$RB = \begin{cases} 1, & M_1 \\ \frac{1}{5} (\overline{V_5} + V_9 + V_{10} + \overline{M_2} + M_3), & \overline{M_1} \end{cases} \quad (\text{E.1})$$

I korte trekk innebærer [tabell E.2](#) og [likning \(E.1\)](#) at mye ansvar legges på hvordan en fondsforvalter har klassifisert fondet sitt etter SFDR, og om hvorvidt denne klassifiseringen samsvarer med innholdet i porteføljen (V_6), hvordan fondet omtales (V_8) og om retningslinjene for hvordan fondet investerer og rapporterer er offentlig dokumentert (V_{10}). Der fondet ikke har rapporteringsplikt, fordi en ikke er AIF-forvalter og ikke har definert seg etter SFDR, eller fordi en kun har investeringer i porteføljen som ikke innebærer PAI og heller ikke kommuniserer noe annet, blir rapporteringsberedthet evaluert til 1. I alle andre tilfeller regnes rapporteringsberedthet som et gjennomsnitt av variablene som inngår i [likning \(E.1\)](#), nedre linje.

¹ Unntak: Må ikke rapportere hvis man er SFDR art. 6-fond, men kun investerer i programvare og har offentlig tilgjengelig bærekraftspolicy (eng. *sustainable investment policy*) som forklarer hvorfor investeringene ikke innebærer noen PAI, og heller ikke kringkaster at fondet gjør bærekraftige investeringer

BIBLIOGRAFI

- Advokatfirmaet BAHR AS. (2021). *Bærekraftig finans - Oversikt over reglene og praktiske råd til kapitalforvaltere og rådgivere* (tekn. rapp.).
- Aghelie, A., Sorooshian, S. & Azizan, N. A. (2016). Research gap in sustainopreneurship. *Indian Journal of Science and Technology*, 9(12), 1–6. <https://doi.org/10.17485/ijst/2016/v9i12/77648>
- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Antarciuc, E., Zhu, Q., Almarri, J., Zhao, S., Feng, Y. & Agyemang, M. (2018). Sustainable venture capital investments: An enabler investigation. *Sustainability (Switzerland)*, 10(4). <https://doi.org/10.3390/SU10041204>
- Armstrong, J. S. (2012). Illusions in regression analysis. *International Journal of Forecasting*, 28(3), 689–694. <https://doi.org/10.1016/J.IJFORECAST.2012.02.001>
- Auer, B. R. & Schuhmacher, F. (2016). Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51–62. <https://doi.org/10.1016/J.QREF.2015.07.002>
- Babuška, R. (1998). *Fuzzy Modeling for Control* (Bd. 12). Springer Netherlands. <https://doi.org/10.1007/978-94-011-4868-9>
- Barber, B. M., Morse, A. & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2020.07.008>
- Belz, F. M. & Binder, J. K. (2017). Sustainable Entrepreneurship: A Convergent Process Model. *Business Strategy and the Environment*, 26(1), 1–17. <https://doi.org/10.1002/BSE.1887>
- Białkowski, J., Starks, L. T., Almazan, A., Alti, A., Avalos, F., Bhabra, G., Boyle, G., Chaput, S., Hellman, T., Humphrey, J., Lin, H., Mayer, C., Noe, T., Phalippou, L., Pouget, S., Sialm, C., Titman, S., Tompaidis, S., Wilson, K. & Wilson, M. (2016). SRI Funds: Investor Demand, Exogenous Shocks and ESG Profiles. <https://ir.canterbury.ac.nz/handle/10092/12492>
- Blanche, M. T., Durrheim, K. & Painter, D. (2006). *Research in Practice: Applied Methods for the Social Sciences*. UCT Press.
- Bocken, N. M. (2015). Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647–658. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2015.05.079>
- Brundtland, G. H. (1987). *The Brundtland Report: 'Our Common Future'* (tekn. rapp.).

