

Det norske Private Equity-markedet

Har Private Equity-fondenes tilnærming til porteføljeselskapet før investeringsbeslutningen foretas endret seg etter finanskrisen?

Cecilie Fagerbakke og Christian O. Gausdal

Veileder: Professor Frode Sættem

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon
Hovedprofil Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne masteravhandlingen er avsluttende del av det femårige mastergradstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Oppgaven skrives innenfor hovedprofilen Finansiell Økonomi og produseres høst 2011. Begge forfatterne skriver oppgaven under sitt tredje semester i mastergradsutdannelsen og tilbringer fjerde og siste semester som utvekslingsstudent i hhv. Sør-Korea og USA.

Gjennom arbeidet med studien har vi fordypet oss innen fagfeltet Private Equity og studert hvordan den finansielle krisen, som slo ut i full blomst høsten 2008, har påvirket det norske Private Equity-markedet. Interessen for emnet ble vekket for alvor i kurset FIE436 Venture Capital, Private Equity and IPO`s som vi begge tok sammen. Begge forfatterne har også tatt kurset FIE431 Krakk og kriser, som sammen med FIE436 Venture Capital, Private Equity and IPO`S danner utgangspunktet for oppgavens tilnærming. Spesielt utfordrende har vært datagrunnlaget vi har samlet inn, hvorav antallet observasjoner var for lite til å tilfredsstillende statistiske analyser. Det har også vært utfordrende, men svært lærerikt, å lese seg opp og utvise kildekritikk på skogen av litteratur når det gjelder Private Equity-fonds evalueringskriterier, Private Equity-markedet og fondsstruktur.

En stor takk rettes til vår veileder professor Frode Sættem for gode råd og nyttige innspill under arbeidet med oppgaven. Vi ønsker også å takke alle Private Equity-fondene som har besvart vår undersøkelse med gode og detaljerte svar, og Arild Sckanke for god hjelp med bruk av programmet Qualtrics. En stor takk rettes også til Argentum, ved Henning Fredriksen og Jon Fredrik L. Vassengen for intervjuavtale. Vi ønsker videre å takke Finn Kinserdal, Ernst & Young, som bidro med verdifull tilbakemelding ved operasjonalisering av spørsmålene i spørreskjemaet. Sist, men ikke minst, rettes det stor takknemmelighet til Anita Olaisen for gjennomlesning og korrektur.

Bergen, Høst 2011.

Cecilie Fagerbakke

Christian O. Gausdal

Sammendrag

I denne oppgaven har vi sett på hvordan finanskrisen har påvirket Private Equity-fondenes tilnærming til porteføljeselskapet, ved å ta utgangspunkt i evalueringskriterier bransjen benytter seg av ved seleksjon av bedriftene. I kartlegging av etablerte evalueringskriterier har vi studert tidligere litteratur på området for å finne fram til hvilke kriterier Private Equity-fondene vurderer porteføljeselskapet ut fra. Videre har vi utformet en spørreundersøkelse, som vi har sendt ut til alle Private Equity-fond registrert hos Norwegian Venture Capital Association (NVCA) per mai 2011. Vi har valgt å ta utgangspunkt i aktører registrert hos NVCA på grunn av at vi dermed kan i større grad anvende rapporteringen i NVCA sine aktivitetsrapporter som sparringspartner når datamaterialet fra PE-fondene tolkes.

Videre har vi hatt intervju med Argentum, hvor vi både fikk bekreftet, avkreftet og diskutert tendensene i det norske Private Equity og forløpet frem til i dag. I drøftelsen har vi utført blant annet regresjonsanalyse for å studere hvordan Private Equity-markedet påvirkes av økonomiske konjunkturer, og dernest utformet en faktoranalyse for å identifisere dimensjoner Private Equity-aktørene vurderer som mer viktig i forhold til seleksjon av porteføljeselskap nå, kontra før, finanskrisen. Krysskorrelasjonsanalyse anvendes for å kartlegge hvordan respondentene besvarer ulike spørsmålskriterier.

Våre resultater tenderer til at Private Equity-aktørene gir økt viktighet til hovedsakelig tre faktorer, hvilke er nåværende virksomhet, tiltro til produktet og markedsrisiko. Vi finner også at resultatene våre korresponderer til en viss grad overens med tidligere studier, samt at det tenderer til at Private Equity-aktørene angir større viktighet til evalueringskriterier, som litteraturen angir som viktige.

