

Analyse av offentlege inngrep i venturekapitalmarknaden

Caroline Herland Nokken

Masteroppgave

Masteroppgaven er levert for å fullføre graden

Master i samfunnsøkonomi

Universitetet i Bergen, Institutt for økonomi

[Juni 2021]



UNIVERSITETET I BERGEN

Forord

Denne utreiinga er skriven som ein avsluttande del av masterstudiet i Samfunnsøkonomi ved Universitetet i Bergen (UIB). Det sjølvstendige arbeidet er utført våren 2021, og svarer til 30 studiepoeng.

Tema på oppgåva er valt på bakgrunn av forslag i masterkatalogen. Ved å studere Investinor og deira portefølje har eg fått anvendt min teoretiske kunnskap innan finans. Samtidig har det gitt nyttig kunnskap innan å setje seg inn i eit selskap, som eg truleg vil få god nytte av i arbeidslivet til hausten.

Eg ynskjer å takke alle som har tatt seg tid til å lese oppgåva og komne med gode tilbakemeldingar. Vidare vil eg rette ein spesiell takk til min veileiar Hans Hvide som har bistått med gode tips og konstruktive tilbakemeldingar gjennom arbeidet med oppgåva.

Samandrag

Offentlege inngrep for å styrke venturekapitalmarknaden er tiltak som er forsøkt i mange land, med ulike strategiar. Desse forsøka har hatt varierende utfall kor nokon lukkast, medan andre har berre blitt ein utgiftspost for staten. Grunnen til at det er behov for slike tiltak, er at det er eit kapitalgap i venturekapitalmarknaden som følgje av den høge risikoen knytt til å gjennomføre venturekapitalinvesteringar. Offentlege tiltak vert sett til verks for å tette dette gapet. Eit eksempel på eit slikt tiltak er det norske venturekapitalselskapet Investinor.

I denne oppgåva har eg tatt i bruk ein kombinasjon av litteratur- og caseanalyse for å svare på følgjande problemstilling: Ser Investinor ut til å bli ein suksess ifølgje litteraturen om offentlege venturekapitalselskap?

Oppgåva er hovudsakleg basert på kvalitative data frå litteraturen, men eg har også tatt i bruk noko kvantitative data i caseanalysen. For å analysere kvantitative data og lage oversikter over funna har eg brukt Microsoft Excel.

Gjennom litteratur- og casestudie fann eg at litteraturen gir indikasjonar på at ein har ein crowd-in effekt som følgje av offentleg venturekapitaltiltak, både på marknads- og selskapsnivå. Investinor kan også ha bidratt med å auke aktiviteten i venturekapitalmarknaden gjennom at dei alltid må ha med seg medinvestorar når dei gjennomfører investeringar. I tillegg fann eg at offentlege venturekapitalselskap burde ha fokus på insentiv, gjennomføre gradvis finansiering, gjennomføre grundig screening, tilsette dyktige folk, ta ei aktiv rolle i selskapet og vere fleksibel til endring. Investinor innfrir mange av desse anbefalingane. Til slutt fann eg at 7 av 25 avhendingar har vore suksessfulle og at selskapet har hatt relativt låge avkastningar i tidsperioden 2010 til 2019, spesielt samanlikna med hovudindeksen.

Oppsummert ser Investinor ut til å bli ein suksess ut frå funna om at Investinor bidreg til å auke aktiviteten i venturekapitalmarknaden, og at selskapet innfrir mange av anbefalingane frå litteraturanalysen om design, men Investinor ser ikkje ut til å bli ein suksess dersom ein ser på suksessindikatorane.

Innholdsliste

Forord	ii
Samandrag	iii
Innholdsliste.....	iv
Figuroversikt.....	vi
Tabelloversikt	vi
1. Innleiing	1
1.1 Bakgrunn og problemformulering.....	1
1.2 Investinor.....	2
1.3 Disponering av oppgåva	3
2. Teori	4
2.1 Aktive eigarfond.....	4
2.1.1 Preså Korn og så Korn	6
2.1.2 Venture	6
2.1.3 Oppkjøpsfond	6
2.2 Aktive eigarfond i Norge og Norden.....	6
2.3 Asymmetrisk informasjon	7
2.4 Agentteori.....	8
2.5 Offentleg innblanding.....	9
2.5.1 Direkte tilnærming.....	10
2.5.2 Indirekte tilnærming	11
2.5.3 Argument for og mot offentlig innblanding	12
3. Metode.....	15
3.1 Undersøkningsopplegg	15
3.1.1 Val av metode.....	15

3.1.2 Val av forskingsdesign	16
3.2 Litteraturstudie	17
3.2.1 Innsamling av data.....	18
3.2.2 Funksjonskart	19
3.3 Casestudie.....	20
3.4 Validitet og reliabilitet.....	21
4. Oversikt over litteraturen og funn	22
4.1 Relevanstabell.....	22
4.2 Funksjonskart	23
5. Analyse	34
5.1 Forskingsspørsmål 1	34
5.1.1 Crowd-out eller crowd-in effekt?	34
5.1.2 Investinor	36
5.2 Forskingsspørsmål 2.....	44
5.2.1 Asymmetrisk informasjon og agentproblem	44
5.2.2 Andre design-funksjonar	47
5.2.3 Investinor	47
5.3 Suksessindikator	50
5.3.1 Exit	50
5.3.2 Avkastning.....	51
6. Konklusjon	54
7. Litteraturliste	55
8. Vedlegg	63
Relevanstabell.....	63

Figuroversikt

Figur 5. 1: Akkumulert investering	37
Figur 5. 2: Syndikering sektordiagram	37
Figur 5. 3: Syndikering linjediagram.....	38
Figur 5. 4: Fordeling - Sektor	40
Figur 5. 5: Fordeling - Fase	41
Figur 5. 6: Fordeling - Alder	42
Figur 5. 7: Fordeling - Fylker	43
Figur 5. 8: Suksessindikator	51
Figur 5. 9: Avkastning 2010-2019.....	52
Figur 5. 10: Oslo Børs Indeks.....	53

Tabelloversikt

Tabell 3. 1: Funksjonskart mal	20
Tabell 3. 2: Relevanstabell mal	20
Tabell 4. 1: Governmental venture capital for innovative young firms.....	23
Tabell 4. 2: Bridging the equity gap for young innovative companies	24
Tabell 4. 3: Public versus private venture capital: seeding or crowding out?.....	25
Tabell 4. 4: The capital gap for small technology companies	26
Tabell 4. 5: The Effects of Government-Sponsored Venture Capital	27
Tabell 4. 6: The Role of Governmental Venture Capital in the Venture Capital Ecosystem... 28	
Tabell 4. 7: The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds	29
Tabell 4. 8: When bureaucrats meet entrepreneurs	30
Tabell 4. 9: How to Design Public Venture Capital Funds	31
Tabell 4. 10: Engineering a Venture Capital Market	32
Tabell 4. 11: Boulevard of Broken Dreams.....	33
Tabell Vedlegg 1: Relevanstabell.....	64

1. Innleiing

1.1 Bakgrunn og problemformulering

Asymmetrisk informasjon og agentproblem har skapt eit kapitalgap i venturekapitalmarknaden i mange land, Norge inkludert. Dette kjem av at investorane har mindre informasjon om potensielle investeringsmoglegheiter enn det gründeren av selskapet har. Dette fører til at mange investorar vel å la vere å gjennomføre desse høg-risiko investeringane, og plasserer i staden kapital i modne selskap. For å sikre at gode, innovative, produkt og idear ikkje går tapt som følgje av mangel på kapital, kan det offentlege setje i gang tiltak. Desse tiltaka kan vere indirekte ved at legg til rette for at gründerar og investorar får eit miljø kor det er gunstig å drive med ventureaktivitet, eller direkte ved at det offentlege bidreg med kapital direkte inn i venturekapitalmarknaden (Lerner, 2009).

I Norge finns det fleire eksempel på både indirekte og direkte tiltak, og eit av dei er venturekapitalselskapet Investinor. Investinor er eit statleg finansiert venturekapitalselskap som skal forsøke å bidra til å tette kapitalgapet i venturekapitalmarknaden. I denne oppgåva vil eg forsøke å undersøke om Investinor ligg an til å bli ein suksess. Dette skal eg svare på ved å sjå til litteraturen som omhandlar offentlege venturekapitalselskap, og å samanlikne denne litteraturen opp mot Investinor sin portefølje, strategi, resultat og liknande. Det meste av informasjon om Investinor er henta frå selskapets årsrapportar frå 2008 til 2020, medan noko er innhenta frå nettsida til Investinor, media og Euronext. Eg brukte Excel til å organisere og tilarbeide informasjonen om porteføljen til Investinor frå 2008 til 2019.

For å svare på problemstillinga har formulert to forskningsspørsmål:

1. Er det støtte i litteraturen for å bruke offentlege tiltak som ein måte å auke aktiviteten i venturekapitalmarknaden?
2. Kva er optimalt design for eit offentleg venturekapitalselskap ifølgje litteraturen?

Ei beskriving av Investinor kjem i punkt *1.2 Investinor*.

1.2 Investinor

Investinor er eit statleg finansiert investeringsselskap som vart etablert i 2008. Selskapet er eigd av den norske stat, og forvalta av eigarskapsavdelinga i nærings- og fiskeridepartementet. Investinor vart oppretta under Jens Stoltenberg si regjering i 2007 som eit verkemiddel for å styrke venturekapitalmarknaden i Norge. Liknande offentlege tiltak kan ein kan sjå mange eksempel av i andre land, og dei har hatt varierende hell. Ein av grunnane til at nokre av desse tiltaka ikkje har fungert, er blant anna at politikarar blandar seg inn i selskapets investeringar og framtid. Ofte kan slike tiltak vere starta opp som ein måte å vinne stemmer før eit val, og difor vil ikkje politikarane ha det langsiktige perspektivet ein er nøydd å ha i eit slikt selskap (Lerner, 2009).

Venturekapitalselskap brukar typisk fleire år før dei kan vise til positive resultat, på bakgrunn av at dei gjennomfører høg-risiko investeringar som ofte brukar fleire år på å bli lønnsame. Under opninga av Investinor i 2009 sa Jens Stoltenberg: «Vi har bestemt at vi ikke skal bestemme» (Investinor, 2008, s.6). Målet har gjennomgåande vore at Investinor skal fungere som eit privat investeringsselskap, og skal ikkje bli ein politisk aktør. Investinor skal investere på kommersielt grunnlag, og på same villkår som private investorar. Investeringane skjer i form av aksjar eller konvertible lån, og aksjekapitalen til Investinor skal aldri overstige 49% (Investinor, 2008).

Porteføljeselskapa til Investinor er i hovudsak norske konkurransedyktige selskap med internasjonalt potensiale og internasjonale ambisjonar. Ofte har selskapet skapt ein unik teknologi og/eller forretningsmodell, og kan presentere et realistisk scenario for avhending. Eigarane til selskapet må vere modne for å sleppe til nye, aktive eigarar (Investinor, 2009, s.5). Før ei eventuell investering vil dei prospektive bedriftene vurderast gjennom ein omfattande seleksjonsprosess, kor styret til slutt tek den endelege avgjersla (Investinor, 2008, s.25).

Investinor har utvikla seg mykje frå tidsrommet 2009 til 2019. Selskapet starta med 14 tilsette og 2,2 milliardar kroner i eigenkapital. Gradvis har dei bygga seg opp ein selskapsportefølje på 65 selskap i 2019 med ein verdi på 2,7 milliardar kroner.

1.3 Disponering av oppgåva

Oppgåva er delt inn i 8 kapittel.

Kapittel 2 handlar om teori. Her tek eg for meg teori om aktive eigarfond, korleis venturekapitalsituasjonen er i Norge og Norden, asymmetrisk informasjon og agentproblem, offentleg innblanding i venturekapitalmarknaden.

I kapittel 3 tek eg for meg oppgåvas methodedel. Her vil det kome ei utgreiing om korleis undersøkingsopplegg som er valt, ein gjennomgang av kva eit litteratur-studie og casestudie er og korleis studia er gjennomført.

I kapittel 4 kjem oversikta over litteraturen som er nytta i litteraturstudiet. Oversikta kjem i form av funksjonskart for kvar artikkel eller bok som er klassifisert som relevant for problemstillinga.

I kapittel 5 tek eg for meg sjølve analysen. Denne er delt vidare inn i 3 underkapittel kor eg i det første underkapittelet forsøker å finne svar til det første forskingsspørsmålet, og det andre forskingsspørsmålet i det andre underkapittelet. Deretter kjem ein gjennomgang av dei ulike suksessindikatorane til Investinor.

I kapittel 6 kjem konklusjonen til oppgåva.

Kapittel 7 er ei oversikt over litteraturen som er nytta i oppgåva.

I kapittel 8 kan ein finne vedlegg.

2. Teori

I dette kapitlet vil det kome ein gjennomgang av det teoretiske rammeverket som oppgåva er bygd på. Eg vil forklare kva aktive eigarfond er, korleis dei ulike formene av aktive eigarfond opererer og korleis marknaden for aktive eigarfond er i Norge. Det vil vere mest fokus på venturekapitalfond og venturekapitalmarknaden, då dette er mest relevant for denne oppgåva. I tillegg vil det vere ei forklaring av asymmetrisk informasjon, agent-prinsipal teorien, og offentleg innblanding i venturekapitalmarknaden.

2.1 Aktive eigarfond

Aktive eigarfond, også kalla private equity, er fond som investerer i selskap med vekstpotensiale. Selskapa vert tilført kompetent kapital, altså kapital, kompetanse, erfaring og nettverk. Kapitalen kan kome frå fleire ulike kjelder. Den kan kome frå private, institusjonelle og offentlege kjelder, både i Norge og i utlandet (Norsk Venturekapitalforeining, 2021).

Ved oppstart av nye gründerselskap er det vanleg å oppnå finansiering i fleire stadium. Den første finansieringa kjem ofte frå familie, vener og eigen sparekonto. Dersom selskapet kan vise til potensiale etter denne første finansieringa, vil den neste finansieringskjelda gjerne vere såkalla engleinvestorar eller eit aktivt eigarfond. Ein engleinvestor er ein velstående person som investerer pengar i oppstartsselskap. Det er vanleg at slike investorar har erfaring med å starte opp og drive selskap, og vil difor ofte ynskje å vere ein del av selskapets styre og bistå med råd og nettverk. Eit aktivt eigarfond er eit selskap som er spesialisert til å investere i selskap med høg risiko. I likskap med ein engleinvestor vil desse selskapa ofte hjelpe bedriftene dei investerer i med rådgiving og nettverk slik at dei har best mogleg sjanse til å vekse (Brealey, Myers & Allen, 2017, s.381-382).

Grunnen til at det er behov for slik finansiering er at nyoppstarta selskap typisk har problem med å oppnå bankfinansiering. Banken krev som regel sikkerheit for at dei får tilbake pengane sine, og dette kan vere vanskeleg for eit gründerselskap å gje. Investeringar i nyetablerte selskap er ofte knytt til høg risiko for tap, og dermed vil dei ha behov for å skaffe finansiering frå andre kjelder. Dette fenomenet vert ofte kalla finansieringsgap eller kapitalgap.

Fordelen med finansiering gjennom aktive eigarfond kontra bankfinansiering er at fonda ofte bidrar med verdiaukande aktivitetar som ein ikkje får frå banken. Dette kan for eksempel vere at investorane vert aktive styremedlem i gründerselskapa, gir rådgjeving og hjelper med nettverksbygging. Ulempa med finansiering gjennom aktive eigarfond kontra bankfinansiering er at venturekapitalselskap som regel krev ein viss eigardel av selskapet. Ei slik ordning krev også at gründerane som starta selskapet er villig til å gje frå seg noko av kontrollen av selskapet, og tek imot dei råda som investorane kjem med, for å få best mogleg sjanse til å vakse.

Investorane har ofte krav til at selskapa dei investerer i oppnår gode resultat, ettersom målet for investorane som regel er å oppnå høgast mogleg avkastning. I tillegg kan dei setje krav til at selskapet opptre og driver på ein etisk forsvarleg måte, som for eksempel at det vert satt krav til minstealder og lønnsnivå for arbeidarane. Det er også vanleg at det vert satt krav til at selskapa som vert investert i skal opptre på ein berekraftig måte. Dette kan skje gjennom å gjennomføre tiltak for å redusere klimagassutslepp, minimere avfall og liknande. Grunnen til at det vert satt slike krav er at det er viktig for samfunnet som ein heilskap, men også at det vil stille investorane i eit dårleg lys dersom selskapa dei har investert i ikkje opptre på ein etisk og berekraftig måte (Norsk Venturekapitalforeining, 2021).

Målet til dei fleste aktive eigarfond er å oppnå høgast mogleg avkastning på investeringane sine. Det vil variere kor lenge fondet beheld selskapet før avhending ut frå kva fase dei investerer i. Exit kan skje på to ulike måtar: ved sal til eit større selskap eller ved børsnotering av selskapet. Sal til eit større selskap vil ofte innebere at gründerane som starta selskapet mista noko av kontrollen til selskapet, og derfor vil gründerane ofte føretrekke børsnotering (Brealey et al., 2017, s.383).

Aktive eigarfond kan delast inn i ulike kategoriar ut frå kva fase fondet investerer i. Ofte vert dei delt inn i preså Kornfond, såkornfond, venturefond og oppkjøpsfond. Nokre aktive eigarfond slik som Investinor investerer i fleire faser: både presåkorn, såkorn, venture og ekspansjonsfasen. Under vil det kome ein gjennomgang av dei ulike typane fond som utgjør aktive eigarfond.

2.1.1 Preså Korn og så Korn

Preså Kornfond er eit selskap som investerer i nyoppstarta selskap som normalt sett ikkje har fått noko omsetning i forkant av investeringa. Preså Kornkapital kan hjelpe selskapet i utviklingsfasen av ein idé til eit produkt eller teneste, og bidra til at selskapet kjem seg vidare til neste fase. Så Kornfond er eit selskap som investerer i nyoppstarta selskap som normalt sett har oppnådd noko omsetning, og kapitalen kan hjelpe selskapet i tidleg utviklingsfase av eit produkt eller ei teneste (Investinor, 2021).

2.1.2 Venture

Venturefond, også kalla venturekapitalselskap, kan definerast som eit selskap som investerer i hurtigveksande, høgrisiko oppstartsbedrifter som treng finansiering til produktutvikling eller vekst (Black & Gilson, 1998).