- Bryman, A. (2016). *Social Research Methods*.
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149/FULL/PDF>
- Capital Group. (2021). ESG Global Survey 2021. <https://www.bnpparibas.de/de/2021/09/13/esg-global-survey-2021/>
- CFA Institute. (2015). Environmental, social and governance (ESG) survey. (June), 1–19. http://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/esg_survey_report.pdf
- Chalmers, J., Cox, E. & Picard, N. (2021). *The economic realities of ESG* (tekn. rapp.). PwC. <https://www.pwc.com/economic-realities-of-ESG>
- Clark, G. L. & Viehs, M. (2014). The Implications of Corporate Social Responsibility for Investors 1 An Overview and Evaluation of the Existing CSR Literature. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2481877>
- Cojoianu, T. F., Clark, G. L., Hoepner, A. G., Veneri, P. & Wójcik, D. (2020). Entrepreneurs for a low carbon world: How environmental knowledge and policy shape the creation and financing of green start-ups. *Research Policy*, 49(6), 103988. <https://doi.org/10.1016/J.RESPOL.2020.103988>
- Crals, E. & Vereeck, L. (2009). The affordability of sustainable entrepreneurship certification for SMEs. *The International Journal of Sustainable Development & World Ecology*, 12(2), 173–183. <https://doi.org/10.1080/13504500509469628>
- Creswell, J. W. & Poth, C. N. (2016). *Qualitative Inquiry and Research Design: Choosing Among Five Approaches*. https://books.google.no/books?hl=no&lr=&id=DLbBDQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=creswell+poth+2016&ots=-hs48eMWVA&sig=E7QzifWtyBobAlJhUJFnpCRO1pY&redir_esc=y#v=onepage&q=creswell%20poth%202016&f=false
- Criscuolo, C. & Menon, C. (2015). Environmental policies and risk finance in the green sector: Cross-country evidence. *Energy Policy*, 83, 38–56. <https://doi.org/10.1016/J.ENPOL.2015.03.023>
- Crutzen, P. J. (2006). The “Anthropocene”. *Earth System Science in the Anthropocene* (s. 13–18). Springer, Berlin, Heidelberg. https://doi.org/10.1007/3-540-26590-2_{3}
- Davenport Asset Management. (2021). ESG | Davenport & Co. <https://www.investdavenport.com/esg/>
- Dean, T. J. & McMullen, J. S. (2007). Toward a theory of sustainable entrepreneurship: Reducing environmental degradation through entrepreneurial action. *Journal of Business Venturing*, 22(1), 50–76. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSVENT.2005.09.003>

- Delmas, M. A. & Burbano, V. C. (2011). The Drivers of Greenwashing: *California Management Review*, 54(1), 64–87. <https://doi.org/10.1525/CMR.2011.54.1.64>
- Demirel, P., Li, Q. C., Rentocchini, F. & Tamvada, J. P. (2019). Born to be green: new insights into the economics and management of green entrepreneurship. *Small Business Economics*, 52(4), 759–771. <https://doi.org/10.1007/S11187-017-9933-Z/TABLES/1>
- Drempetic, S., Klein, C. & Zwergel, B. (2019). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics* 2019 167:2, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/S10551-019-04164-1>
- Duque-Grisales, E. & Aguilera-Caracuel, J. (2019). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics* 2019 168:2, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/S10551-019-04177-W>
- Dutta, A., Jana, R. K. & Das, D. (2020). Do green investments react to oil price shocks? Implications for sustainable development. *Journal of Cleaner Production*, 266, 121956. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2020.121956>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532–550. <https://doi.org/10.5465/AMR.1989.4308385>
- Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development: *California Management Review*, 36(2), 90–100. <https://doi.org/10.2307/41165746>
- Europakommisjonen. (2021). EU taxonomy for sustainable activities. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
- Europaparlamentet & Rådet for Den europeiske union. (2019). Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.
- Faccia, A., Manni, F., Capitanio, F., Ehalaiye, D., Gyapong, E., Kalimilo Malagila, J. & Martínez-Ferrero, J. (2021). Mandatory ESG Reporting and XBRL Taxonomies Combination: ESG Ratings and Income Statement, a Sustainable Value-Added Disclosure. *Sustainability* 2021, Vol. 13, Page 8876, 13(16), 8876. <https://doi.org/10.3390/SU13168876>
- Falkenberg, E. (2020). *LARSP som kartleggingsverktøy for norske logopeder* (Doktoravhandling). Universitetet i Oslo. <https://www.duo.uio.no/handle/10852/84708>