Innholdsfortegnelse

FORORD	3
SAMMENDRAG	5
INNHOLDSFORTEGNELSE	7
FIGUROVERSIKT	11
TABELLOVERSIKT	13
APPENDIXOVERSIKT	15
1. INNLEDNING	17
1.1 MOTIVASJON	17
1.2 PROBLEMSTILLING	18
2. HVA ER PRIVATE EQUITY	20
2.1 PRIVATE EQUITY	20
2.2 HVA GJØR EN PE-AKTØR.....	20
2.3 KATEGORISERING AV PE.....	22
2.4 BRANSJESPECIALISERING	23
2.5 KOINVESTERING.....	24
2.6 ORGANISERING AV PE-MARKEDET	25
2.6.1 <i>Bakgrunn</i>	25
2.6.2 <i>Aktørene i PE-markedet</i>	26
2.7 LIMITED PARTNERSHIP.....	29
2.7.1 <i>Fire kriterier for tilfredsstillelse av et Limited Partnership</i>	29
2.7.2 <i>PE-aktøren</i>	30
2.7.3 <i>Fondets levetid</i>	31
2.7.4 <i>Kompensasjon og kapitalbase</i>	32
2.8 SELEKTERING AV PORTEFØLJESELSKAPER	34

2.8.1	<i>PE-aktørens virksomhet fra deal flow til realisering</i>	35
2.8.2	<i>Due diligence</i>	36
2.9	DET NORSKE PE-MARKEDET	37
2.9.1	<i>Forvaltningskapital og kapitalinngang</i>	38
2.9.2	<i>Investeringsaktivitet</i>	41
3.	TEORETISK FUNDAMENT	43
3.1	ØKONOMISKE KONJUNKTURER	43
3.2	FINANSIELL KRISE	45
3.3	PECKING ORDER THEORY	47
3.4	AGENTTEORI	49
3.4.1	<i>Neoklassisk finansteori</i>	49
3.4.2	<i>Theory of the Firm</i>	50
3.4.3	<i>Aktualisering av agentteori</i>	52
3.4.4	<i>Rasjonalisering av PE og Limited Partnership som finansielt mellomledd</i>	55
4.	EVALUERINGSKRITERIER	58
4.1	EVALUERINGSKRITERIER I LYS AV TIDLIGERE FORSKNING	59
4.1.1	<i>Identifisering av evalueringsfaktorer</i>	59
4.1.2	<i>Risikofaktorer i relasjon til PE-aktørens investering</i>	60
4.1.3	<i>Presentasjon av studiene</i>	61
4.1.4	<i>Identifisering av risikofaktorer</i>	62
4.1.5	<i>Competative Risks</i>	63
4.1.6	<i>Bail-out Risk</i>	65
4.1.7	<i>Investment Risk</i>	65
4.1.8	<i>Management Risk</i>	67

4.1.9	<i>Implementation Risk</i>	69
4.1.10	<i>Leadership risk</i>	70
4.1.11	<i>Profitability of the Venture</i>	70
4.2	EVALUERINGSKRITERIER FRA SPØRREUNDERSØKELSEN	71
5.	METODE	79
5.1.1	<i>Kvantitativ metode</i>	79
5.1.2	<i>Kvalitativ metode</i>	80
5.2	DATAINNSAMLING	80
5.2.1	<i>Primær- og sekundærdata</i>	80
5.2.2	<i>Spørreundersøkelse</i>	82
5.3	DATAANALYSENS METODEVALG.....	86
6.	ANALYSE	88
6.1	PRESENTASJON AV DATAMATERIALET	88
6.2	DATAANALYSE.....	92
6.2.1	<i>Investeringsaktivitet</i>	93
6.2.2	<i>Hvordan vurderer PE-aktøren porteføljeselskapet?</i>	95
6.2.3	<i>Evalueringkriterier etter hovedgruppe</i>	97
6.2.4	<i>Risikofaktorer</i>	99
6.3	HVORDAN PÅVIRKER MAKROØKONOMI PE-MARKEDET?	106
6.4	EVALUERINGSKRITERIENE	109
6.4.1	<i>Topp ti evalueringkriterier</i>	109
6.4.2	<i>Faktoranalyse</i>	112
6.5	EMPIRISK DISKUSJON	115
6.5.1	<i>Tradisjonelle evalueringkriterier</i>	115

6.5.2	<i>Aktualisering - Nåværende virksomhet, tiltro til produktet og markedsrisiko</i>	116
6.5.3	<i>Investeringssummens størrelse</i>	118
6.5.4	<i>Makroøkonomiske uroligheter</i>	120
6.5.5	<i>Økt grad av risikoaversjon blant PE-fondene?</i>	122
7.	KRITISK DISKUSJON	124
7.1	TILFELDIGE BESVARELSER	124
7.2	VIKTIGE FAKTORER SOM IKKE PRESENTERES I SPØRREUNDERSØKELSEN	124
7.3	RELIABILITET	125
7.4	VALIDITET	126
7.5	STUDIENS KVALITET	127
8.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	129
9.	LITTERATURLISTE	132
10.	APPENDIX	142