Venturekapitalselskap spesialiserer seg ofte i investering i nyoppstarta high-tech selskap, men kan også investere i andre lønnsame sektorar. Ei typisk investering er selskap med høg grad av risiko, samt eit potensiale for rask vekst. Målet med slike investeringar er å oppnå høgast mogleg avkastning. Dette kan dei oppnå ved å investere i ein tidleg fase, og aktivt bidra til å vidareutvikle selskapet slik at verdien aukar over ein periode på rundt to til fem år (Sørheim & Isaksen, 2008, s.6).

2.1.3 Oppkjøpsfond

Oppkjøpsfond er eit aktivt eigarfond som kjøper opp selskap som er modne. Dersom selskapet er børsnotert, vert det vanlegvis tatt av børsen i etterkant av oppkjøpet. Målet med oppkjøpet er som regel å restrukturere selskapet for at det skal auke i verdi og etter kvart bli lagt ut igjen på børsen (Sirnes, 2021).

2.2 Aktive eigarfond i Norge og Norden

Venture og privat equity er framleis relativt nye omgrep i norsk samanheng. Til tross for dette bidrog aktive eigarfond med omtrent 64 milliardar kroner i verdiskaping til det norske samfunnet i 2019. Verdiskapinga skjer blant anna gjennom skaping av arbeidsplassar. Norske selskap som er eigd av aktive eigarfond sysselsett i 2019 omtrent 77 000 personar. Desse

resultata kjem fram av ei undersøking som Menon Economics gjennomførte i 2021, kor dei kartla aktiviteten til norske selskap eigd av aktive eigarfond. Verdiskapinga skjer også gjennom at dei aktive eigarfonda bidrar til innovasjon (Johnsen & Grimsby, 2021).

Ein kan sjå same utvikling i ein rapport på den nordiske private equity marknaden, utarbeida av Argentum i 2021. I rapporten kjem det fram at 2020 vart eit rekordår når det kjem til venturekapitalavtalar i nordisk region. Det vart gjennomført 301 ventureavtalar, noko som svarer til ein auke på 13% samanlikna med gjennomsnittleg avtalemengde mellom 2015 og 2019. Også beløpet som er investert av nordiske venturefond har hatt ein auke det siste året. Nordiske venturefond investerte 1,6 milliardar euro i løpet av 2020, dette svarer til ein auke på 116 prosent samanlikna med gjennomsnittleg investering mellom 2015 og 2019 (Argentum, 2021b).

Norske og nordiske aktive eigarfond har hovudsakeleg investert i sektorane IKT, detaljhandel og petroleum dei siste åra, men som ei følgje av korona pandemien har det skjedd ei endring i kva sektorar som er mest attraktive for investorar. Sektoren IKT er framleis svært attraktiv. Koronakrisa har ført til eit større behov for digitale løysningar, blant anna for å hjelpe med å halde avstand til kvarandre, eller for å gjere kvardagen lettare under pandemien. Det er blitt ein auka interesse for investeringar innan helse og life science, ettersom det under pandemien har det blitt enda større fokus på behovet for god beredskap. Koronakrisa har også gjort det mindre attraktivt å investere innan kultur og reiseliv, petroleum og varehandel. Dette er ei følgje av at auka smittevernreglar og reiserestriksjonar har ramma sektorane hardt (Johnsen & Grimsby, 2021; Argentum, 2021b).

2.3 Asymmetrisk informasjon

Asymmetrisk informasjon, eller informasjonsskeivskap, er ein situasjon der ein part innehar meir informasjon enn den andre parten. Det finns tre typar informasjonskostnadar knytt til informasjonsskeivskap: kostnaden av å innhente informasjon, kostnaden ved å gå gjennom informasjonen, og kostnaden ved å verifisere informasjonen (Gilson & Kraakman, 1984; Ibrahim, 2019). Dette kan vere informasjon om for eksempel ein bruktbil, der parten som sel bilen veit meir om bilens tilstand enn det den som skal kjøpe bilen veit. I denne samanhengen vil parten som veit meir vere gründeren som ynskjer investering, og den andre parten vil vere dei potensielle investorane. Gründerane har meir informasjon om selskapet sine prospekt, risiko, og verdiar enn det investorane har. For å sikre seg kapital vil gründerane ha insentiv til

å overdrive verdier og prospekt, og underdrive risiko. Dette veit investorane, og det vil kunne føre til at dei vel å ikkje investere i selskapet (Brealey et al., 2017).

Mange investorar klarer ikkje skilje gode investeringar frå dårlege, og risikoen knytt til investering vert difor stor. I tillegg til dette er det mange selskap som ikkje har infrastruktur eller kunnskap om korleis å ta imot direkte investeringar frå investorar. Løysninga kan difor vere å investere i selskap gjennom bruk av mellomledd, som for eksempel eit investeringsselskap (Palepu, Healey & Peek, 2019, s.29). Aktive eigarfond har spesialisert seg til å gjennomføre slike investeringar. Det er vanleg at det vert gjennomført grundige bakgrunnssjekkane av selskapet, marknaden og risikoen i forkant av ei investering. Gjennom desse sjekkane vil dei få eit betre bilete av om selskapet har potensiale for vekst og resultat, og eit betre bilete av investorens potensiale for avkastning på investeringa si (Brealey et al., 2017). Dette vil vere med på å minske informasjons skeivskapen mellom investor og gründer selskap.

2.4 Agentteori

I dei fleste store selskap har ein separert leiinga og eigarane frå kvarandre. Agentteori er teorien om forholdet mellom eigarane (prinsipalen) og leiarane (agenten) (Bredesen, 2019, s.23). Eigarane kan ikkje styre korleis leiinga vel å gjere jobben sin, utanom ved indirekte styring gjennom styret. I tilfella der leiinga og eigarane har ulike mål og intensjonar når det kjem til selskapet, kan det oppstå agentproblem.

Dersom leiaren er meir opptatt av å bygge eit namn for seg sjølv, kan dette føre til at han vel å ta på seg for mykje risiko. Ettersom styret ofte er til ei viss grad risikoavers, og ikkje ynskjer å tape investeringa si, vil dei ynskje at det heller vert tatt mindre risiko. Det motsette kan skje dersom leiaren frykta å miste arbeidsplassen sin og difor unnlèt å gå inn i prosjekt med risiko. Ettersom styret ofte har som mål at selskapet skal oppnå høgast mogleg omsetning, noko som normalt sett inneberer å ta noko risiko, vil dette også vere i strid med styret sine ynskjer. Kostnaden av å overvake leiinga for å passe på at dei tek vare på eigarane sine interesser kallast agentkostnadar (Bredesen, 2019, s.23).

Agentproblem kjem av asymmetrisk informasjon mellom prinsipalen (aksjonærane i denne samanhengen) og agenten (gründerane i denne samanhengen). Gründerane har meir informasjon om sine leiareigenskapar, intensjonar og mål, og veit også meir om utsiktene til

gründersekskapat enn det aksjonæran veit. Ein kan dele asymmetrisk informasjon inn i to modellar: skjult handling og skjult type (Snyder, Nicholson & Stewart, 2015, s.473-474).

Skjult handling modellen, også kalla moralsk hasard modellen, handlar om dei tilfella kor agenten har privat informasjon om sine handlingar og val ovanfor prinsipalen. Eit eksempel på dette er dersom gründeren overdriv sin arbeidsvilje og skjuler sine selskapsavgjersler for å få potensielle investorar til å investere i selskapet. Skjult type modell handlar om dei situasjonane kor agenten har privat informasjon om sine eigenskapar og personlegdom ovanfor prinsipalen. Dette kan for eksempel vere dersom gründeren overdriv sine leiareigenskapar ovanfor investorane for å få dei til å investere i selskapet. (Snyder et al., 2015, s.473-474).

Forskjellen mellom dei to modellane er at ved skjult type modell så har agenten privat informasjon i forkant av investeringa, og ved skjult handling modell har agenten privat informasjon i etterkant av investeringa. Dette betyr at dei to typane modellar krev ulike tiltak for å minimere eventuelle agentproblem og agentkostnadar (Snyder et al., 2015, s.473-474). Skjult type modell kan ein blant anna forsøke å eksponere ved å gjennomføre grundige bakgrunnssjekkar av selskapet på forhand av investeringa, medan ein kan forsøke å eksponere og forhindre skjult handling ved å ta ei aktiv rolle i selskapet. Eit anna tiltak for å handtere asymmetrisk informasjon og agentproblem, er å finansiere ventureselskapa i fleire omgangar (Gilson, 2003).

2.5 Offentleg innblanding

Ein kan dele venturekapital opp i to modellar: den private modellen og den offentlege modellen (Ibrahim, 2019). Den private modellen er knytt til når selskap innhentar privat kapital gjennom private venturekapitalselskap, engleinvestor eller liknande. Eit privat venturekapitalselskap finn interessante selskap å investere i, samlar kapital frå ulike investorar og investerer kompetent kapital i selskapa. Mange slike investeringsselskap er organisert som kommandittselskap. Dette er ei ordning kor venturekapitalselskapet har uavgrensa ansvar for selskapet sine forpliktingar, medan medinvestorane har avgrensa ansvar med ein fastsett sum for selskapet sine forpliktingar (Knudsen, 2009).

Den offentlege modellen er knytt til når statlege institusjonar set til verks tiltak for å bygge opp venturekapitalmarknaden. Slike tiltak kan komme i ulike former, og det finns mange

eksempel ettersom mange land forsøker å ta i bruk den offentlege modellen for å stimulere venturekapitalmarknaden. Nokre land har forsøkt å bygge områder kor det kan vere optimalt å drive ventureselskap, som for eksempel i Silicon Valley i USA. Andre tiltak har gått ut på å tilsette eit privat venturekapitalselskap for å investere i gründerselskap ved bruk av offentlege midlar. Nokre tiltak har vore ein suksess, medan andre har berre blitt ein utgiftspost for det offentlege utan at ein kan sjå resultat. Tiltak i den offentlege modellen kan gjerast gjennom ei direkte tilnærming eller ei indirekte tilnærming (Callagher, Smith & Ruscoe, 2016).

2.5.1 Direkte tilnærming

Direkte tilnærming er når selskap innhentar kapital frå offentlege midlar gjennom offentlege venturekapitalselskap, stipend, lån, tilskot eller liknande.

Venturekapitalselskap som gjennomfører investeringar i gründerbedrifter ved bruk av offentlege midlar kan ein dele opp tre typar. Den første typen selskap er fond styrt av ein offentleg instans som gjennomfører direkteinvesteringar i gründerselskap, og er fullstendig finansiert av offentlege midlar. Den andre typen selskap er hybridfond. Dette er private venturekapitalselskap som gjennomfører investeringar ved bruk av både offentleg og privat kapital. Den siste typen er bruk av ein fond-i-fond ordning. I dette tilfelle vil ikkje offentlege midlar bli direkte investert i gründerselskap, men vil heller bli investert i private venturekapitalfond som fokuserer på å investere i gründerselskap (Colombo, Cumming & Vismara, 2016; Kirihata, 2018).

I Norge har vi ulike offentlege organisasjonar som bidreg til å bygge opp venturekapitalmarknaden, blant anna Innovasjon Norge, Investinor og Argentum. Desse tre organisasjonane investerer offentleg kapital med mål om styrke venturekapitalen i Norge. Organisasjonane har ulik framgangsmåte for å oppnå måla sine. Innovasjon Norge støtter gründerselskap ved å bidra med tilskot, lån, rådgiving, kompetanse, nettverk og profilering (Innovasjon Norge, 2021). Investinor er eit offentleg finansiert investeringsselskap, men har fått som mandat å fungere som eit privat investeringsselskap. Dette betyr at dei investerer i gründerselskap som dei ventar at kjem til å vekse og oppnå høge avkastningar. Over tid bygger dei seg opp ein portefølje med ulike selskap som dei etter kvart sel vidare til andre selskap eller gjennom børsnotering. Argentum er eit selskap som investerer offentleg kapital i aktive eigarfond (Argentum, 2021a). Desse tre organisasjonane er eksempel på tiltak ved bruk av direkte tilnærming.

2.5.2 Indirekte tilnærming

Indirekte tilnærming er tiltak som siktar seg inn mot å lage eit ideelt miljø for venturekapitalselskap, der selskap har lett for å starte opp, skaffe seg nettverk og vokse til å bli profitable selskap både lokalt og internasjonalt (Gordon C. Murray, i Callagher et al., 2016). Tiltak for å forbetre gründermiljøet kan delast inn i fire kategoriar ifølgje Josh Lerner (2009): Å få lovene riktig, sikre tilgang til banebrytande teknologi, lage skatteinsentiv og å trene potensielle entreprenørar. For at ein gründer skal ynskje og ha moglegheit til å forfølge ein forretningsidé og starte opp sitt eige selskap, kan det vere avgjerande om rettssystemet støttar gründeraktivitet. Dette kan handle om kva eigendomsretter ein har på ideen eller selskapet sitt, kva konsekvens det har dersom selskapet feilar og går konkurs, kva moglegheiter det er for å inngå kompliserte kontraktar, og så vidare.

Den andre kategorien er knytt til at staten støttar opp under utvikling og overføring av universitets teknologi. Teknologioverføring er eit «begrep som brukes for å beskrive en formell overføring av rettigheter til bruk og kommersialisering av nye funn og innovasjoner som følge av vitenskapelig forskning til en annen part» (Validé, 2021). I Norge har ein fleire organisasjonar knytt til universiteta, som arbeider med teknologioverføring og kommersialisering på vegne av dei ulike forskingsinstitusjonane. Til dømes er Universitetet i Bergen medeigar av organisasjonen VIS, Vestlandets Innovasjonsselskap, som hjelper forskarar og vitskapelege tilsette ved universitetet å kommersialisere forskingsresultata sine og å sikre deira rettigheter (Vestlandets Innovasjonsselskap, 2021). Liknande teknologioverføringsorganisasjonar kan ein finne i mange andre storbyar i Norge, som Validé i Rogaland eller Inven2 i Oslo. Vi har 11 teknologioverføringsorganisasjonar i Norge i dag, og målet med desse er å effektivt få nye innovasjonar ut i marknaden (Validé, 2021).

Den tredje kategorien av tiltak er skatteinsentiv. Å innføre skattelette til dei som investerer i gründerbedrifter kan gjere det meir attraktivt for investorar å gjennomføre slike investeringar. Som eit resultat av dette vil det også bli meir attraktivt for entreprenørar å starte eit selskap, ettersom det vert lettare tilgang til kapital. I Norge har vi ei skatteinsentivordning som gir personlege skattebetalarar frådrag i alminneleg inntekt med inntil ein million kroner årleg for aksjeinnskott i oppstartsselskap (Skatteetaten, 2021). Andre former for skatteinsentiv kan vere å gje skattelette på kapitalinntekt eller ved å gje økonomiske konsekvensar dersom selskapet feilar (Lerner, 2009).

Den siste typen tiltak er knytt til rådgiving til og opplæring av potensielle entreprenører. Dette kan gjennomføres i form av auka fokus på entreprenørskap gjennom heile studieløpet frå grunnskule til høgare utdanning. I Norge har ein organisasjonar som Ungt entreprenørskap og Gründerskolen, som arbeider for å fremme kreativitet, innovasjonar og kunnskap om entreprenørskap hos barn og studentar (Ungt Entreprenørskap, 2021; Gründerskolen, 2021). Tiltak kan også skje i form av rådgiving og opplæring gjennom organisasjonar med erfaring og kunnskap om marknaden, finansieringsprosessen, forretningsstrategi og så vidare. Slike organisasjonar kan hjelpe gründerar til å finne ut om det er lønnsamt å forfølge og vidareutvikle ein idé, og korleis ein eventuelt burde gå fram for å oppnå finansiering. Innovasjon Norge er eit eksempel på ein organisasjon som tilbyr blant anna kurs, rådgiving og nettverksbygging for å hjelpe gründerar til å realisere sine mål (Innovasjon Norge, 2021).

2.5.3 Argument for og mot offentlig innblanding

Offentlege tiltak for å stimulere venturekapitalmarknaden er blitt mykje omdiskutert opp gjennom tidene, og det finns mange argument for og imot. Det vert ofte også argumentert for at det er eit kapitalgap når det kjem til finansiering av venturemoglegheiter. Dette kapitalgapet kjem av at private investorar, bankar og liknande ikkje ynskjer å investere i for risikofylte prosjekt aleine. Venturekapitalinvesteringar er risikofylte som følgje av asymmetrisk informasjon og agentproblem. Manglande finansiering kan igjen føre til at ein går glipp av gode idear, produkt og tenester som kunne kome samfunnet til gode og gitt høge avkastningar dersom det hadde blitt realisert (Gordon C. Murray, i Callagher et al., 2016). For å rette opp i denne marknadssvikten kan offentlig innblanding vere ei løysning.

Harvard professor Josh Lerner (2009) kjem med to hovudargument for offentlig innverknad i boka si «Boulevard of broken dreams»: innovasjon er kritisk for vekst, og nye satsingar kan fremme innovasjon. Ved at det offentlege kan finansiere selskap som ikkje elles ville blitt finansiert av private investorar på grunn av risikoen, kan ein sikre at gode og innovative idear, produkt eller tenester får større sannsyn for å kome ut på marknaden. I ein studie gjennomført av Lerner i 2010 fann han indikasjonar på at det finns ein positiv samanheng mellom økonomisk vekst og offentlege venturekapitaltiltak. Han samanlikna dei offentlege tiltaka som er gjort for å stimulere venturekapitalmarknaden i Jamaica og Singapore. Dette er to land som hadde relativt likt utgangspunkt, men som har utvikla seg ulikt over tid. Samanlikninga av dei to landa viser korleis offentlege venturekapitaltiltak har vore med på å auke den

økonomiske veksten i Singapore, medan økonomisk vekst i Jamaica er låg. Noko av grunnen er at Jamaica ikkje har eit miljø som støttar entreprenørverksemd. Eksempalet synleggjer kor viktig fokus på å bygge opp venturekapitalmarknaden er for den økonomiske veksten.

For at desse to argumenta for offentleg innblanding skal bli sanne, er ein avgjerande faktor at offentleg innblanding fungerer til å stimulere venturekapitalmarknaden (Lerner, 2009). I mange av studia av venturekapitaltiltak vert det stilt spørsmål til om det er sannsynleg at offentleg tilsette er kvalifiserte og drivne nok til at offentlege venturekapitalselskap skal bli ein suksess (Leleux & Surlemont, 2003; Lerner, 2009; Colombo et al., 2016). Dette kjem av at politikarane hamnar i eit dilemma når dei skal designe slike venturefond. For å tiltrekke seg dei beste tilsette er dei nøydd å vere villige til å gje ut høge lønningar og ha gode insentivordningar, ettersom lønnsnivået i finansbransjen er svært høge. Desse lønningane vert indirekte betalt av skattebetalarane gjennom at dei aukar statens utgifter, og høge statlege utgifter vil redusere populariteten til politikarane (Lerner, 2009). Dermed kan politikarane bestemme seg for å gje ut moderate lønningar for å ikkje miste veljarane sine, noko som igjen kan medføre at ein tilset middelmåtige investorar.