- Fatemi, A., Fooladi, I. & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182–192. <https://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2015.04.028>
- Fatemi, A., Glaum, M. & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/J.GFJ.2017.03.001>
- Faust Global Partners. (2021). Performance of ESG Funds - Faust Global Partners. <https://www.faustglobal.com/performance-of-esg-funds/>
- Fellnhöfer, K., Kraus, S. & Bouncken, R. B. (2014). The Current State Of Research On Sustainable Entrepreneurship. *International Journal of Business Research*, 14(3), 163–172. <https://doi.org/10.18374/IJBR-14-3.11>
- Finansco. (2022). Hva er et løsningselskap? <https://www.finansco.no/blog/hva-er-et-losningselskap>
- Fiskerstrand, S. R., Fjeldavli, S., Leirvik, T., Antoniuk, Y. & Nenadić, O. (2019). Sustainable investments in the Norwegian stock market. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(3), 294–310. <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1677441>
- Fitzgerald, J. B. (2019). Equifinality and Pathways to Environmental Concern: A Fuzzy-Set Analysis: *Socius: Sociological Research for a Dynamic World*, 5, 237802311987241. <https://doi.org/10.1177/2378023119872412>
- Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11), 2549–2568. <https://doi.org/10.1287/MNSC.2014.2038>
- Flick, U. (2015). *Introducing Research Methodology: A Beginners Guide to Doing a Research Project* (2nd). Sage Publications, Inc.
- Frechtling, J. & Sharp, L. (1997). *User-friendly Handbook for Mixed Method Evaluations*. Diane Publishing Company.
- Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Galbreath, J. (2013). ESG in Focus: The Australian Evidence. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>
- Gast, J., Gundolf, K. & Cesinger, B. (2017). Doing business in a green way: A systematic review of the ecological sustainability entrepreneurship literature and future research directions. *Journal of Cleaner Production*, 147, 44–56. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2017.01.065>
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z. & Nishikawa, L. (2019). Foundations of esg investing: How esg affects equity valuation, risk, and performance. *Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>

- Goddard, W. & Melville, S. (2007). *Research Methodology: An Introduction* (Second). Juta & Co, Ltd.
- Greco, A. & De Jong, G. (2017). Sustainable entrepreneurship: definitions, themes and research gaps. *Working paper series*. www.rug.nl/cf/cse
- Halldórsson, Á. & Aastrup, J. (2003). Quality criteria for qualitative inquiries in logistics. *European Journal of Operational Research*, 144(2), 321–332. [https://doi.org/10.1016/S0377-2217\(02\)00397-1](https://doi.org/10.1016/S0377-2217(02)00397-1)
- Hansen, E. G. & Schaltegger, S. (2013). 100 per cent organic? A sustainable entrepreneurship perspective on the diffusion of organic clothing. *Corporate Governance (Bingley)*, 13(5), 583–598. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2013-0074/FULL/PDF>
- Hegeman, P. (2021). Fund model innovations for circular economy investing. I S. Jakobsen, T. Lauvås, F. Quatraro, E. Rasmussen & M. Steinmo (Red.), *Research Handbook of Innovation for a Circular Economy* (s. 295–306).
- Hegeman, P. D. & Sørheim, R. (2021). Why do they do it? Corporate venture capital investments in cleantech startups. *Journal of Cleaner Production*, 294, 126315. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2021.126315>
- Hill, J. (2020). *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investment A Balanced Analysis of the Theory and Practice*. Academic Press.
- Huang, D. Z. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation. *Accounting and Finance*, 61(1), 335–360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- Innst. 49 L. (udatert). Lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer (Lov-delen). <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/?p=85201>
- Innst. 50 S. (udatert). Samtykke til deltagelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse i EØS-avtalen av forordning (EU) 2019/2088 og forordning (EU) 2020/852 (S-delen). <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/?p=85200>
- Investinor. (2021). *ESG Rapport 2021* (tekn. rapp.). <https://sp-group.dk/media/7049/fg-esg-update-21-01-21.pdf>
- Investopedia. (2021). ESG, SRI, and Impact Investing: What's the Difference? <https://www.investopedia.com/financial-advisor/esg-sri-impact-investing-explaining-difference-clients/>
- Ioannidis, J. P. (2005). Why Most Published Research Findings Are False. *PLOS Medicine*, 2(8), e124. <https://doi.org/10.1371/JOURNAL.PMED.0020124>
- JP Morgan. (2016). *Decoding the Elements of Sustainable Investing*.