Ein måte forsøke å sjekke om eit slik tiltak fungerer, er å sjå korleis det påverkar marknaden. Meir spesifikt kan ein sjå om det fører til ein crowd-out eller crowd-in effekt.

2.5.3.1 Crowd-out effekten

Crowd-out effekten i venturekapitalmarknaden er eit fenomen der auka offentleg aktivitet i venturekapitalmarknaden medfører reduksjon i privat aktivitet i marknaden (Lerner, 2009, s.117; Brander, Du & Hellmann, 2015, s.572). Ei forklaring på kvifor dette skjer kan vere at selskap som søker investeringar tykkjer offentleg investering er meir attraktivt enn privat investering. Dette føre til at offentlege venturekapitalselskap får dei beste investeringsmoglegheitene, og dei private venturekapitalselskapa sit igjen med «lemons» (Leleux & Surlemont, 2003, s.82). «Lemons» er eit uttrykk som kjem frå studiet til økonomen George Akerlof (1970) "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism". Dette er ein studie av korleis asymmetrisk informasjon kan føre til at bruktbilmarknaden berre blir beståande av dårlege bilar, altså «lemons». I studiet til Leleux og Surlemont (2003) bruker dei uttrykket «lemons» for dårlege investeringsmoglegheiter i venturekapitalmarknaden.

Grunnen til at gründerar kan føretrekkje å bli finansiert av offentlege venturekapitalfond framfor private investorar kan vere at offentlege ventureselskap gir billigare finansiering enn dei private investorane. Det kan også vere at gründeren ikkje ynskjer at investorane skal følgje med på kva avgjersler og handlingar han vel å gjere, eller at investorane skal gjere for store inngrep i selskapet i form av å for eksempel ta ei aktiv rolle i styret (Gilson, 2003, s.1100). Ifølgje Gilson (2003) manglar mange offentlege venturekapitalselskap insentiv til å gjennomføre slike verdiaukande aktivitetar, og gründerane vil som følgje av dette prioritere offentlig finansiering framfor privat. Dersom dei private investorane berre sit igjen med dårlege investeringsmoglegheiter kan dette medføre at dei vel å la vere å investere i venturekapitalmarknaden i det heile tatt. Ein måte å forhindre denne crowd-out effekten er ifølgje Lerner (2009) å ikkje lage for store tiltak (s.117).

2.5.3.2 Crowd-in effekten

Offentleg innblanding i venturekapitalmarknaden kan også ha ein crowd-in effekt. Dette er eit fenomen kor offentlig innblanding i venturekapitalmarknaden fører til at meir privat kapital vert investert i ventureselskap også (Leleux & Surlemont, 2003, s.82; Brander et al., 2015). Å skape ein crowd-in effekt, og å klare å bygge opp ein fungerande venturekapitalmarknad, er hovudmålet til dei fleste offentlege venturekapitalselskap (Colombo et al., 2016, s.17).

Denne effekten kan bli forklart av Lerner (2009, s.66) sitt argument om at det er lettare å vere investor nr.100 enn den første. Han hevder at ein kan skape ein god sirkel ved at fleire har gjennomført ventureinvesteringar tidlegare. Ved at gründerane og mellomledd som advokatar og regnskapsførarar er kjent med prosessen av venturekapitalinvesteringar, så går prosessen fortare og med mindre problem enn dersom ingen har gjort det før. Då vil det også vere lettare for investorar å vere trygg på marknaden dei investerer i, og det vil vere enklare å finne investorar å investere i lag med.

Crowd-in effekten kan ein også finne på selskapsnivå ved at auka offentlig innblanding kan føre til at private investorar vel å investere i bransjar som dei elles ikkje ville investert i (Brander et al., 2015, s.573). Dette kan kome som følgje av at offentlege venturekapitalselskap reduserer noko av risikoen som er knytt til å investere i bransjar som er ukjente eller som tek lang tid før investeringa vert lønnsam, som bioteknologi.

3. Metode

I dette kapittelet vil eg gå gjennom kva metode eg har valt. Metode er ein framgangsmåte for å løyse eit problem og komme fram til ny kunnskap (Aubert, 1972, s.196). Det er den generelle planen for korleis ein skal kome fram til eit svar på problemstillinga. I det følgande vil eg beskrive undersøkingsopplegget eg har valt, og eg vil forklare korleis eg har gjennomført litteratur- og casestudiet.

3.1 Undersøkingsopplegg

I denne delen vil eg beskrive undersøkingsopplegget eg har valt å gjennomføre og forklare kvifor eg har valt nettopp dette opplegget. Deretter kjem det ei beskriving av korleis innsamling av data har blitt gjort, korleis analysen har blitt gjennomført, og til slutt ei vurdering oppgåvas validitet og reliabilitet.

Eg har valt å svare på problemstillinga ved å kombinere bruk litteratur- og caseanalyse. Først har eg gjennomført ein litteraturstudie for å forsøke å kome fram til korleis empirien svarer på problemstillinga, og deretter har eg samanlikna funna opp mot Investinor.

3.1.1 Val av metode

Når det kjem til metode skil vi ofte mellom to hovudtypar: kvalitativ og kvantitativ metode. Ved bruk av kvantitativ metode er det vanleg å samle inn data som let seg talfeste eller uttrykke som eit tal (Andersen, 2008). Ved bruk av kvalitativ metode er det vanleg å samle inn ikkje-numeriske data, som ord, bilete, videoar, og liknande (Saunders, Lewis & Thornhill, 2015, s.165). Denne oppgåva er hovudsakeleg basert på kvalitative data, men eg har også tatt i bruk noko kvantitativ data i case-analysen.

Ein kan også dele metode vidare inn ut frå kva tilnærming ein har til teori og empiri. Ein kan dele desse inn i tre metodar: deduktiv, induktiv og abduktiv (Saunders et al., 2015).

Dersom ein tek i bruk ein deduktiv tilnærming vil ein starte arbeidet med å lese seg opp på den akademiske teorien om temaet ein skal undersøke. Etter ein har fått ei oversikt over teorien må ein lage ein strategi for korleis ein skal teste at teorien stemmer. Denne typen tilnærming er vanleg å bruke dersom ein har valt ein kvantitativ forskingsmetode. Problemet

med å ta i bruk denne tilnærminga er at ein kan skape seg ei forventning om kva resultat ein vil finne, som kan gjere at ein ikkje ser alternative forståingar av resultatata av analysen ein har gjennomført (Saunders et al., 2015, s.145).

Ein annan metode er induktiv tilnærming. I denne samanhengen samlar ein først inn data for å undersøke eit fenomen, og deretter bruker ein resultatata til å lage ny teori eller vidareutvikle eksisterande teori. Fordelen med denne typen tilnærming kontra deduktiv tilnærming, er at den er open for alternative tolkingar, og at ein ikkje har eit utgangspunkt som anten passar eller ikkje passar til resultatata ein har funne (Saunders et al., 2015).

Den siste typen metode er abduktiv tilnærming. Ved bruk av denne tilnærminga samlar ein inn data for å utforske eit fenomen, og analyserer dataa for å lage ny eller vidareutvikle eksisterande teori som ein vidare testar gjennom å samle inn ny data (Saunders et al., 2015). I mi oppgåve har eg først gjennomført ein litteraturanalyse for å få ei oversikt over den litteraturen og forskinga som har gjort på offentlege venturekapitalselskap. Deretter har eg brukt denne litteraturen til å finne eit svar på forskingsspørsmåla og problemstillinga. Deretter samanlikna eg funna opp mot det offentlege venturekapitalselskapet Investinor. Eg har altså tatt i bruk ei abduktiv tilnærming i mi oppgåve.

3.1.2 Val av forskingsdesign

Før ein vel kva metode ein skal gjennomføre kan det vere lurt å først finne ut kva som er hensikta med oppgåva. Dette vil gje ein indikasjon på kva type forskingsdesign ein skal velje. Typisk delar ein inn i fire ulike forskingsdesign: utforskande, beskrivande, forklarande, evaluerande eller ein kombinasjon av desse. Kva type design ein skal velje vil ofte kome naturleg ut frå kva problemstilling ein skal ha svar på.

Dersom ein har ei problemstilling der ein stiller relativt opne spørsmål, kan det vere optimalt å ha eit utforskande design, også kalla eksplorerande design. Slike problemstillingar startar ofte med «Kva» eller «Korleis», og målet er å få ny innsikt i temaet som ein undersøker. Fordelen med eit slikt design er at den er fleksibel og ein kan endre på oppgåva etter kvart som ein får ny innsikt rundt temaet (Saunders et al., 2015, s.174-175).

Ein annan type forskningsdesign er beskrivande design. Dersom ein ynskjer å få ei oversikt over hendingar, personar eller situasjonar kan det vere aktuelt å bruke beskrivande design. I slike oppgåver vil ofte problemstillinga starte med «Kven», «Kva», «Kvar», «Når» eller

«Korleis». Denne typen design er ofte kombinert med utforskande design (Saunders et al., 2015, s.175).

Forklarande design vert brukt dersom ein prøver å finne ut om det er kausale samanhengar mellom ulike variablar. Ein kausal samheng er når ein endring i ein variabel er forårsaka av ein annan variabel. Problemstillingar ved bruk av forklarande design startar ofte med eller inkluderer orda «Kvifor» eller «Korleis» (Saunders et al., 2015, s.176). Forklarande design vert ofte brukt i kvantitative studiar med bruk av numeriske datasett.

Den siste typen forskingsdesign er evaluerande design. Formålet med slike oppgåver er å finne ut av kor godt noko fungerer. Problemstillingar i slike studiar startar ofte med «Korleis» eller «I kva grad». Typiske ting ein vil finne ut av i slike oppgåver er effektiviteten av ein forretningsstrategi, tiltak, initiativ og liknande (Saunders et al., 2015, s.176).

Ein kan også kombinere dei ulike typane forskingsdesign (Saunders et al., 2015, s.176). I denne oppgåva skal eg først gjennomføre eg ein litteraturstudie, samanlikne funna opp mot Investinor, og til slutt skal eg vurdere om det ligg an til å bli ein suksess. Dette tyder på at mi oppgåve vil ha ein kombinasjon av utforskande og evaluerande design.

3.2 Litteraturstudie

I dette kapittelet vil eg definere kva ein litteraturstudie er og korleis eg har valt å bruke det til å svare på problemstillinga mi.

I boka *Doing a literature review*, definerer Chris Hart litteraturstudie som:

Utvalet av tilgjengelege dokument (både publiserte og ikkje-publiserte) om eit tema, som inneheld informasjon, idear, data og bevis skriven frå eit bestemt standpunkt for å oppfylle visse målsettingar eller uttrykke visse synspunkt på temaets natur og korleis det vert utforska, og den effektive evalueringa av desse dokumenta i forhold til undersøkinga.»

(Hart, 1998, s.13)

Ein litteraturstudie kan altså brukast til å finne svar til ei gitt problemstilling ved å gå gjennom ei stor mengde med informasjon. Informasjonen kan kome i ulike format, men det viktigaste er at den handlar om det spesifiserte område som skal undersøkast. All informasjonen vert filtrert og systematisert slik at ein til slutt sit igjen med eit utval av informasjon som er relevant til det ein vil finne ut av. Dette vert deretter analysert opp mot den gitte

problemstillinga. Etersom litteraturstudie er ein systematisering av allereie eksisterande informasjon vil ein ikkje skape ny kunnskap, men ein kan sette eksisterande kunnskap i ein ny samanheng (Støren, 2013, s.17).

Utfordringa med å gjennomføre ein litteraturstudie er spørsmålet om ein får gjennomgått ein stor nok mengde med informasjon til å svare godt nok på problemstillinga. Anten med tanke på at ein ikkje har god nok tid til å gjennomgå alt som kan vere relevant eller om ein ikkje har tilgang til tilstrekkeleg med informasjon (Saunders et al., 2015, s.183-184). Det er forska relativt lite på offentlege venturekapitalselskap, noko som avgrensar mengda informasjon som er tilgjengeleg.

3.2.1 Innsamling av data

Når ein skal gjennomføre ein litteraturstudie vil første steg vere å danne seg ei oversikt over den eksisterande litteraturen som er knytt til den valde problemstillinga. Dette kan gjerast gjennom å søke etter vitenskaplege artiklar i ulike databasar (Støren, 2013, s.17).

Eg valte å bruke Oria, Google Scholar og referanselistene når eg søkte etter informasjon. Oria er biblioteket til Universitetet i Bergen si søketeneste. Her kan ein få tilgang til trykte og elektroniske ressursar som blant anna bøker, e-bøker, artiklar, avhandlingar og tidsskrifter. Google Scholar er ein søkemonitor der ein får opp akademisk litteratur, og her kan ein også sjå kva artiklar som er mest siterte. At ein artikkel er sitert mange gonger kan gje ein indikasjon på at kjelda er sikker. I tillegg til desse søketenestene, har eg brukt snøballmetoden for å finne relevant litteratur. Snøballmetoden går ut på at ein først vel ut ein litteraturkjelde, deretter bruker ein referanselista i litteraturen for å finne ytterlegare relevant litteratur.

Etter å ha valt seg ut éin eller fleire databasar for litteraturinnhenting, bør ein velje seg ut relevante søkjeord. Det kan vere nyttig å velje søkjeord som er konsise slik at ein treff litteratur som er mest mogleg relevant for oppgåva, men på same tid opne nok til at ein får opp eit godt utval. Det meste av litteratur som omhandlar offentlege venturekapitalselskap er skriven på engelsk, så difor er søkjeorda mine på engelsk. Metoden min for val av søkjeord var prøving og feiling. Nokre var for opne slik at det meste av litteraturen som kom opp ikkje var relevant for oppgåva, medan andre var for snevre slik at det vart få treff.

Søkjeorda eg valde er lista under:

- Public venture capital
- Governmental venture capital
- GVC

Det neste steget i litteratursøkinga vil vere å bestemme seg for kva avgrensingar ein skal ha. Eg valde å avgrense oppgåva til at litteraturen måtte vere skriven av forfattarar med intellektuell kredibilitet, dette kan ein sjå av at det meste av litteraturen eg har valt er skrivne av universitetsprofessorar. Ein annan avgrensing av oppgåva er at litteraturen er skriven på norsk eller engelsk. Ofte vel ein også å avgrense litteraturen til berre artikkelar som er skriven dei siste 10 åra, men ettersom det er skrivi relativt lite om dette området har eg valt å inkludere litteratur som også er eldre. Eg trur ikkje dette vil vere eit problem ettersom det som er skriven av nyare forskning rundt offentlege venturekapitaltiltak refererer hyppig til den eldre litteraturen.

3.2.2 Funksjonskart

Eg har valt å ta i bruk funksjonskart i min litteraturanalyse. Dette er ein metode for å kartlegge informasjonen ein samlar inn undervegs i ein litteratursøkingssprosess, for å til slutt få ei oversikt over datamaterialet. Å organisere datamaterialet inn i grupper og undergrupper vil gjere det lettare å trekke samanlikningar mellom dei ulike artikkelane, bøkene eller arbeida som ein har samla inn om temaet (Hart, 1998, s.143). Kartlegginga kan også hjelpe til å få ein struktur på kunnskapen om området ein utforskar og få ei forståing av korleis den vert brukt (Hart, 1998, s.145).

Eit funksjonskart er ein metode for å systematisk analysere og registrere artikkelar, bøker, eller informasjon i annan format inn i ein standardisert form. Denne metoden går ut på at ein tek ut dei ulike nøkkelfunksjonane i ein artikkel, eller liknande, og lagar eit oppsummeringsskjema av argumenta som kjem fram i studiet. Dette vil igjen gjere det lettare å dra samanlikningar og finne forskjellar mellom litteraturen på temaet (Hart, 1998, s.146).

Det første ein må gjere er å lage ein tabell. I tabellen valde eg å ha nøkkelfaktorane: forfattar, publiseringsstad, problemstilling, metode, argument og resultat, i kolonnane bortover.

Tabellen kan ein sjå på neste side.

Forfatter(-ar)	Publisert i	Årstal	Problemstilling/ Mål for litteratur	Metode	Oppsummerte funn

Tabell 3. 1: Funksjonskart mal

Etter å ha laga tabellen kan ein starte med å lese litteraturen. Eg valte å først skimle materialet for å få eit inntrykk over kva det handlar om, og om det var relevant for oppgåva. Eg brukte ein relevanstabell for å halde oversikt over kva eg hadde lest, samt kva som verka relevant for problemstillinga. I tabellen hadde eg ein kolonne for litteraturens tittel, forfatter, årstal og grad av relevans. Etter å ha lest litteraturen vurderte eg om den hadde lav, middels eller høg grad av relevans. Tabellen kan ein sjå under:

Tittel	Forfatter(-ar)	Årstal	Relevanse

Tabell 3. 2: Relevanstabell mal

Eg fant denne metoden svært effektiv, då det førte til at eg slapp å bruke mykje tid på å lese litteratur som ikkje var relevant for problemstillinga mi. Litteraturen som eg vurderte til å ha middels eller høg grad av relevans las eg igjen, og fylte inn i nøkkelfaktortabellen etter kvart som eg las i funksjonskartet. Denne metoden gjer at ein får ei god oversikt over artikkelen til vidare analyse, i tillegg til at ein får ein god gjennomgang av innhaldet.

3.3 Casestudie

Når ein gjennomfører ein casestudie går ein i djupna på eit tema eller fenomen gjennom ein reell setting (Yin, 2018). Ein studerer ein case. Casen kan blant anna vere ein person, ei gruppe eller ein organisasjon, og ein undersøker casen opp mot eit tema eller eit fenomen (Saunders et al., 2015). I denne oppgåva er casen investeringsselskapet Investinor, og selskapet skal vurderast opp mot kva som er det mest effektive designet av eit offentleg venturekapitalselskap.

Ifølge Yin (2018) må ein velje mellom å gjennomføre ein enkelt case eller komparative case. Dersom ein skal studere ein person, bedrift eller liknande, vil dette vere ein enkelt casestudie, medan det vil vere eit komparativt casestudie dersom ein skal studere to eller fleire einingar. I denne oppgåva har eg valt eit enkelt case, Investinor. Eg kunne også valt å studert fleire liknande investeringsselskap i Skandinavia for eksempel, som Industrifonden i Sverige.

Grunnen til at eg valde å halde meg til ein enkelt case er på grunn av tidsavgrensingar, men også at Investinor er mest relevant for meg ettersom det er eit norsk selskap.

Måten eg har innhenta informasjon om Investinor er ved å lese alle årsoppgåvene til selskapet grundig, og tatt ut nøkkelinformasjonen frå kvart år. Eg laga også eit datasett ut frå investeringsinformasjonen i årsoppgåvene i Excel, samt noko informasjon henta frå nettsida til Investinor og i media. Informasjonen henta frå media var eventuelle endringar i namn på selskap, informasjon om grunngeving for sal, eller liknande. Eg henta også informasjon om hovudindeksen på Oslo Børs frå Euronext. Ettersom Investinor er eit offentleg selskap, er selskapet nokså transparente når det kjem til informasjon som omhandlar selskapets resultat og investeringane sine.

3.4 Validitet og reliabilitet

Når ein skal vurdere kvaliteten av ei oppgåve vil ein ofte sjå på undersøkinga sin validitet (gyldigheit) og reliabilitet (pålitelegskap). Ei oppgåve sin reliabilitet er knytt til kor lett den er å reprodusere og kor konsistente resultatata er (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016). Dersom ein har gjennomført ei oppgåve der ein ikkje har vore tydeleg med korleis ein har komen fram til dei ulike resultatata i analysen, vil det kunne vere vanskeleg for nokon andre å reprodusere analysen i oppgåva og kome fram til same resultat. Dette er eit eksempel på ei oppgåve med låg reliabilitet. For å gjere det oversikteleg og lett å reprodusere resultatata i oppgåva mi, har eg valt å systematisere litteraturen eg har brukt i analysen ved bruk av eit funksjonskart. I tillegg har eg oppgitt søkeorda og kva artiklar eg har brukt i analysen, samt tatt i bruk sekundærdata som er tilgjengeleg for alle.

Ei oppgåve sin validitet er knytt til i kor stor grad ein måler det ein har til hensikt å måle. Ein kan altså ha ei oppgåve med høg reliabilitet, men låg validitet. Då kan ein ha det som kallast systematisk feil. Det vil seie at ein kan oppnå resultat som er konsistente og som er lett å reprodusere, men som målar noko anna enn det som var intensjonen (Gripsrud et al., 2016). Ofte skil ein mellom oppgåvas interne og eksterne validitet, også kalla indre og ytre validitet. Den indre validiteten er knytt til graden av relevans resultatata i oppgåva har for det fenomenet som er undersøkt. Ekstern validitet er knytt til moglegheita for å generalisere funna i oppgåva. Dersom resultatata kan overførast til andre utval eller situasjonar vil oppgåva ha høg ekstern validitet (Dahlum, 2021).

Ettersom eg i denne oppgåva skal gjennomføre ein litteraturstudie av offentleg venturekapitalselskap og samanlikne dette opp mot eit offentleg venturekapitalselskap, vil dette kunne vere generaliserbart til alle offentlege venturekapitalselskap. For å oppnå mest mogleg intern validitet har eg valt å berre sjå på litteratur som omhandlar offentlege venturekapitalselskap. Det finns også litteratur som omhandlar private venturekapitalselskap, men ved å undersøke dette ville eg ikkje svart på det eg har til hensikt å måle. Eg har derfor ikkje sett på dette.

4. Oversikt over litteraturen og funn

I denne delen vil eg gå igjennom relevanstabellen og funksjonskartet til studiet.

4.1 Relevanstabell

Etter å ha skumlese all litteratur enda eg opp med 10 relevante forskingsartiklar og ei bok. Oversikta over litteraturen kan ein sjå vedlagt.

4.2 Funksjonskart

Litteraturen som vart vurdert til å ha høg eller middels grad av relevans er organisert i tabellane under. I tabellane har eg tatt ut den viktigaste informasjonen.

Tittel	Governmental venture capital for innovative young firms
Forfattarar	Massimo G. Colombo, Douglas J. Cumming, Silvio Vismara
Publisert i	The Journal of technology transfer
Årstal	2016
Problemstilling/ Mål for litteratur	Finne ut kva effekt offentleg venturekapitalselskap har på utviklinga av venturekapitalmarknaden (kalla systematisk effekt i artikkelen), og kva effekt slike selskap har på porteføljeselskapa sine.
Metode	Ser på tidlegare forskning og tidlegare forsøk på å bygge opp venturemarknad i ulike land.
Oppsummerte funn	<p>Av tidlegare studiar kan ein sjå at nokre viser til ein «crowd-in effekt» av offentlege venturekapitalselskap, og nokre viser til ein «crowd-out effekt». Med andre ord, har nokre av tiltaka som er gjort tidlegare vore suksessfulle i å bygge opp venturekapitalmarknaden, då tiltaka har ført til auka aktivitet i venturekapitalmarknaden. Andre tiltak har gitt motsett effekt, og ført til at det har blitt investert mindre privat kapital i venturekapitalmarknaden.</p> <p>Offentlege venturekapitalselskap har positiv effekt på innovasjon, blant anna gjennom at selskapa ofte legg fokus på investeringar innan forskning og utvikling og at dei er meir villig til å investere i akademisk entreprenørskap.</p> <p>Offentlege venturekapitalselskap har mindre effekt på veksten til porteføljeselskapa sine, enn private venturekapitalselskap har.</p> <p>Mindre verdiaukande aktivitetar ved offentlege venturekapitalselskap.</p>

Tabell 4. 1: Governmental venture capital for innovative young firms

Tittel	Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital programs
Forfattarar	Yan Alperovych, Alexander Groh, Anita Quas
Publisert i	Research policy
Årstal	2020
Problemstilling/ Mål for litteratur	Undersøke effektiviteten av ulike typar design av offentlege venturekapitaltiltak.
Metode	<p>Analyse av datasett av 1230 investeringar gjort av 72 ulike offentlege venturekapitalselskap i 16 europeiske land. Investeringane er gjennomført i tidsperioden 1995 til 2011, og forfattarane har undersøkt utviklinga av investeringane over tid.</p> <p>Dei har undersøkt innverknaden av ulike designfunksjonar på effektiviteten av offentlege venturekapitaltiltak. Dei fokuserte på tre designfunksjonar: lokalisering/samlokalisering, syndikering og industrifokus, og målte effektiviteten gjennom tre suksessindikatorar for selskapa som var investert i: å oppnå ytterlegare finansiering av private venturekapitalselskap, vekst i eigenkapital og innovasjonsskaping.</p>
Oppsummerte funn	<p>Dei fann at offentlege tiltak for å stimulere venturekapitalmarknaden var mindre effektive dersom dei berre investerte lokalt.</p> <p>Dei fann også at å investere saman med ein medinvestor aukar sjansen for suksess langs alle tre suksessindikatorane, samt å bygge opp industri-spesifikk ekspertise.</p>

Tabell 4. 2: Bridging the equity gap for young innovative companies

Tittel	Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis
Forfattarar	Benoit Leleux, Bernard Surlemont
Publisert i	Journal of Business Venturing
Årstal	2003
Problemstilling/ Mål for litteratur	Finne ut om offentleg innverknad i venturekapitalmarknaden har ein «crowd-in effekt», ein «crowd-out effekt» eller bidrar til å utvikle marknaden gjennom å gje signal og «ok-stempel».
Metode	Analyse av datasett med venturekapital data, makroøkonomi informasjon og informasjon om rettssystem i 15 europeiske land over perioden 1990-1996
Oppsummerte funn	<p>Dei fann at offentleg innverknad i venturekapitalmarknaden ikkje har ein «crowd-in effekt» på marknaden, og det har heller ikkje hatt ein «crowd-out effekt».</p> <p>Dei fekk resultat som indikerer at offentlege venturekapitaltiltak medfører at meir total kapital vert investert i marknaden. Forklaringa på dette kan vere at offentlege venturekapitalfond gir signal og ok-stempel til andre investorar om å gjennomføre ventureinvesteringar.</p> <p>Forfattarane undersøkte også om det var samanheng mellom rettssystemet som dei ulike venturekapitalmarknandane opererte i og størrelsen på marknaden. Resultata deira indikerte at land med lav investorbeskyttelse utviklar mindre venturekapitalmarknadar.</p>

Tabell 4. 3: Public versus private venture capital: seeding or crowding out?

Tittel	The capital gap for small technology companies: public venture capital to the rescue?
Forfattarar	Itxaco del-Palacio, Xiaotian Tina Zhang, Francesc Sole
Publisert i	Small Business Economics
Årstal	2012
Problemstilling	Har offentleg venturekapitaltiltak hatt effekt på venturekapitalaktiviteten i Spania?
Metode	Analyserer data på 755 investeringar gjennomført av 83 spanske offentlege og private venturekapitalistar i tidsperioden 1997 til 2008. Dei har samanlikna investeringane frå dei offentlege og private investorane før og etter dei offentlege venturekapitaltiltaka vart sett i gang.
Oppsummerte funn	Dei fann at det har vore stor utvikling i den spanske venturekapitalmarknaden dei siste 10 åra, og at denne utviklinga har skjedd simultant med introduseringa av offentlege venturekapitaltiltak i Spania. Dette kan tyde på at det er ein samanheng, og at offentlege venturekapitalselskap bidreg til auka aktivitet. Dei fann også at andre faktorar, som tidlegare investorerfaring og størrelse, også har bidratt til å auke venturekapitalaktivitet.

Tabell 4. 4: The capital gap for small technology companies

Tittel	The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence
Forfattarar	James A. Brander, Qianqian Du, Thomas Hellmann
Publisert i	Review of Finance
Årstal	2015
Problemstilling/ Mål for litteratur	Denne artikkelen har to mål: <ul style="list-style-type: none"> - Finne ut om investeringar frå offentleg finansierte venturekapitalselskap har ein crowd-out effekt eller ein crowd-in effekt - Finne ut om offentlege venturekapitalinvesteringar fører til større sannsyn for suksessfulle porteføljeselskap. Suksess er her målt gjennom kor suksessfull exit porteføljeselskapet har.
Metode	Analyse av datasett på 20 446 selskap i tjuetjue land som har mottatt venturekapitalinvesteringar i perioden 2000 til 2008, og undersøker om selskapa har hatt ein suksessfull exit innan 2012.
Oppsummerte funn	<p>Dei fann at ein kombinasjon av både privat og offentleg venturekapitalinvestering medfører meir total investering og større sannsyn for suksessfull exit, enn ved berre privat finansiering eller berre offentleg finansiering.</p> <p>Ved kombinert finansiering, støttar funna deira crowd-in effekt hypotesen på selskapsnivå. Effekten på selskapsnivå er at selskap som er finansierte av både privat og offentleg venturekapital, har ofte større grad av finansiering totalt sett enn dersom det hadde blitt finansierte av berre private eller berre offentlege midlar.</p> <p>Dei fann også støtte til crowd-in effekt hypotesen på marknadsnivå. Auka investeringar frå offentleg finansierte venturekapitalselskap førte til meir totale investeringar, samt meir investeringar frå private venturekapitalselskap.</p>

Tabell 4. 5: The Effects of Government-Sponsored Venture Capital

Tittel	The Role of Governmental Venture Capital in the Venture Capital Ecosystem: An Organizational Ecology Perspective
Forfattarar	Fabio Bertoni, Massimo G. Colombo, Anita Quas
Publisert i	Entrepreneurship theory and practice
Årstal	2019
Problemstilling/ Mål for litteratur	Gje svar på om offentlege venturekapitalselskap sitt nærvær i marknaden fører til at private venturekapitalinvestorar endrar sin investeringsåtfærd.
Metode	Analyse av datasett med 1 239 investeringar gjort i tidsrommet 1994 til 2004 av 676 private venturekapitalinvestorar i 560 ventureselskap i Europa. Studere om tettheita av offentlege venturekapitalselskap har ein positiv korrelasjon med tettheita av privat venturekapitalselskap. Forfattarane tek bruk av teori frå organisasjons-økologi for å forklare resultatane frå analysen.
Oppsummerte funn	Dei fann at det er eit gjensidig forhold mellom private og offentlege venturekapitalselskap. Dette betyr at nærværet av ein «art» vil vere til fordel for den andre «arten» i økosystemet. Omsett betyr dette at nærværet av offentlege venturekapitalselskap i ein venturekapitalmarknad, er til fordel for private venturekapitalinvestorar. Fordelane kan blant anna ligge i at det gir dei private investorane mindre risiko ved å investere i same selskap eller bransje som offentlege investorar har investert i. Funna i artikkelen viser at i land og år kor offentlege venturekapitalselskap var sterkt representerte, så investerte private venturekapitalinvestorar i yngre, mindre selskap som var lokalisert i mindre konkurransedyktige områder. Dette skjedde både gjennom at private investorar investerte i same selskap som offentlege, men også gjennom investeringar i same bransje men ulike selskap.

Tabell 4. 6: *The Role of Governmental Venture Capital in the Venture Capital Ecosystem*

Tittel	The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds
Forfattarar	Terttu Luukkonen, Matthias Deschryvere, Fabio Bertoni
Publisert i	Technovation
Årstal	2013
Problemstilling/ Mål for litteratur	Finne ut om det er forskjell i kva grad av verdiaukande aktivitetar som offentlege venturekapitalselskap og sjølvstendige venturekapitalistar har gjennomført i bedriftene dei har investert i.
Metode	Kvalitativ analyse av resultatata av spørjeundersøkingar som vart sendt ut til unge, high-tech venturekapitalfinansierte bedrifter i 2010, frå sju europeiske land.
Oppsummerte funn	<p>Dei fann ingen statistisk signifikante resultat som indikerte forskjell mellom dei to investortypene i å gjennomføre verdiaukande aktivitetar i bedriftene dei har investert i.</p> <p>Dei fann støtte for den andre hypotesen deira om at det er forskjell mellom kva områder av verdiaukande aktivitetar som vert prioritert av dei ulike typene investorar. Sjølvstendige venturekapitalinvestorar gav meir støtte innan profesjonalisme og exit planlegging.</p>

Tabell 4. 7: *The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds*

Tittel	When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective public venture capital programmes.
Forfatter	Josh Lerner
Publisert i	The Economic Journal
Årstal	2002
Problemstilling/ Mål for litteratur	Undersøke motivasjonen bak offentlege venturekapitaltiltak, og korleis ein best kan designe slike tiltak.
Metode	Gjennomgang av tidlegare forskning og litteratur om offentlege venturekapital. Spesielt legg han vekt på ei undersøking han og Paul Gompers (1999) gjennomførte av the Advanced Technology Program (ATP), og går gjennom anbefalingane dei kom fram til i lys av generelle offentlege venturekapitaltiltak.
Oppsummerte funn	Han fann 3 viktige punkt når ein skal designe venturekapitaltiltak: <ol style="list-style-type: none"> 1. Tilsette dyktige og erfarne tilsette med forståing for bransjen og venturekapitalmarknaden. 2. Behov for å vere fleksible i investeringsprosessen. 3. Gjennomføre grundige bakgrunnssjekkar av selskapa ein vurderer å investere i.

Tabell 4. 8: *When bureaucrats meet entrepreneurs*

Tittel	How to Design Public Venture Capital Funds: Empirical evidence from South Korea
Forfattarar	Sojin Lim, Yeonbae Kim
Publisert i	Journal of Small Business Management
Årstal	2015
Problemstilling/ Mål for litteratur	Denne artikkelen har to mål: <ul style="list-style-type: none"> - Finne ut om offentlege venturekapitalfond bidrog til å fylle kapitalgapet i venturekapitalmarknaden i Korea. - Finne ut om nokre andre eigenskapar ved venturekapitalfond ville gjor det mogleg for fonda å auke ventureinvesteringane
Metode	Dataanalyse av 463 venturekapitalfond over ein periode av 1995-2005 i Sør Korea. Perioden vert delt opp i vekstfasen og omstillingsfasen i venturekapitalmarknaden.
Oppsummerte funn	<p>Dei fann at offentlege venturekapitalfond ikkje bidrog til å tette kapitalgapet dersom ein såg på heile perioden 1995-2005. Når dei delte opp perioden i vekst- og omstillingsfase, fann dei at offentlege venturekapitalfond bidrog til å auke total investering i yngre selskap i vekstfasen, men ikkje i omstillingsfasen.</p> <p>Dei fann også at fond som var spesialiserte til å investere i spesifikke bransjar, investerer meir i unge selskap. Dette kan vere ei følgje av at spesialisering reduserer risikoen ved å investere i unge selskap.</p>

Tabell 4. 9: How to Design Public Venture Capital Funds

Tittel	Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
Forfatter	Ronald J. Gilson
Publisert i	Stanford Law Review
Årstal	2003
Problemstilling/ Mål for litteratur	Gje svar på om det er mogleg å konstruere ein venturekapitalmarknad, og kva framgangsmåte det offentlege burde velje dersom dei skal forsøke å gjere dette.
Metode	Artikkelen startar med ein analyse av kontraktsstrukturen i venturekapitalmarknaden i USA, for å finne kva som er dei viktigaste elementa. Deretter kjem ein analyse av ingeniørproblemet; er det mogleg å konstruere ein venturekapitalmarknad, kven burde eventuelt gjere det og korleis kan det lykkast? Dette forsøker han gje svar på ved å bruke eksempel frå forsøk i Tyskland, Israel og Chile.
Oppsummerte funn	<p>Gilson fann at det er to måtar venturekapitalfond kan få kontroll på, som ein respons til agent- og asymmetrisk informasjonsproblem:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Å gje finansiering i fleire fasar 2. Å ta ei aktiv rolle i selskapa ein investerer i <p>Han finn også at ein strategi for land som ikkje har ein etablert marknad for venturekapital kan vere at det offentlege stiller med kapital og hjelper å skape finansielle mellomledd. Dersom kapital og mellomledd er på plass, vil entreprenørane kome. I tillegg burde andre land forsøke å attskape kontraktsstrukturen i marknaden i USA, kor ein har fokus på å skape insentiv til både entreprenøren og venturekapitalfonda.</p> <p>Gjennom å sjå på eksempel frå andre land fann han at det kan vere effektivt for det offentlege å krevje at fondet må investere i lag med ein privat investor. Han fann også at det offentlege burde ta ei passiv rolle som investor i venturefond, i staden for å gjere direkte investeringar.</p>

Tabell 4. 10: Engineering a Venture Capital Market

Tittel	Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed--and What to Do about It
Forfatter	Josh Lerner
Publisert av	Princeton University Press
Årstal	2009
Problemstilling/ Mål for litteratur	Fortelje om ulike land sine forsøk på å bygge opp ein fungerande venturekapitalmarknad, og seie noko om kva som er gjort riktig og kva som er gjort galt. Kome fram til den beste måten å designe eit offentleg venturekapitaltiltak.
Metode	Empirisk undersøkelse av forskning om og historiske forsøk av å gjennomføre offentlege tiltak for å auke aktiviteten i venturekapitalmarknaden.
Oppsummerte funn	<p>Lerner finn tre hovudargument for kvifor det offentlege burde blande seg inn i venturekapitalmarknaden:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Innovasjon er kritisk for vekst - Nye satsingar kan fremme innovasjon - Offentleg innverknad kan bidra til å auke venturekapitalaktivitet <p>Han finn også at det offentlege burde fokusere på å skape eit klima kor det er attraktivt å drive med venturekapitalaktivitet, både for entreprenørane og for dei lokale og globale investorane.</p> <p>Råda han kjem med for land som vil implementere offentlege venturekapitalfond er blant anna å ikkje detaljstyre, ha eit langsiktig perspektiv, ikkje satse for stort eller for lite, vere fleksibel og å evaluere fondet undervegs.</p>

Tabell 4. 11: Boulevard of Broken Dreams

5. Analyse

I dette kapitlet vil eg gå gjennom analysen. Først vil eg ta for meg funna frå litteraturstudiet om ulike tema relatert til venturekapitalselskap, og deretter vil funna bli vurdert opp mot casen, Investinor. For å svare på problemstillinga om Investinor ligger an til å bli ein suksess ifølge litteraturen, må ein sjå på fleire aspekt ved selskapet. Først vil eg svare på det første forskingsspørsmålet: Er det støtte i litteraturen for å bruke offentlege tiltak som ein måte å auke aktiviteten venturekapitalmarknad? Deretter vil eg forsøke å finne svar på det andre forskingsspørsmålet: Kva er optimalt design for eit offentleg venturekapitalselskap?