- Kahneman, D., Sibony, O. & Sunstein, C. R. (2021). *Noise: A Flaw in Human Judgment*. Little, Brown Spark; Hachette Book Group.
- Keuschnigg, C. (2004). Venture capital backed growth. *Journal of Economic Growth*, 9(2), 239–261. <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000031428.35711.FC>
- Korstjens, I. & Moser, A. (2017). Series: Practical guidance to qualitative research. Part 4: Trustworthiness and publishing. *European Journal of General Practice*, 24(1), 120–124. <https://doi.org/10.1080/13814788.2017.1375092>
- Kraus, S., Ribeiro-Soriano, D. & Schüssler, M. (2018). Fuzzy-set qualitative comparative analysis (fsQCA) in entrepreneurship and innovation research – the rise of a method. *Int Entrep Manag J*, 14, 15–33. <https://doi.org/10.1007/s11365-017-0461-8>
- Krumsvik, R. J. (2014). *Forskningsdesign og kvalitativ metode; ei innføring*. Fagbokforlaget. <https://ibok.no/bok/9788245014600>
- Lincoln, Y. S. & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic Inquiry*. Sage Publications, Inc.
- Longest, K. C. & Vaisey, S. (2008). *fuzzy: A program for performing qualitative comparative analyses (QCA) in Stata* (tekn. rapp. Nr. 1).
- Lueg, R. & Pesheva, R. (2021). Corporate sustainability in the Nordic countries – The curvilinear effects on shareholder returns. *Journal of Cleaner Production*, 315, 127962. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2021.127962>
- Lyon, T. P. & Montgomery, A. W. (2015). The Means and End of Greenwash: *Organization & Environment*, 28(2), 223–249. <https://doi.org/10.1177/1086026615575332>
- Major, C. H. & Savin-Baden, M. (2012). An Introduction to Qualitative Research Synthesis : Managing the Information Explosion in Social Science Research. *An Introduction to Qualitative Research Synthesis*. <https://doi.org/10.4324/9780203497555>
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., Gerald, J. P. W., Carey, E. & Administration, B. (2009). Does It Pay To Be Good. .. And Does It Matter? A Meta-Analysis Of The Relationship Between Corporate Social And Financial Performance. <http://ssrn.com/abstract=1866371>
- Maxwell, J. A. (2012). *Qualitative Research Design : An Interactive Approach* (3rd). Sage Publications, Inc. https://www.researchgate.net/publication/43220402_Qualitative_Research_Design_An_Interactive_Approach_JA_Maxwell
- Mervelskemper, L. & Streit, D. (2016). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? <https://doi.org/10.1002/bse.1935>
- Miles, M. B. & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative Data Analysis - An Expanded Sourcebook* (2nd). Sage Publications, Inc.
- Mrkajic, B., Murtinu, S. & Scalera, V. G. (2017). Is green the new gold? Venture capital and green entrepreneurship. *Small Bu-*

- Business Economics* 2017 52:4, 52(4), 929–950. <https://doi.org/10.1007/S11187-017-9943-X>
- Mudaliar, A., Schiff, H., Bass, R. & Ditrich, H. (2017). *Annual Impact Investor Survey 2017 | The GIIN* (tekn. rapp.). <https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2017>
- Netto, S. V. d. F., Sobral, M. F. F. S. & Soares, G. R. d. L. S. (2020). Concepts and forms of greenwashing: a systematic review - ProQuest. *Environmental Sciences Europe*, 32. <https://www.proquest.com/docview/2353495264?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>
- New York Institute of Business and Technology. (2021). ESG Investing & Leadership. <https://www.nyibt.org/esg>
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2020.11.001>
- Pernick, R. & Wilder, C. (2007). *The Clean Tech Revolution*. <http://web.mit.edu/cron/project/urban-sustainability/Old%20files%20from%20summer%202009/Ingrid/Urban%20Sustainability%20Initiative.Data/Clean%20Tech%20Revolution.pdf>
- Pro Bono Australia. (2021). ESG – What does it mean? - PBA. <https://probonoaustralia.com.au/news/2021/06/esg-what-does-it-mean/>
- Prop. 208 LS. (udatert). Lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer og samtykke til deltagelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse i EØS-avtalen av forordning (EU) 2019/2088 og forordning (EU) 2020/85. <https://www.regjeringen.no/no/no/dokumenter/prop.-208-ls-20202021/id2856814/>
- PwC Norge. (2021). Fem tips til klimarisiko i praksis. <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/fem-tips-til-klimarisiko-i-praksis.html>
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K. & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214. <https://doi.org/10.1002/BSE.2427>
- Ragin, C. C. (2000). *Fuzzy-set social science*. University of Chicago Press.
- Ragin, C. C. (2006). Set Relations in Social Research: Evaluating Their Consistency and Coverage. *Political Analysis*, 14(3), 291–310. <https://doi.org/10.1093/PAN/MPJ019>
- Ragin, C. C. (2014). *The Comparative Method: Moving Beyond Qualitative and Quantitative Strategies*. University of California Press. <https://doi.org/10.4324/9780203416433-15>