5.1 Forskingsspørsmål 1

Litteraturen gir delte svar på om offentleg innblanding i venturekapitalmarknaden er eit effektivt verkemiddel for å bygge opp venturekapitalmarknaden. Nokre studiar viser at det er ein positiv kausal samanheng mellom offentlege venturekapitaltiltak og mengda private investeringar, medan andre finn at det kan føre til mindre private investeringar totalt i marknaden. No vil eg undersøke om litteraturen viser ein crowd-out effekt eller ein crowd-in effekt, også referert til som så-effekten, når det kjem til offentleg venturekapitalinvesteringar. Deretter vil eg sjå på funna opp mot Investinor.

5.1.1 Crowd-out eller crowd-in effekt?

Funna i litteraturen viser ulike resultat til om ein har ein crowd-out eller ein crowd-in effekt i venturekapitalmarknaden. I studiet til Lim og Kim (2015) fann dei at offentleg venturekapitalaktivitet ikkje hadde ein signifikant innverknad på private investeringar når dei undersøkte resultatata frå heile perioden. Når dei delte opp datasettet i vekstfasen og omstillingsfasen i venturekapitalmarknaden, fann dei at når venturekapitalmarknaden i Sør Korea var i vekstfasen kunne ein observere ein crowd-in effekt. Denne effekten var ikkje signifikant i omstillingsfasen.

Brander et al. (2015) undersøkte i sin studie om marknader med meir offentleg venturekapitalfinansiering pleier har meir total venturekapitalfinansiering og om dei har meir privat venturekapitalfinansiering. Dei fann at det var ein signifikant samanheng mellom offentleg venturekapitalfinansiering og total investert kapital i venturemarknaden, samt ein signifikant positiv samanheng mellom offentlege venturekapitalinvesteringar og talet av

selskap finansiert av private venturekapitalselskap. Dei gjennomførte også ein regresjonsanalyse på data på selskapsnivå for å sjå om ein kunne finne indikasjonar på ein crowd-out eller crowd-in effekt der også. Resultata viste teikn på crowd-in effekt for selskap som var finansiert av både private og offentlege ventureinvestorar. Dette resultatet er i samsvar med Alperovych, Groh og Quas (2020) sine funn om at syndikering av investeringar fører til auka sannsyn for crowd-in effekt i selskapa som vert investert i.

Bertoni, Colombo og Quas (2019) fann i sine analyser av venturekapitalmarknaden i Europa at i land og år med stor grad av offentlig innverknad i marknaden, så er det meir sannsynleg at private investorar investerer i yngre, mindre selskap i mindre konkurransedyktige områder. Dette resultatet tyder på ein crowd-in effekt på selskapsnivå. Crowd-in effekten gjaldt både i tilfella kor offentlege og private investorar investerte saman, også kalla syndikering, og dersom private investorar investerte aleine.

Leleux og Surlemont (2003) måtte forkaste hypotesen sin om at høg grad av offentlig innblanding fører til mindre venturekapitalmarknadar. Ergo fann dei ikkje støtte for å hevde at offentlig venturekapitaltiltak hadde crowd-out effekt på private investorar i den europeiske venturekapitalmarknaden. Dei fann heller ikkje støtte for at det var ein crowd-in effekt i marknaden, ettersom analysane deira viste at offentlig innblanding vanlegvis kjem i etterkant av ein allereie etablert marknad. Resultata deira indikerte likevel at offentlig nærvær kan signalisere til private investorar at det er ein trygg marknad å investere i. Denne signaleffekten hevder dei kan forklare funna deira av at offentlig forårsaka meir kapital til å bli investert i marknaden som ein heilskap. Denne signaleffekten brukar Lerner (2009) også som argument for offentlig innblanding i venturekapitalmarknaden. Han finn at offentlege venturekapitalinvestorar kan bidra til å redusere noko av informasjons skeivskapen mellom investoren og gründeren ved å blant anna gjennomføre grundige bakgrunnsjekkar av selskapa dei skal investere i. På denne måten kan noko av risikoen knytt til investeringa reduserast for andre investorar, noko som igjen kan medføre auka investeringsaktivitet i ventureselskap (s.69).

Også del-Palacio, Zhang og Sole (2012) fekk resultat som indikerte ein crowd-in effekt som følgje av offentlig venturekapitaltiltak i Spania. Dei fann at det har vore stor utvikling i den spanske venturekapitalmarknaden dei siste 10 åra, og at denne utviklinga har skjedd simultant med introduseringa av offentlege venturekapitaltiltak i Spania.

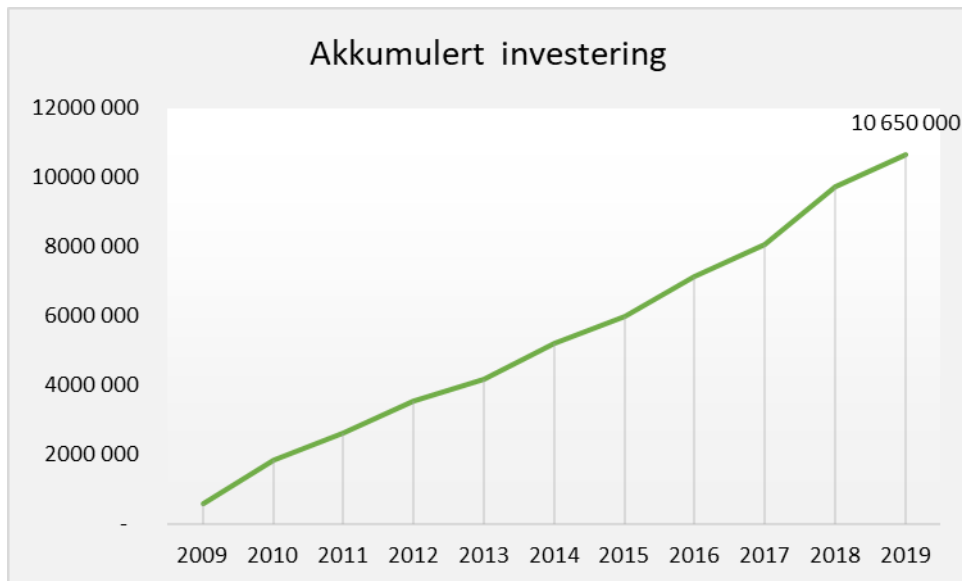
Ein kan sjå av litteraturen i dette studiet at det er ei overvekt av studiar som har funn av crowd-in effektar både på marknads- og selskapsnivå. I studiet til Colombo et al. (2016) fann dei at nokon studiar viser funn av ein crowd-in effekt, medan andre viser teikn til ein crowd-out effekt. Dette kan tyde på at funn vil vere forskjellig i forskjellige land og marknader, og spørsmålet om offentleg aktivitet i venturekapitalmarknaden fører til ein crowd-out eller crowd-in effekt er vanskeleg å gje eit konkret svar på. Likevel kan denne overvekta av funn av crowd-in effektar tale til fordel for offentleg innblanding i venturekapitalmarknaden.

5.1.2 Investinor

Litteraturfunna over indikerte at offentlege venturekapitaltiltak kan skape ein crowd-in effekt i venturekapitalmarknaden. Syndikerisering av investeringar er vist seg å auke sannsynet for å oppnå ein slik effekt. I denne delen vil eg undersøke kor store beløp Investinor og medinvestorane har investert inn i marknaden. Funna over tyder også på at venturekapitaltiltak kan skape ein crowd-in effekt på selskapsnivå, derfor vil eg undersøke kva sektorar, fasar og fylker Investinor investerer i.

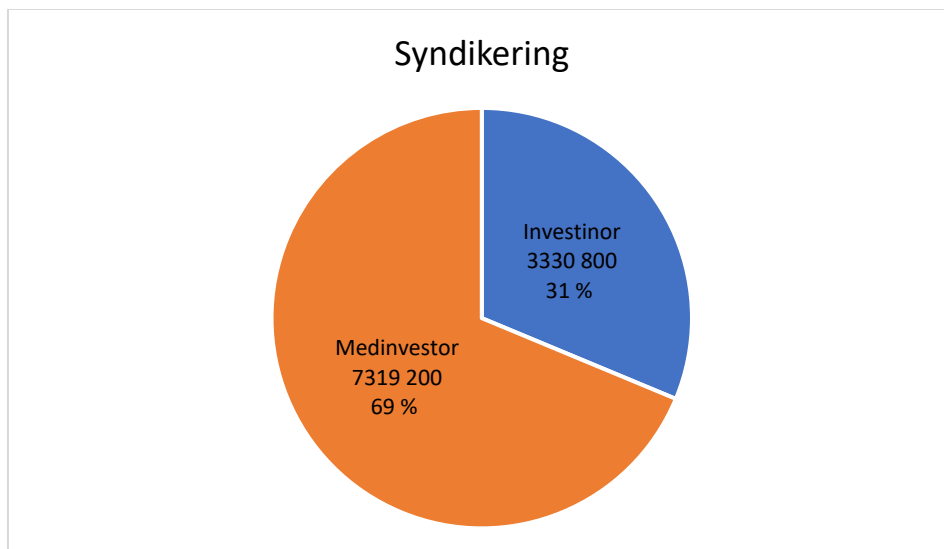
5.1.2.1 Syndikering

Investinor har eit mandat som seier at selskapet ikkje kan ta ein eigarpart som overstig 49 prosent av eit selskap. Dette inneberer at Investinor må finne investorar å investere saman med (Investinor, 2019, s.12). Sidan første driftsår i 2009 og fram til i 2019 har Investinor saman med sine medinvestorar investert eit beløp på over 10 milliardar inn i den norske venturekapitalmarknaden. Av diagrammet under kan ein sjå den akkumulerte investerte kapitalen frå 2009 til 2019.



Figur 5. 1: Akkumulert investering

Fordelinga av den totale investeringer kan ein sjå i diagrammet under. Investinor har investert i overkant av 3 milliardar kroner sidan 2009, medan medinvestorane har investert over 7 milliardar kroner.



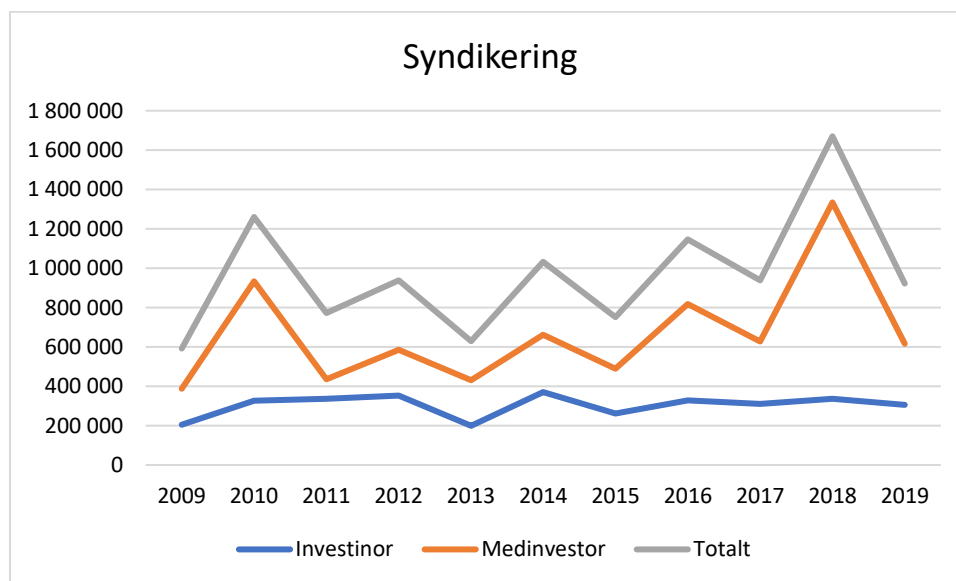
Figur 5. 2: Syndikering sektordiagram

Ein av måtane Investinor skil seg frå eit privat investeringsselskap er at det ikkje har lukketid. Investinor er ein såkalla «evergreen investor», noko som betyr at dei ikkje har eit forhandsdefinert tal år på å innfri ei investering (Investinor, 2014, s.14). Dette fører til at selskapet kan ha eit langsiktig perspektiv på investeringane sine, medan private investeringsselskap ofte har eit fastsett tidsperspektiv dei må gå ut av investeringane si innan. At Investinor har eit langt tidsperspektiv kan også vere positivt for medinvestorane til Investinor ettersom dei ikkje treng å ha risiko for at Investinor må avhende ei investering på

grunn av at porteføljeselskapet brukar lengre tid enn planlagd på å oppnå positive resultat (Investinor, 2018, s.13).

Å vere ein evergreen-investor kan også vere ein positiv ting med tanke på at selskapet då ikkje vert like påverka av konjunktursvingingar som andre investeringselskap kan bli. I periodar med høg usikkerheit og nedgangstid i økonomien er mange motvillige til å bruke pengar. I slike periodar kan det vere ein fordel å ikkje vere nøydd å avhende investeringane sine då verdien på aksjane er låge, men kunne heller vente til tidspunktet for å selje vert gunstigare. Investinor kan også tene på å investere ved lågkonjunkturar då det er låg tilgang på kapital og prisane på unoterte aksjar er antatt å falle. På den måten kan selskapet ha ein motsyklisk funksjon i den norske marknaden for venture- og ekspansjonskapital, som på sikt både selskapet og samfunnet som ein heilskap kan få gode av (Investinor, 2011, s.10).

Diagrammet under viser årleg investeringskapital frå Investinor, medinvestorane og den totale investeringa. Som ein kan sjå har Investinor eit relativt jamn investeringsbeløp over alle år, medan investeringane frå andre investorar er meir ustabil. Ei forklaring på dette kan vere at private investorar typisk vert meir påverka av svingingane i økonomien, medan Investinor har kapitaltilgang til å vere ein stabil investor uansett kva dei makroøkonomiske utsiktene er i Norge. I tillegg skal Investinor investere motsyklisk i periodar med lågkonjunkturar for å bidra til å stabilisere kapitalmarknaden og for å skape god avkastning (Investinor, 2011). Denne stabiliteten kan vere med å gje signal til investorar om at det er trygt å investere i venturekapitalmarknaden (Colombo et al., 2016).



Figur 5. 3: Syndikering linjediagram

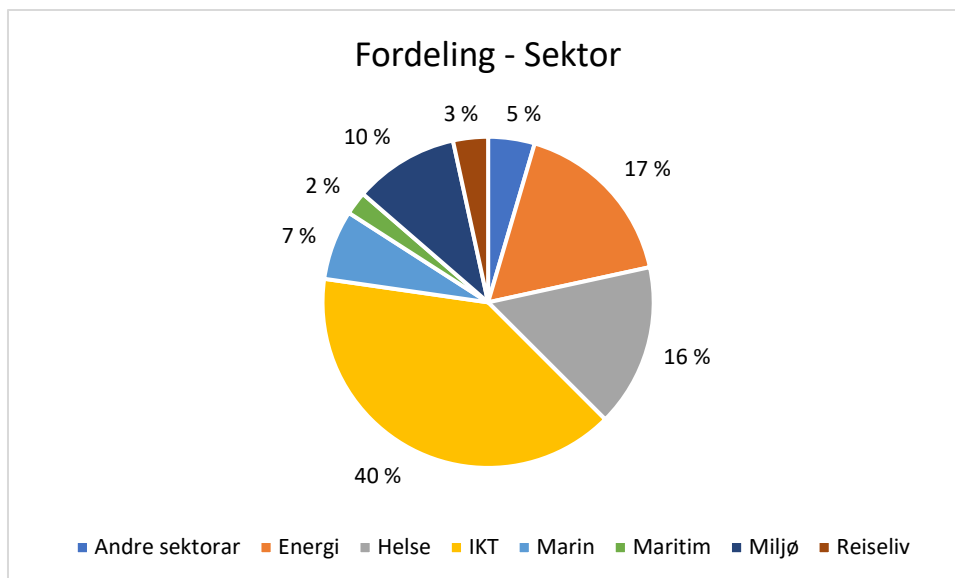
5.1.2.2 Fordeling - Sektor

Det vanskeleg å gje svar på om investeringane frå medinvestorar ville blitt investert i venturekapitalmarknaden på tross av Investinor sin innblanding i markanden. Truleg ville noko av kapitalen blitt investert i venturekapitalmarknaden uansett, men litteraturen indikerer at det kan vere grunn til å tru at Investinor kan ha påverka investorane til å investere i selskap, sektorar og fasar dei elles ikkje ville investert i. Investinor starta med eit mandat i 2009 om å prioritere fem bransjar kor Norge står sterkt og kor det er stort potensiale for vekst. Desse fem bransjane var miljø, energi, reiseliv, marin og maritim, men selskapet kunne også investere i andre konkurransedyktige prosjekt. Bakgrunnen for dette investeringsmandatet var å gje marknaden større breidde og vere med på å utløyse potensiale i sektorane (Investinor, 2009).

I 2012 vart investeringsmandatet endra og gjort meir fleksibelt. Det nye mandatet var:

Investinor skal prioritere lønnsomme investeringer: i sektorar med næringsmiljøer med internasjonale komparative fortrinn, som ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, som ivaretar utnyttelse av ny teknologi og kompetanse eller som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringar. Dette kan dreie seg om investeringar innan blant annet miljøteknologi, energi, marint næringsliv, maritim sektor, reiseliv, IKT og bio- og helseteknologi (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012, s.9).

Under kan ein sjå ei fordeling av dei ulike bransjane som Investinor og medinvestorane har investert i tidsrommet 2009-2019. Fordelinga er rekna ut frå talet investeringar som er gjennomført i dei ulike bransjane. All informasjon er henta frå årsrapportane til Investinor. Som ein kan sjå av diagrammet er mesteparten av alle investeringar investert i IKT-sektoren, noko som er typisk for venturekapitalfond. Dette kan forklarast av at ein stor del av selskapa som kontaktar Investinor om kapital, er selskap i IKT sektoren. I tillegg er dette er ein sektor kor medinvestorar er lettare tilgjengelege i kontrast med andre sektorar, som for eksempel helsesektoren kor det typisk tek lengre tid før avkastningane kjem til syne (Investinor, 2011).



Figur 5. 4: Fordeling - Sektor

5.1.2.3. Fordeling - Fase

Investinor starta med eit mandat om å investere primært i tidleg vekstfase, også kalla venturefasen. Dette er fasen kor selskap typisk har behov for ekstra kapital for å gjennomføre nødvendige marknadsinvesteringar og oppnå lønnsamt omsetningsvolum (Investinor, 2008, s.8). Desse selskapa har vanlegvis omsetning, men har ikkje oppnådd positive resultat enda. Dette er selskap som typisk er relativt nyetablerte, kor det gjerne er mellom null og fem år sida stiftinga av selskapet. Venturefasen kjenneteiknast ved at teknologisk risiko knytt til produktutvikling er tilbakelagt og er no på eit moderat nivå (Investinor, 2014, s.10). Fokuset er flytta, eller er i ferd med å bli flytta, frå produktutvikling til produktlansering (Investinor, 2008, s.8).

Investinor investerer også i ekspansjonsfasen, når dette er hensiktsmessig. Desse selskapa kan ofte vise til betydelege omsetningar, og har potensiale for vekst i nye marknader.

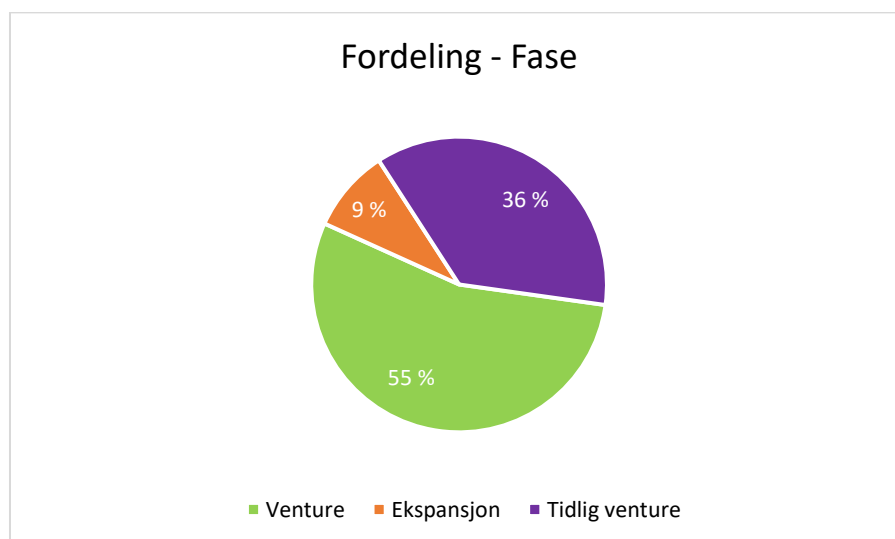
Investeringane i desse selskapa er typisk på eit beløp mellom 100-350 millionar kroner (Investinor, 2013, s.7). Den innskotne kapitalen kan brukast til å auke produktkapasiteten, på marknads- og produktutvikling, eller til å skaffe ytterlegare driftskapital (Investinor, 2008, s.8).

I 2014 fekk Investinor eit utvida mandat om å også setje av ein liten del av porteføljen til tidlegfase-investeringar. Dette er selskap som typisk er i siste del av såkornsfasen, og Investinor har som mål å vere med i siste såkornsrunden før dei større beløpa vert investert.

Ettersom disse investeringane er i ein mindre skala enn investeringane i venture- og ekspansjonsfasen, på omtrent 2-3 millionar kroner, så vert investeringane matcha av andre investorar. Dette går ut på at andre profesjonelle investorar kjem til Investinor med ferdig analyserte og investeringsklare investeringsmoglegheiter. Deretter er det opp til Investinor om dei ynskjer å gå vidare med investeringa saman med investorane. Desse investorane har Investinor kvalifisert «på bakgrunn av blant anna forvaltningskapital, organisering, track record og utøvelse av aktivt eigarskap» (Investinor, 2018, s.31-32).

Under kan ein sjå fordelinga av talet investeringar gjort i selskap i venturefasen, tidlegfase og ekspansjonsfasen. Som ein kan sjå av grafen nedanfor ser det ut til at Investinor har følgd mandatet om å investere hovudsakeleg i venturefasen, med 55 % ventureinvesteringar. I tillegg er 32 av 88 investeringar gjennomført i selskap i tidlegfase. Dette er investeringar som kostar selskapet mindre å investere i enn dei to andre fasane, både med tanke på sjølve investeringsbeløpet men også fordi kostnaden med å finne og følgje opp investeringa i stor grad er lagt over på medinvestorane. Det er minst investeringar i selskap i ekspansjonsfasen, noko som er logisk då desse investeringane ofte er på store beløp og ettersom Investinor sitt mandat tilseier at selskap i denne fasen ikkje skal utgjere ein stor del av porteføljen.

Tal av venture-, tidlegfase, og ekspansjonsinvesteringar er funnet i årsrapportane til Investinor, samt informasjonen om kva fase selskapet er i. Dette kan gje ei feilkjelde til oversikten ettersom Investinor kan ha insentiv til fortelje at eit selskap er i tidleg eller venturefase for å oppfylle mandata som politikarane har gitt dei. Truleg ville dette vere relativt lett å oppdage, og dermed trur eg ikkje dette er eit problem.



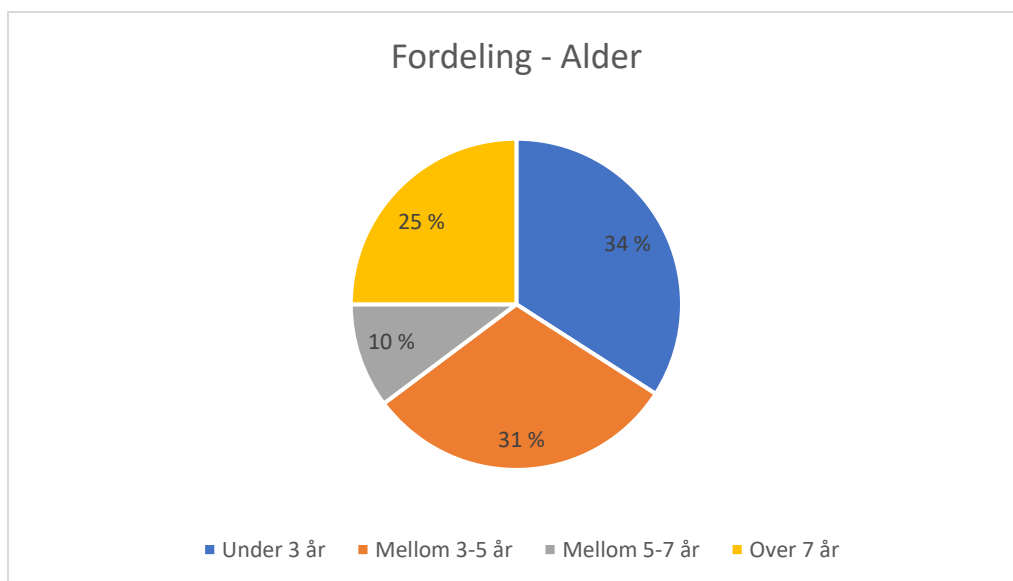
Figur 5. 5: Fordeling - Fase

5.1.2.4 Fordeling - Alder

Eg har også laga ei oversikt over kor gamle dei ulike porteføljeselskap var det året dei fekk si første investering. Informasjonen om kva dato dei ulike selskapa vart stifta, er funnen i årsrapportane til Investinor, på nettsidene til selskapa eller på nettsida proff.no, og informasjon om investeringstidspunkta er funnen i årsrapportane til Investinor.

Alder har eg delt inn i fire kategoriar; dei som er under tre år, mellom tre og fem år, mellom fem og sju år og over sju år. Dette er same fordelinga som ein kan finne i arbeidet til Lim og Kim (2015). Deira resultat indikerte at offentlege venturekapitalselskap kan bidra til å auke investeringar i yngre selskap, dersom marknaden er i vekstfasen. Bertoni et al. (2019) fann liknande resultat, i si studie av den europeiske venturekapitalmarknaden. Dei fann at offentlege venturekapitalselskap påverka private investorar til å investere i yngre og mindre selskap.

Investinor sine porteføljeselskap har ein gjennomsnittleg alder på omtrent 4,5 år. Dei fleste selskapa i porteføljen er under 5 år, noko som er naturleg då dei fleste investeringane er i tidleg- og venturfase. 10 prosent av investeringane er i selskap som er mellom fem og sju år, og 25 prosent av investeringane er i selskap som er over sju år. Det er relativt mange selskap som er eldre enn fem år med tanke på at berre 9 prosent av selskapa er i ekspansjonsfasen. Forklaringa på dette kan vere at eit selskap sin fase ikkje er bestemt av når selskapet er etablert, men heller kor langt selskapet har komen i utviklinga av sine tenester eller produkt, sin strategi, om det er komen ut på marknaden eller ikkje og så vidare.

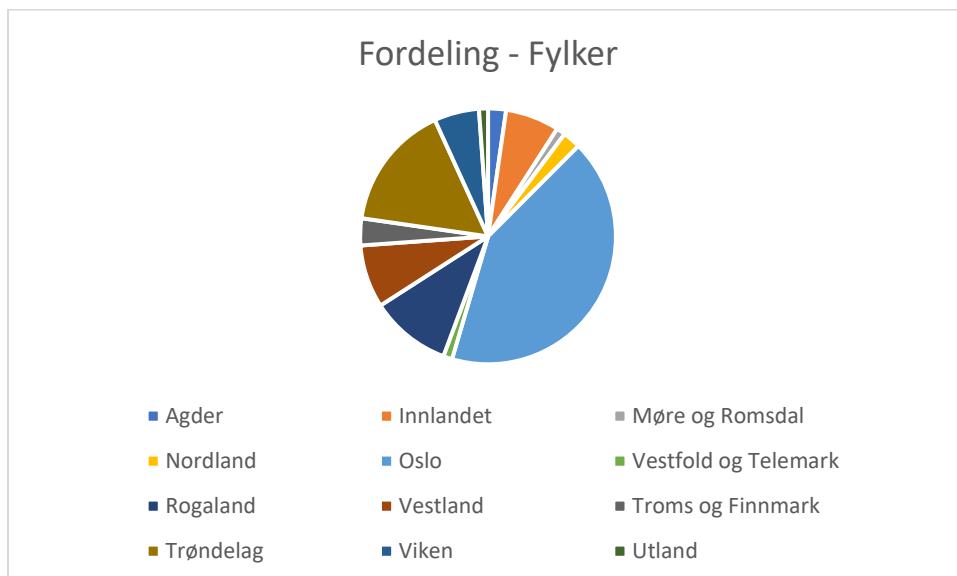


Figur 5. 6: Fordeling - Alder

5.1.2.5 Fordeling - Fylke

Bertoni et al. (2019) sine resultat indikerte også at offentlig innblanding i venturekapitalmarknaden kan føre til private investorer investerte i selskap i mindre konkurransedyktige områder. I studiet til Alperovych et al. (2020) fann dei at offentlege venturekapitalselskap som berre investerte lokalt, var mindre effektive i å tette kapitalgapet i venturekapitalmarknaden. Dette er i tråd med Lerner (2009) sin anbefaling om å ikkje avgrense venturekapitalfond til å berre investere lokalt. Ved å avgrense seg til å investere lokalt, avgrensar ein også tilgangen til lønnsame investeringar, erfarne medinvestorar og dyktig humankapital.

Investinor investerer i norske selskap med internasjonalt potensiale. Under kan ein sjå ei oversikt over kva fylke hovudkontora til dei ulike porteføljeselskapa var i på investeringstidspunktet. Mesteparten av selskapa er lokalisert i Oslo. Dette kan forklarast av at Oslo er Norges største by i innbyggjartal, og det vil dermed vere naturleg at det er meir ventureaktivitet der. Investinor har investert nest flest investeringar i Trøndelag, som også er fylket Investinor har hovudkontor. Det er mogleg at nokon av desse investeringsavgjerslene er tekne med bakgrunn med at Investinor har lokal kjennskap til marknaden. Elles er investeringane relativt spreidd utover fylka i Norge, og eit av selskapa er lokalisert i Sverige.



Figur 5. 7: Fordeling - Fylker

5.2 Forskingsspørsmål 2

I denne delen vil eg forsøke å bruke litteraturen til å finne ut kva som er optimalt design for eit offentleg venturekapitalselskap. For å svare på dette vil eg å sjå på kva litteraturen seier om den beste måten å handtere problem knytt til asymmetrisk informasjon og agentproblem. Eit godt designa selskap vil klare å minimere desse problema mest mogleg. Deretter vil eg sjå på Investinor sin strategi og korleis dette samsvarer med funna.

5.2.1 Asymmetrisk informasjon og agentproblem

Som nemnt i teoridelen, vil det oppstå informasjons- og agentkostnadar når ein driv med venturekapitalinvesteringar. For å forhindre at desse kostnadane vert høge, burde ein implementere tiltak for å redusere desse (Lerner, 2009, s.186). I teoridelen vart tre tiltak tatt opp: gradvis finansiering, grundige bakgrunnsjekkar og aktiv styring. Desse tiltaka, og fleire, vil eg sjå nærmare på. I tillegg vil eg gå gjennom ulike funn i litteraturen om korleis å best handtere informasjons- og agentproblem.

Ein måte å redusere problemet med informasjons- og agentproblem er ved å forsøke å samordne måla til ventureinvestorane og gründerane, for at begge skal ha intensiv til å gjere ein god jobb. Ved at både investorane og gründerane har mål om å skape høgast mogleg verdi og mest mogleg utvikling i selskapet, vil dette auke motivasjonen til å legge inn ein ekstra innsats i selskapet for begge to. Ifølgje Lerner (2009) har ikkje offentlege venturekapitalselskap hatt stort nok fokus på insentiv. Han legg vekt på at å skape insentiv er viktig i venturekapitalprosessen, for å redusere kostnadane knytt til agentproblem.

5.2.1.1 Finansieringsstrategi

Gilson (2003) fann også at det er viktig å skape insentiv, i sitt studie av venturekapitalmarkanden. Han fann at ein effektiv strategi for å skape insentiv er ved at venturefondet gjennomfører finansieringa av gründersekskapet i fleire omgangar, i staden for eit stort beløp med ein gong. Dette kan vere taktisk av fleire grunnar. Det kan gje gründeren insentiv til å ta gode avgjersler, arbeide hardt for at selskapet skal lykkast og vere samarbeidsvillig med investoren. Det kan også skape insentiv hos investoren til å halde seg involvert i selskapa dei investerer i, og å vurdere framgangen undervegs.

Han fann også at gradvis finansiering kan gje signaleffektar. Dersom selskapet ikkje klarer å oppnå vidarefinansiering, kan dette sende ut eit negativt signal til andre potensielle investorar. Dette kan gje andre investorar inntrykk av at selskapet er ei dårleg investering, som kan redusere sannsynet for at selskapet oppnår finansiering. Gradvis finansiering kan også gje ut eit positivt signal ved at det kan redusere risikoen ved skjult type modell. Ved å akseptere å få finansiering i fleire omgangar signaliserer gründeren at han sjølv har tru på prosjektet og sine egne ferdigheiter som entreprenør. Ei god leiing er spesielt viktig når det kjem til gründerelskap. Dette er fordi verdien av selskapet er ekstra avhengig av leiinga sine framtidige avgjersler samanlikna med modne selskap kor verdien også avheng av eigenkapital, forretningsavtalar, kontraktar, patent og liknande som ein bygger seg opp over tid (Gilson, 2003, s.1077).

Denne finansieringsstrategien kan også redusere informasjonskostnadane ved at fondet får samle inn, prosessere og verifisere meir informasjon om den enkelte investeringa mellom kvart stadium av finansiering (Ibrahim, 2019, s.1164; Gilson, 2003, s.1081; Lerner, 2009, s.53). Dei ulike milestolpane i ein forretningsplan kan avdekke viktig informasjon, og denne informasjonen kan ein bruke til å vurdere om ein vil investere meir kapital i selskapet. For eit selskap som for eksempel utviklar ny teknologi, så kan viktige milestolpar vere å få tak i patent på teknologien, å lage ein fungerande prototype og så vidare. Ei vellykka passering av ein milestolpe kan bidra til mindre risiko knytt til investeringa (Gilson, 2003; Lerner, 2009).

5.2.1.2 Grundig screening og dyktige tilsette

Å gjennomføre ein grundig screening-prosess i forkant av investeringane, er ein annan metode for å redusere informasjons- og agentproblem ifølge Lerner (2002; 2009).

Venturekapitalselskap får ofte tilsendt mange søknadar frå gründerar som ynskjer kapital. For å redusere noko av informasjonskostnaden, kan ein krevje at selskapa som ynskjer kapital må skrive ein utfyllande søknad. I tillegg burde fondet ha ein klar og tydeleg prosedyre for korleis å behandle søknadane, slik at prosessen går mest mogleg effektivt. Ein god prosedyre for å skilje dei gode investeringsmoglegheitene frå dei dårlege kan også auke sjansen for at ein klarer å sikre seg dei beste investeringane.