- Rahi, A. F., Akter, R. & Johansson, J. (2021). Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial industry. *Accounting Research Journal*. <https://doi.org/10.1108/ARJ-12-2020-0373/FULL/PDF>
- Regjeringen. (2021). Nye regler om bærekraftig finans vil ikke tre i kraft fra nyttår. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-regler-om-barekraftig-finans-vil-ikke-tre-i-kraft-fra-nyttar/id2892207/>
- Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2008.03.009>
- Revelli, C. & Viviani, J.-L. (2013). The Link Between SRI and Financial Performance: Effects and Moderators. *Management international / International Management / Gestión Internacional*, 17(2), 105–122. <https://doi.org/10.7202/1015403AR>
- Roig-Tierno, N., Huarng, K. H. & Ribeiro-Soriano, D. (2016). Qualitative comparative analysis: Crisp and fuzzy sets in business and management. *Journal of Business Research*, 69(4), 1261–1264. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2015.10.089>
- Sarango-Lalangui, P., Santos, J. L. S. & Hormiga, E. (2018). The Development of Sustainable Entrepreneurship Research Field. *Sustainability 2018, Vol. 10, Page 2005, 10(6)*, 2005. <https://doi.org/10.3390/SU10062005>
- Schaefer, K., Corner, P. D. & Kearins, K. (2015). Social, Environmental and Sustainable Entrepreneurship Research: What Is Needed for Sustainability-as-Flourishing? *Organization & Environment*, 28(4), 394–413. <https://doi.org/10.1177/1086026615621111>
- Schneider, C. Q. & Wagemann, C. (2010). Standards of Good Practice in Qualitative Comparative Analysis (QCA) and Fuzzy-Sets. *Comparative Sociology*, 9(3), 397–418. <https://doi.org/10.1163/156913210X12493538729793>
- Schneider, M. R., Schulze-Bentrop, C. & Paunescu, M. (2010). Mapping the institutional capital of high-tech firms: A fuzzy-set analysis of capitalist variety and export performance. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 246–266. <https://doi.org/10.1057/JIBS.2009.36>
- Siano, A., Vollero, A., Conte, F. & Amabile, S. (2017). “More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*, 71, 27–37. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2016.11.002>
- Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., Rusconi, G., Chiucchi, M. S., Baldo, M. D. & Demartini, P. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. <https://doi.org/10.3390/su13031392>

- Smithson, M. (1987). *Fuzzy Set Analysis for Behavioral and Social Sciences*. Springer New York. <https://doi.org/10.1007/978-1-4612-4680-0>
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds (corrected). *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30–39. <https://doi.org/10.2469/faj.v56.n3.2358>
- Storebrand ASA. (2020). Storebrand ASA Årsrapport 2020.
- Storvik, A. G. (2021). Sjøføkonom: – Taksonomien er et überbyråkratisk makkverk. <https://finanswatch.no/nyheter/regulering/article13424092.ece>
- Storvik, A. G. (2022). Bærekraftsleder frykter artikkel 8 blir «grønnvaskingsartikkel». <https://finanswatch.no/nyheter/article13674330.ece>
- Terán-Yépez, E., Marín-Carrillo, G. M., Casado-Belmonte, M. d. P. & Capobianco-Uriarte, M. d. I. M. (2020). Sustainable entrepreneurship: Review of its evolution and new trends. *Journal of Cleaner Production*, 252, 119742. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2019.119742>
- UNPPRI. (2022). Signatory directory | PRI. <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>
- Van Beurden, P. & Gössling, T. (2008). The Worth of Values-A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82, 407–424. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>
- Woodside, A. G., Ko, E. & Huan, T. C. (2012). The new logic in building isomorphic theory of management decision realities. *Management Decision*, 50(5), 765–777. <https://doi.org/10.1108/00251741211227429/FULL/PDF>
- Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (Bd. 53). Sage PublicationsSage CA: Thousand Oaks, CA. <https://doi.org/10.1177/109634809702100108>