For at ein slik prosess skal vere vellykka, er det også viktig med dyktige tilsette i venturekapitalfondet. Lerner (2002) har dette som eit av sine viktige punkt for å designe venturekapitaltiltak. Dei tilsette burde ha ei forståing av bransjane dei investerer i, for blant

anna å kunne velje best mogleg investeringar og for å kunne gje gode råd i etterkant. Dei tilsette burde også ha eit forhold til og ei forståing av venturekapitalmarknaden, slik at selskapa dei investerer i kan dra nytte av deira erfaringar og nettverk.

Del-Palacio et al. (2012) fann i si studie at investorerfaring er med på å auke venturekapitalaktiviteten, medan Alperocyvh, Groh og Quas fann ein positiv samanheng mellom effektiviteten til venturekapitaltiltak og industri-spesifikk ekspertise. Denne industri-spesifikke ekspertisen kan fond få gjennom å fokusere på same sektor i investeringsprosessen, i staden for å investere i mange ulike sektorar. Ekspertisen aukar kunnskapen og erfaringa til dei tilsette, noko som igjen kan redusere informasjons skeivskapen.

5.2.1.3 Aktiv rolle

Venturekapitalselskap kan også forsøke å redusere informasjons- og agentproblema ved å ta ei aktiv rolle i selskapa dei investerer i. Dette kan ifølge Gilson (2003) gje fondet insentiv til å følgje opp selskapet det investerer i, og å gjennomføre kontinuerlege vurderingar for å forsøke å oppdage om selskapet vert styrt på ein optimal måte. Det kan også redusere agentproblema ved at fondet har lettare for å oppdage skjulte handlingar, og å iverksette tiltak eller sanksjonar ved behov. Å ta på seg ei aktiv rolle vil ofte innebere å gjennomføre ei rekkje verdiaukande aktivitetar. Dette kan vere å bli ein del av styret i selskapet, gje rådgjeving, hjelpe med nettvert, og liknande. I Colombo et al (2016) sin studie kom dei fram til at offentlege venturekapitalselskap gjennomførte færre verdiaukande aktivitetar enn private investorar. Luukkonen, Deschryvere og Bertoni (2013) fann at det ikkje var statistisk signifikant forskjellar mellom offentlege- og sjølvstendige ventureinvestorar når det kom til gjennomføring av verdiaukande aktivitetar.

5.2.1.4 Fleksibilitet

Det siste tiltaket for å redusere problem knytt til manglande informasjon, er å vere fleksible i investeringsprosessen. Ifølge Lerner (2009) kan det vere behov for å endre strategiar og planar undervegs i prosessen, ettersom ein ikkje har all informasjon tilgjengeleg ved investeringar i selskap i tidleg vekstfase. Dette vil igjen kunne auke sannsynet for at selskapet lykkast.

5.2.2 Andre design-funksjonar

5.2.2.1 Indirekte investeringar

Som nemnt tidlegare kan venturekapitalfond organiserast med ein fond-i-fond struktur, kor selskapet gjennomføre indirekte investeringar i venturekapitalmarknaden. Ifølgje Gilson (2003) er ei slik løysing den optimale strategien dersom det offentlege skal forsøke å auke aktiviteten i venturekapitalmarkanden. Dette redusere risikoen knytt til manglande insentiv til å følgje opp porteføljeselskapa, og risikoen for at fondet vert utsett for politisk press. Det vil også kunne redusere noko av kostnaden, ved at arbeidet med å velje ut og følgje opp porteføljeselskap vert overført til fonda ein investerer i.

5.2.2.2 Matching

Matching av investeringar går ut på at gründerane eller venturekapitalistane som får offentlig finansiering må skaffe til veie ein del av investeringa frå private investorar (Lerner, 2009). Lerner (2009) argumenterer for at dette kan vere eit godt design for offentlege venturekapitalfond, då det kan føre til at marknaden sorterer ut kven dei har tru på kan bli ein suksess og kven dei ikkje har tru på. Ei slik ordning vil også redusere noko av kostnaden i dei tilfella kor medinvestorane tek på seg arbeidet med å finne, analysere og velje ut investeringsmoglegheitene, eller ved at medinvestorane følgjer opp selskapet i etterkant av investeringa.

5.2.3 Investinor

For å redusere problem knytt til asymmetrisk informasjon og agentproblem, burde altså offentlege venturekapitalselskap: ha fokus på insentiv, gjennomføre gradvis finansiering, gjennomføre grundig screening, tilsette dyktige folk, ta ei aktiv rolle i selskapet og vere fleksibel til endring. Selskapet burde også gjennomføre indirekte investeringar, eller investeringar ved bruk av matching. I det følgjande vil eg undersøke om Investinor sitt design samsvarar med desse punkta.

5.2.3.1 Investeringsprosessen

I forkant av ei investering går Investinor gjennom ein lang prosess før dei tek eit val om å investere eller ikkje. Prosessen skal vere grundig og halde eit høgt fagleg nivå. Eit selskap

som vurderast av Investinor går først gjennom silingsfasen. Her vert det undersøkt om selskapet passar inn i Investinor sine investeringsmandat. Dersom selskapet går vidare frå silingsfasen vert det gjennomført ein innleiande analyse av selskapets dokumentasjon og samanlikning med makro- og bransjebilete. I neste steg gjennomfører dei ein meir detaljert analyse kor dei tek kontakt med viktige roller i selskapet og besøker selskapslokala. I dette steget vert aksjekjøpsavtalen presentert for selskapet, kor selskapet må vurdere om dei godtek vilkåra for å oppnå investering. Deretter gjennomfører Investinor ein selskapsgjennomgang. Dersom selskapet klarer å bestå interessant for Investinor gjennom alle fasane av investeringsprosessen vert eit investeringsforslag presentert for styret til Investinor (Investinor, 2008).

Som ein kan sjå over, må selskapa som søkar kapital frå Investinor gjennom ein lang prosess før ei eventuell investering finn plass. Dette kan vere med på å redusere informasjonsmangelen i form av at ein får eit klarare bilete av selskapet, leiinga, korleis selskapet er driven og framtidsutsiktene. Gjennom bakgrunnssjekkar og møter med leiinga, kan dei også forsøke å eksponere om dette er ein skjult type. Dei kan forsøke å eksponere skjult handling ved å sjå på korleis selskapet er driven. Informasjonsskeivskapen vil bli gradvis mindre, dess meir informasjon selskapet innhentar. Investeringsprosessen krev masse ressursar ettersom det kan ta fleire månadar før ei avgjersle vert gjort om investeringa skal skje eller ikkje (Investinor, 2008).

Mengda kapital selskapet får tilført kjem blant anna an på kva fase investeringa er i. Selskap i pre-så Korn- eller så Kornfasen får typisk tilført mindre kapital enn selskapa i venturfasen, medan selskapa i ekspansjonsfasen mottek enda større finansiering. Investinor bistår også med oppfølgingsinvesteringar i etterkant av den første investeringa. Desse vil ofte vere større enn beløpet på den første investeringa (Investinor, 2019). Moglegheita for å kunne oppnå oppfølgingsinvesteringar kan skape insentiv til porteføljeselskapa om å gjere ein god jobb. Det kan også skape insentiv til Investinor til å vurdere selskapet undervegs, noko som igjen kan gjere at selskapet oppdagar dersom det er behov for å endre strategiar og planar undervegs.

5.2.3.2 Dyktige tilsette

Prosessen med å velje ut lønnsame investeringar, bistå med verdiaukande aktivitetar, for så å avhende investeringane med profitt, krev kunnskap og erfaring. Som nemnt tidlegare, er det

mange som stiller spørsmål til at tilsette i offentlege venturekapitalfond har nok kompetanse og insentiv til å gjere ein like god, eller betre jobb enn private investorar. Alle tilsette i Investinor har høgare utdanning, og mange har også entreprenør- og leiarerfaring. Dei tilsette har utdanning og erfaring innan ulike bransjar og fagområde. Dette kan kome godt med når dei i eigarfasen av ei investering skal bidra med verdiaukande aktivitetar som å ta styreverv i porteføljeselskapa sine. Dei tilsette skal drive aktivt eigarskap og assistere porteføljeselskapa med nettverk og rådgiving (Investinor, 2008, s.8).

Dei tilsette får ei variabel lønning, kor ein del er fast og noko av lønna er knytt til selskapets resultat, og den tilsette sin prestasjon og medverknad til verdiskapinga (Investinor, 2019). Moglegheita til å kunne tene ein ekstra bonus kan gje dei tilsette insentiv til å gjere ein ekstra god jobb. På denne måten kan ein sameine den tilsette sine mål med både Investinor sine mål og porteføljeselskapa sine mål. Lønningane til dei tilsette kan, som nemnt tidlegare, skape eit dilemma for politikarane. For å tiltrekke seg og behalde dei beste tilsette må Investinor ha lønningar som er konkurransedyktige, men for høge lønningar kan skape unøye hos skattebetalarane.

Ved å finne netto årsinntekt i 2019 frå skattelistingane fann eg at dei tilsette med tittelen «Investeringsdirektør» hadde ei gjennomsnittleg inntekt på over 1,9 millionar kroner. Dei tilsette med tittelen «Investment Manager» hadde ei gjennomsnittleg inntekt på omtrent 0,9 millionar kroner. Etersom dette er inntekter henta frå skattelistingane, vil beløpa vere ein kombinasjon av lønnsinntekt i tillegg til annan inntekt. Dette kan gje feilkjelde ettersom inntekta ikkje nødvendigvis spegla lønnsnivået i Investinor. Likevel var inntektene relativt jamne for dei tilsette med same tittel, med unntak av ein person med tittelen investeringsdirektør som hadde ein inntekt på 4,5 millionar. Etersom noko av denne inntekta truleg kjem av andre inntekter, vil ei meir sannsynleg gjennomsnittleg inntekt vere på omtrent 1,5 millionar for tilsette med denne tittelen. Frå årsrapporten 2020 fann eg at administrerande direktør i Investinor hadde i 2020 ei årslønn på over 2,9 millionar kroner, medan finansdirektør hadde ei årslønn på 1,6 millionar kroner. Lønna er ifølge Investinor sine årsrapportar konkurransedyktige, men ikkje lønnsleiande. Til tross for at lønningane ikkje er leiande, har leiarlønningane framleis blitt diskutert i media for å vere for høge.

Ein anna faktor som kan skape insentiv for dei tilsette til å gjere ein god jobb, er faren for at selskapet skal miste direkteinvesteringsmandatet sitt eller bli lagt ned. Investinor sin framtid har vore oppe til diskusjon i Stortinget og media opptil fleire gonger. Forslaget frå regjeringa i

2016 og 2019 var at direkteinvesteringsmandatet skulle bytast bort med ei fond-i-fond løysing. Grunnen til at dei ville endre mandatet er at Investinor står for ein stor utgiftspost for staten, kombinert med at selskapet ikkje har gitt tilfredsstillande avkastningar (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a; NOU 2018: 5).

Forslaget i 2016 og i 2019 enda med ei avgjersle om å vidareføre direkteinvesteringsmandatet. I 2019 var det også bestemt at Investinor i løpet av 2020 skulle få nytt mandat for fonds- og matchinginvesteringar, i tillegg til at selskapet skulle få overført investeringsmandat innan presåkorn- og såkornfond frå Innovasjon Norge (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019a; NOU 2018: 5; Næringskomiteen, 2016; Investinor, 2020b). Det nye mandatet inneberer at nokon av investeringane til Investinor vert investert i form av ei fond-i-fond løysing, og nokon ved matching. Matcheordninga går ut på at minst 30 prosent av investeringa skal kome frå ein uavhengig privat investor. Det nye mandatet vil føre lågare kostnader enn ved direkteinvesteringar, ettersom dei private fondsforvaltarane eller investorane står for arbeidet med å velje ut og følgje opp selskapa som vert investert i (Investinor, 2020a).

5.3 Suksessindikator

For å svare på problemstillinga vil eg også sjå på korleis Investinor ligg an målt opp mot to suksessindikatorar, exit og avkastning.

5.3.1 Exit

I studiar av offentlege venturekapital selskap er det vanleg å bruke børsnoteringar og vidaresal av porteføljeselskapa som eit mål på suksess ifølgje Brander et al. (2015). Grunnen til at ein ofte brukar dette som ein suksessindikator er mangel på data på avkastningar. Luukkonen et al. (2013) fann at offentlege venturekapitalselskap var dårlegare på exit-planlegging enn private venturekapitalistar.

For å sjekke korleis Investinor har prestert når det kjem til avhendingar av investeringane sine har eg har samla inn data på sal, børsnotering og konkursar. Eg har henta inn informasjon ved å sjå på årsoppgåvene til Investinor, informasjon i media og informasjon frå Investinor sin nettside. I perioden 2009 til 2019 er det gjennomført 25 avhendingar til saman. Desse har eg

delt inn i fem kategoriar: børsnoteringar, konkursar, investering ikkje svart til forventningane, lønnsame sal og sal til ukjent pris.

I diagrammet under kan ein sjå at ni av investeringane har blitt avhendt som følge av at porteføljeselskapet ikkje har oppnådd dei måla og resultata som Investinor hadde ei forventning om. Tre av porteføljeselskapa har gått konkurs i løpet av Investinor sin eigarperiode. Til saman har Investinor gjennomført sju suksessfulle avhendingar i løpet av 2009-2019, kor tre selskap er børsnotert og fire er seld med høge avkastningar. På seks av avhendingane har verken Investinor eller media skriven forklaring for avhending eller kva beløp selskapet vart seld for, dette kan gje ei feilkjelde til resultata. Etersom Investinor vanlegvis skriv om sal kor dei oppnår høge gevinstar, er desse investeringane truleg ikkje veldig lønnsamme.



Figur 5. 8: Suksessindikator

5.3.2 Avkastning

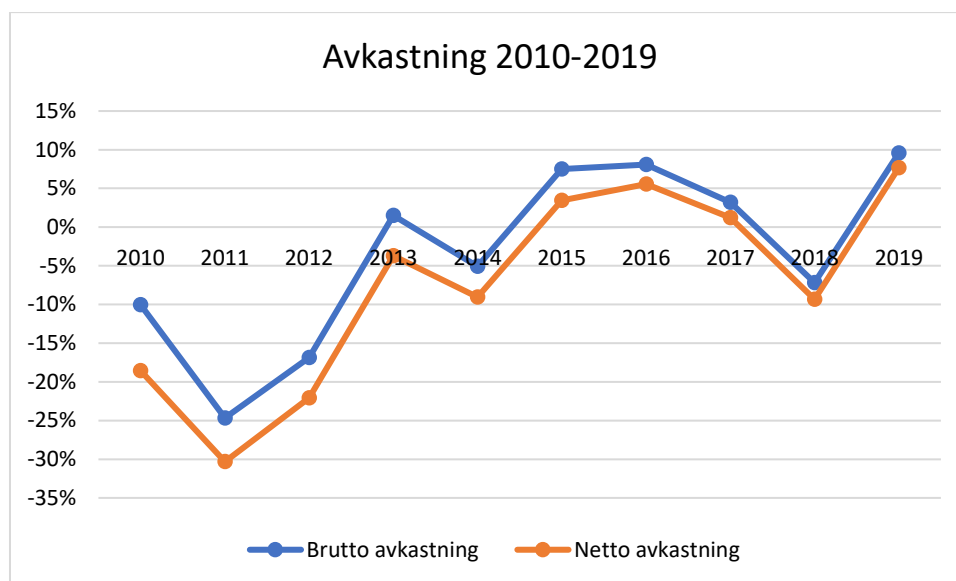
Ein anna måte å måle Investinor sin suksess på er ved å sjå på avkastningane selskapet har oppnådd. Avkastning i venturekapitalselskap kan vere knytt til kor stor vekst selskapet har hatt frå investeringa tok stad og fram til exit. Colombo et al. (2016) fann at offentlege venturekapitalselskap har mindre effekt på veksten til porteføljeselskapa sine, enn private venturekapitalselskap har. No vil eg undersøke kva avkastningar Investinor har hatt frå 2010 til 2019.

Avgrensingar i tilgjengeleg data gjorde at eg valde å rekne ut netto og brutto avkastning med bruk av data frå årsoppgåvene. Eg brukte desse formlane for å kome fram til avkastningane:

$$\text{Netto avkastning} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Verkeleg verdi på porteføljen}}$$

$$\text{Brutto avkastning} = \frac{\text{Driftsinntekt}}{\text{Verkeleg verdi på porteføljen}}$$

Av diagrammet under kan ein sjå utviklinga på avkastningane til Investinor frå 2010 til 2019. Ein kan sjå at selskapet starta med store negative avkastningar, som gradvis har betra seg over tid. Dette kan vere teikn på at investeringane føl ei j-kurve. Dett er eit kjent fenomen innan venturekapitalinvesteringar som går ut på at ein investerer i nyetablerte selskap som brukar tid på å bli lønnsame. Dette inneberer dermed at ein typisk startar med tap dei første åra, men når porteføljeselskapa får nokre år på å modne og auke i verdi, vil ein kunne oppnå gradvis høgare avkastningar (Corporate Finance Institute, 2021; Investinor, 2008). Ein kan sjå teikn til ei j-kurve mellom 2010 og 2013, men i perioden 2013 til 2019 kan ein sjå at avkastningane går opp og ned fleire gonger. Gjennomsnittleg avkastning i løpet av ni-årsperioden er på omtrent minus tre prosent for brutto avkastning, og minus åtte prosent for netto avkastning.

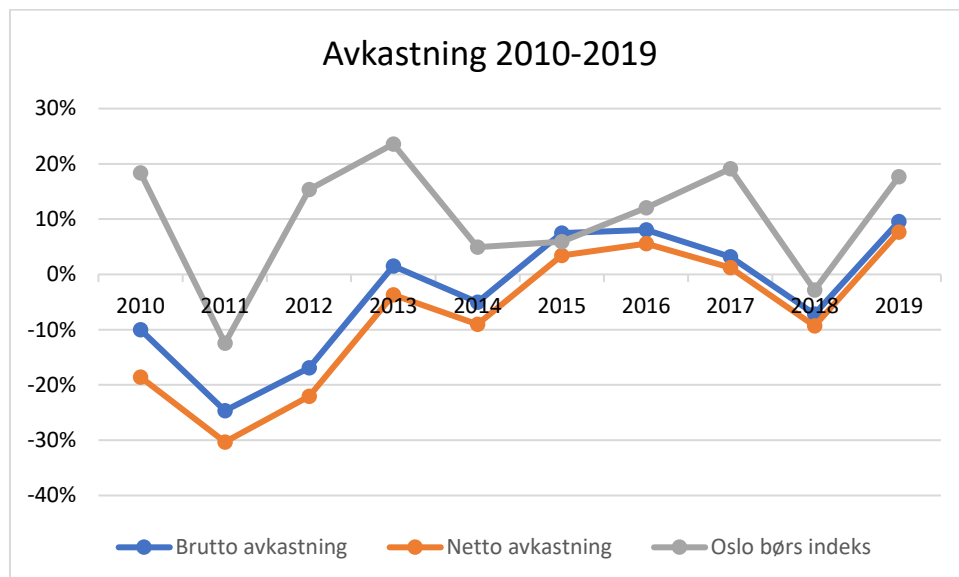


Figur 5. 9: Avkastning 2010-2019

Dersom ein samanliknar avkastningane til Investinor med hovudindegjen til Oslo børs, kan ein få eit anna bilete resultat Investinor har levert frå 2010 til 2019. Data på indeksen fann eg på Euronext sin nettside. Indeksen i figuren under viser prosentvis prisendring på pris ved årsslutt i tidsperioden 2010-2019. Ein kan sjå av diagrammet under at indeksen og Investinor sine avkastningar føl kvarandre, men at hovudindegjen er jamt over høgare. Forskjellen mellom Investinor og hovudindegjen ser ut til å minke over tid, noko som kan støtte j-kurve

hypotesen. Forklaringa på at dei føl kvarandre er at selskapa som er i Investinor og selskapa som er under hovudindeksen, opererer i same marknad. Dette betyr at dei begge vil rammast av dårlege økonomiske tider, og begge vil auke i verdi i gode økonomiske tider.

Ettersom Investinor gjennomfører høg-risiko investeringar, burde ein kunne forvente at dette også førte til høge avkastningar. Derfor burde ein også kunne forvente at avkastningane til Investinor oversteig Oslo Børs indeksen. Ettersom Investinor gir dårlegare avkastningar enn indeksen kan dette gje ein indikasjon på at Investinor ikkje oppfyller målet til staten om at Investinor skal levere høgast mogleg avkastning over tid (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019b).



Figur 5. 10: Oslo Børs Indeks

6. Konklusjon

I denne oppgåva har eg gjennom bruk av litteratur- og caseanalyse forsøkt å svare på om det er støtte i litteraturen for bruk av offentlege venturekapitaltilta, kva som er optimalt design for eit slikt tiltak, og om desse funna indikerer at Investinor kjem til å bli ein suksess eller ikkje. Litteraturstudiet er organisert ved bruk av funksjonskart. Casestudiet er gjennomført ved innsamling av informasjon frå årsrapportane til Investinor, i tillegg var noko av informasjonen henta frå nettisiden til Investinor, media og Euronext. Informasjonen vart organisert inn i eit datasett i Excel, som eg brukte til å tilarbeide og visualisere informasjonen i form av diagram.

I første del av litteraturanalysen undersøkte eg om litteraturen indikerte at offentlege venturekapitaltiltak førte til ein crowd-in effekt på marknads- og selskapsnivå. Dette betyr at auka offentleg innblanding i venturekapitalmarknaden kan føre til at fleire private venturekapitalselskap investerer i marknaden, eller offentleg innblanding kan føre til at fleire private venturekapitalselskap investerer i selskap, sektorar eller områder som dei elles ikkje ville investert i. Investinor kan bidra til ein slik effekt ved at dei alltid må ha med seg andre investorar når dei skal investere i eit selskap. Ein konsekvens av dette kan vere at investorar gjennomfører investeringar i fasar, sektorar, områder som dei elles ikkje ville investert i.

I andre del av litteraturanalysen undersøkte eg kva strategiar for å redusere informasjons- og agentkostnadane i venturekapitalmarknaden. Eg fann at offentlege venturekapitalselskap burde ha fokus på insentiv, gjennomføre gradvis finansiering, gjennomføre grundig screening, tilsette dyktige folk, ta ei aktiv rolle i selskapet og vere fleksibel til endring. Deretter undersøkte eg i kva grad Investinor innfrir desse anbefalingane. Eg fann at selskapa som vurderast av Investinor må gjennom ein grundig screening-prosess i forkant av ei eventuell investering. Selskapa som oppnår investeringar får deretter finansiering i fleire omgangar, og Investinor tek ei aktiv rolle i selskapet. Dei tilsette i Investinor er høgt kvalifiserte i form av høgare utdanningar og erfaringar frå venturekapitalbransjen. Dei tilsette har insentiv til å gjere ein god jobb i form av at dei kan oppnå bonus dersom dei leverer gode resultat.

Til slutt undersøkte eg Investinor sine avhendingar og avkastningar i tidsperioden 2010 til 2019. Eg fann at 7 av 25 avhendingar har vore suksessfulle og at selskapet har hatt relativt låge avkastningar i tidsperioden 2010 til 2019, spesielt samanlikna med hovudindeksen.

Oppsummert ser Investinor ut til å bli ein suksess ut frå funna i første og andre forskingsspørsmål, men ser ikkje ut til å bli ei suksess dersom ein ser på suksessindikatorane.

7. Litteraturliste

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
doi:10.2307/1879431
- Alperovych, Y., Groh, A., & Quas, A. (2020). Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs. *Research policy*, 49(10), DOI: 10.1016/j.respol.2020.104051
- Andersen, G. (2008). Forskningsprosessen: et veiledningshefte for elever i videregående skoletrinn. Henta frå <https://holbergprisen.no/nb/holbergprisen-i-skolen/2-metode-og-forskningsdesign>
- Argentum. (2021a). Aktivt eierskap skaper verdier. Henta 13.mai 2021 frå <https://argentum.no/nb/>
- Argentum. (2021b). The state of Nordic private equity 2020. Henta 16.mai 2021 frå <https://info.argentum.no/StateofNordicPE2020/34/sec/1>
- Aubert, V. (1972). *Det skjulte samfunn* (B. Alstad, Overs. 2.utg.) Oslo: Pax.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Quas, A. (2019). The Role of Governmental Venture Capital in the Venture Capital Ecosystem: An Organizational Ecology Perspective. *Entrepreneurship theory and practice*, 43(3), 611-628.
doi:10.1177/1042258717735303
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of financial economics*, 47(3), 243-277.
doi:10.1016/S0304-405X(97)00045-7

- Brander, J. A., Du, Q., & Hellmann, T. (2015). The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*, 19(2), 571-618. doi:10.1093/rof/rfu009
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance* (12.utg.). New York: McGraw-Hill Education.
- Bredesen, I. (2019). *Investering og finansiering* (6.utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Callagher, L. J., Smith, P., & Ruscoe, S. (2015). Government roles in venture capital development: a review of current literature. *Journal of entrepreneurship and public policy*, 4(3), 367-391. doi:10.1108/JEPP-08-2014-0032
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2016). Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of technology transfer*, 41(1), 10-24. doi:10.1007/s10961-014-9380-9
- Corporate Finance Institute. (2020). J curve. Henta 15.mai 2021 frå <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/j-curve/>
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of business venturing*, 21(5), 569-609. doi:10.1016/j.jbusvent.2005.06.002
- Dahlum, S. (2021). Validitet I *Store norske leksikon*. Henta 05.mai 2021 frå <https://snl.no/validitet>
- De Meza, D. (2002). OVERLENDING? *The Economic journal (London)*, 112(477), F17-F31. doi:10.1111/1468-0297.00681
- del-Palacio, I., Zhang, X. T., & Sole, F. (2012). The capital gap for small technology companies: public venture capital to the rescue? *Small business economics*, 38(3), 283-301. doi:10.1007/s11187-010-9275-6
- Euronext. (2021). Oslo Børs Benchmark Index_GI. Henta 14.juni 2021 frå

<https://live.euronext.com/nb/product/indices/NO0007035327-XOSL>

- Gilson, R. J. (2003). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, 55(4), 1067-1103.
- Gilson, R. J., & Kraakman, R. H. (1984). The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia law review*, 70(4), 549-644. doi:10.2307/1073080
- Gompers, P., & Lerner, J. (1999). *Capital formation and investment in venture markets: A report to the NBER and the Advanced Technology Program*. Rapport GCR-99-784. Washington: Advanced Technology Program, National Institute of Standards and Technology, US Department of Commerce.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2016). *Metode og dataanalyse : beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP, Excel og SPSS* (3. utg. ed.). Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Gründerskolen. (2021). Om oss. Henta 19.mai 2021 frå <https://grunderskolen.no/om-oss/>
- Hart, C. (1998). *Doing a literature review : Releasing the social science research imagination*. London: Sage Publications.
- Ibrahim, D. M. (2019). PUBLIC OR PRIVATE VENTURE CAPITAL? *Washington law review*, 94(3), 1137-1174.
- Innovasjon Norge. (2021). Kort om oss. Henta 13.mai 2021 frå <https://www.innovasjonnorge.no/no/om/hva-gjor-vi/>
- Investinor. (2008). *Investinors årsrapport 2008*. Henta frå <https://www.investinor.no/om-oss/rapporter/>
- Investinor. (2009). *Investinors årsrapport 2009*. Henta frå <https://www.investinor.no/om-oss/rapporter/>

Investinor. (2010). *Investinors årsrapport 2010*. Henta frå <https://www.investinor.no/om-oss/rapporter/>

Investinor. (2011). *Investinors årsrapport 2011*. Henta frå <https://www.investinor.no/om-oss/rapporter/>

Investinor. (2012). *Investinors årsrapport 2012*. Henta frå <https://www.investinor.no/om-oss/rapporter/>

Investinor. (2013). *Investinors årsrapport 2013*. Henta frå https://www.investinor.no/aarsrapport_2013/

Investinor. (2014). *Investinors årsrapport 2014*. Henta frå https://www.investinor.no/aarsrapport_2014/index.html

Investinor. (2015). *Investinors årsrapport 2015*. Henta frå <https://www.investinor.no/arsrapport-2015/>

Investinor. (2016). *Investinors årsrapport 2016*. Henta frå <https://www.investinor.no/aarsrapport-2016/>

Investinor. (2017). *Investinors årsrapport 2017*. Henta frå <https://www.investinor.no/aarsrapport-2017/>

Investinor. (2018). *Investinors årsrapport 2018*. Henta frå <https://www.investinor.no/arsrapport-2018/>

Investinor. (2019). *Investinors årsrapport 2019*. Henta frå <https://www.investinor.no/om-oss/rapporter/>

Investinor. (2020a). *Investinors årsrapport 2020*. Henta frå <https://investinor.no/rapporter/>

Investinor. (2020b, 27.mai). Bygger kraftsenter innen norsk venture. Henta 12.juni frå <https://investinor.no/bygger-kraftsenter-innen-norsk-venture/>

Investinor. (2021). Investeringer. Henta 10.mai 2021 frå <https://investinor.no/investeringer/>

Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)*, 6(3), 241-289. doi:10.1016/S0929-1199(00)00003-1

Johnsen, P. F. F., & Grimsby, G. (2021). *Verdiskapingsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge*. (Menon-rapport nr.3) Henta frå <https://www.nvca.no/rapporter/verdiskaping/>

Jääskeläinen, M., Maula, M., & Murray, G. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research policy*, 36(7), 913-929. doi:10.1016/j.respol.2007.02.021

Kirihata, T. (2018). Japanese government venture capital: what should we know? *Asia Pacific journal of innovation and entrepreneurship (Online)*, 12(1), 14-31. doi:10.1108/APJIE-11-2017-0040

Knudsen, G. (2009, 14.februar). Kommandittselskap I *Store norske leksikon*. Henta 11.mai 2021 frå <https://snl.no/kommandittselskap>

Kovner, A., & Lerner, J. (2015). Doing Well by Doing Good? Community Development Venture Capital. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(3), 643-663. doi:10.1111/jems.12100

Leleux, B. t., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of business venturing*, 18(1), 81-104. doi:10.1016/S0883-9026(01)00078-7

Lerner, J. (1994). The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial management*, 23(3), 16-27. doi:10.2307/3665618

Lerner, J. (2002). WHEN BUREAUCRATS MEET ENTREPRENEURS: THE DESIGN OF EFFECTIVE 'PUBLIC VENTURE CAPITAL' PROGRAMMES. *The Economic journal (London)*, 112(477), F73-F84. doi:10.1111/1468-0297.00684

- Lerner, J. (2010). The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small business economics*, 35(3), 255-264. doi:10.1007/s11187-010-9298-z
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press.
- Lerner, J., & Watson, B. (2008). The public venture capital challenge: the Australian case. *Venture capital (London)*, 10(1), 1-20. doi:10.1080/13691060701605538
- Lim, S., & Kim, Y. (2015). How to Design Public Venture Capital Funds: Empirical Evidence from South Korea. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 843-867. doi:10.1111/jsbm.12109
- Luukkonen, T., Deschryvere, M., & Bertoni, F. (2013). The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, 33(4-5), 154-162. doi:10.1016/j.technovation.2012.11.007
- Norsk Venturekapitalforeining [nvca]. (2021). Aktive eierfond bidrar til vekst og verdiskaping. Henta 9.mai 2021 frå <https://www.nvca.no/forside/aktive-eierfond-bidrar-til-vekst-og-verdiskaping/>
- NOU 2018: 5. (2018). Kapital i omstillingens tid — Næringslivets tilgang til kapital. Henta frå <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2018-5/id2590735/?ch=8>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2012). *Verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF*. (Meld. St. 22 (2011–2012)). Henta frå <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-22-20112012/id680173/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2019a). *FOR BUDSJETTÅRET 2020*. (Prop. 1 S (2019–2020)). Henta frå <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-s-20192020/id2671475/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2019b). *Statens Eierberetning*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/statlig-eierskap/andre-relevante-dokumenter/id737457/>

Næringskomiteen. (2016). *Innstilling fra næringskomiteen om bevilgninger på statsbudsjettet for 2017, kapitler under Nærings- og fiskeridepartementet og Landbruks- og matdepartementet (rammeområdene 9, 10 og 11)*. (Innst. 8 S (2016–2017)). Henta frå <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2016-2017/inns-201617-008s/>

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business Analysis and Valuation: IFRS edition*. (5.utg). UK: Cengage learning

Proff (2021). Henta frå <https://proff.no/>

Saunders M. N. K., Lewis P., & Thornhill A. (2015). *Research Methods for Business Students*. (7.utg) [VitalSource Bookshelf]. England: Pearson Education Limited. Henta frå <https://bookshelf.vitalsource.com/#/books/9781292016641/>

Sirnes, E. (2021, 5.mai). Oppkjøpsfond I *Store norske leksikon*. Henta 10.mai 2021 frå <https://snl.no/oppkj%C3%B8psfond>

Skatteetaten. (2021). Inntektsfradrag ved investering i oppstartselskap (aksjeselskap) - skatteincentivordningen. Henta 19.mai 2021 frå <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/aksjer-og-verdipapirer/om/skatteincentivordningen/>

Smith, E. M., & Thomasson, A. (2018). The Use of the Partnering Concept for Public–Private Collaboration: How Well Does it Really Work? *Public organization review*, 18(2), 191-206. doi:10.1007/s11115-016-0368-9

Snyder, C., Stewart, R., & Nicholson, W. (2015). *Microeconomic theory : basic principles*

and extensions (Europe, Middle East & Africa edition). Andover: Cengage Learning.

Støren, I. (2013). *Bare søk!* (2.utg.). Oslo: Cappelen Damm

Sørheim, R., & Isaksen, E. (2008). *Notat: Unge bedrifters kapitalbehov og det offentlige rolle*. Henta frå <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/unge-bedrifters-kapitalbehov-og-det-offe/id611384/>

Ungt entreprenørskap [UE]. (2021). Om oss. Henta 19.mai 2021 frå <https://www.ue.no/om-oss>

Validé. (2021). Hva er teknologioverføring? Henta 19.mai 2021 frå <https://valide.no/tto>

Vestlandets Innovasjonsselskap [VIS]. (2021). Om oss. Henta 19.mai 2021 frå <https://www.visinnovasjon.no/om-oss/>

Yin, R. (2018). *Case study research and applications : Design and methods* (6.utg.). Los Angeles, California: SAGE

8. Vedlegg

Relevanstabell

RELEVANSTABELL			
Tittel	Forfattar(-ar)	Årstal	Relevans
Governmental venture capital for innovative young firms	Massimo G. Colombo, Douglas J. Cumming, Silvio Vismara	2016	Middels
Bridgeting the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs	Yan Alperovych, Alexander Groh, Anita Quas	2020	Høg
Crowding out private equity: Canadian evidence	Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh	2006	Låg
Doing Well by Doing Good? Community Development Venture Capital	Anna Kovner, Josh Lerner	2015	Låg
Overlending?	David de Meza	2002	Låg
Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds	Mikko Jääskeläinen, Markku Maula, Gordon Murray	2007	Låg
Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis	Benoît Leleux, Bernard Surlemont	2003	Middels
Public or private venture capital?	Darian M. Ibrahim	2019	Låg
The capital gap for small technology companies: public venture capital to the rescue?	Itxaso del-Palacio, Xiaotian Tina Zhang, Francesc Sole	2012	Middels
The determinants of venture capital funding: evidence across countries	Leslie A. Jeng, Philippe C. Wells	2000	Låg

Tittel	Forfatter(-ar)	Årstal	Relevans
The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence	James A. Brander, Qianqian Du, Thomas Hellmann	2015	Høg
The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital	Josh Lerner	2010	Låg
The public venture capital challenge: the Australian case	Josh Lerner, Brian Watson	2008	Låg
The Role of Governmental Venture Capital in the Venture Capital Ecosystem: An Organizational Ecology Perspective	Fabio Bertoni, Massimo G. Colombo, Anita Quas	2019	Høg
The syndication of venture capital investments	Joshua Lerner	1994	Låg
The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds	Terttu Luukkonen, Matthias Deschryvere, Fabio Bertoni	2013	Høg
The Use of the Partnering Concept for Public-Private Collaboration: How Well Does it Really Work?	Elin Marianne Smith, Anna Thomasson	2018	Låg
When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes	Josh Lerner	2002	Høg
How to Design Public Venture Capital Funds: Empirical Evidence from South Korea	Sojin Lim, Yeonbae Kim	2015	Høg
Japanese government venture capital: what should we know?	Tetsuya Kirihata	2018	Låg
Engineering a venture capital market: Lessons from the American experience	Ronald J. Gilson	2003	Middels
Boulevard of Broken Dreams	Josh Lerner	2009	Høg

Tabell Vedlegg 1: Relevanstabell