Figuroversikt

Figur 2.1: Total Committed Capital.	39
Figur 2.2: Investeringsnivå totalt i bransjen.....	41
Figur 2.3: Antall investeringer.	42
Figur 3.1: Konjunkturer.....	44
Figur 3.2: Hyman Minskys kriseteorimodell.	46
Figur 6.1: Bransjefokus.....	91
Figur 6.2: Investeringsaktivitet før og etter finanskrisen	94
Figur 6.3: Produksjonsgap.	107

Tabelloversikt

Tabell 6.1: Sektorområder innen PE-bransjen.	89
Tabell 6.2: Alder på PE-fondene.....	90
Tabell 6.3: Restkapital.....	91
Tabell 6.4: Vurderingsmetode.....	96
Tabell 6.5: Evalueringskriterier.....	98
Tabell 6.6: Risikofaktorer før og etter finanskrisen.	100
Tabell 6.7: Avkastningsrisiko og implementeringsrisiko.....	101

Appendixoversikt

APPENDIX 10.1: GJ.S. NY- OG OPPFØLGINGSINVESTERING.	142
APPENDIX 10.2: INVESTERINGSRATER	142
APPENDIX 10.3: KORRELASJONSANALYSE.....	143
APPENDIX 10.4: EVALUERINGSKRITERIER ETTER HOVEDGRUPPE.....	145
APPENDIX 10.5: RISIKOFAKTORER	145
APPENDIX 10.6: HODRICK-PRESCOTT-FILTER	146
APPENDIX 10.7: REDEGJØRELSE FOR REGRESJONSANALYSE	147
APPENDIX 10.8: RESPONDENTENES RANGERINGS AV 25 EVALUERINGSKRITERIER .	149
APPENDIX 10.9: KRYSSKORRELASJONSANALYSE 25 EVALUERINGSKRITERIER	151
APPENDIX 10.10: FAKTORANALYSE.....	152
APPENDIX 10.11: CRONBACHS ALFA.....	153
APPENDIX 10.12: SPØRREUNDERSØKELSEN	154

1. Innledning

I dette kapittelet vil vi presentere studiens bakgrunn og motivasjon, problemstilling og oppbygningen av oppgaven. I det følgende vil vi argumentere for hvorfor problemstillingen er sentral, før vi deretter presenterer problemstillingen per se. Avslutningsvis vil vi redegjøre for studiens avgrensning og presentere studiens videre oppbygning.

1.1 Motivasjon

I denne avhandlingen studerer vi finanskrisens påvirkning på norske PE-fond, hvor vi ønsker å kartlegge om de siste års hendelser i det økonomiske markedet har medført endring i PE-fondenes tilnærming til porteføljeselskapet før investeringsbeslutningen foretas.

Finanskrisen var det største tilbakeslaget i vestlig økonomi siden den store depresjonen utløst av Wall Street-krakket i 1929. Finanskrisens utløp beskrives som klassisk i relasjon til etablert kriseteori, og følger et etablert mønster av vekst, overoppheting, krakk og tilbakeslag (Grytten, 2010A). I kapittel 3.2. redegjør vi for Hyman Minsky sin krisemodell, som kan benyttes for å beskrive finanskrisens forløp. I det følgende beskrives kort finanskrisens utløp, som bakgrunnsmateriale til denne studien.

Etter sterk økonomisk vekst i de vestlige økonomiene siden dot-com-krakket på starten av millenniumskiftet, så det stopp når investeringsbanken Lehman Brothers søkte om konkursbeskyttelse 14. september 2008. Et finansielt marked, som allerede var dominert av finansielle ubalanser siden 2007, begynner umiddelbart å vakle etter offentliggjørelsen om at USAs fjerde største investeringsbank går overende.

Finanskrisen var drevet av tre separate hendelser, hvilke var kredittkrise, boligboblekrakk og børsboblekrakk. Fram til Lehman Brother-kollapsen var kredittmarkedet i vesten preget av overekspansjon, dårlig risikovurdering og risikospredning. Kredittmarkedet, spesielt i USA, hadde engasjert seg betraktelig i sub-prime-lån, som ble pakket inn i obligasjonsprodukter og spekulert i av finansaktørene. Når sub-prime-markedet sprakk, som følge av at husholdninger misligholdt boliglåns gjelden, medførte dette at finansinstitusjonene pådro seg betydelige tap i forbindelse med stor risikoeksponering ved obligasjonsprodukter. Dette førte til risikoaversjon i kredittmarkedet og pengemarkedsrenter i vesten ble særlig trykkende, noe som framprovoserte en likviditetskrise i kredittmarkedet ved at finansinstitusjonene ikke

lenger maktet å finansiere seg. Krisen i kreditt- og boligmarkedet ble akkompagnert av aksjekrakk i vestlige økonomier. Etter dot-com-krakket i 2001 hadde aksjemarkedet i vesten opplevd en sterk ekspansiv utvikling og økonomiene viste tydelige tegn på overoppheting. Hovedindeksen på Oslo Børs falt med 64 % fra 22. mai 2008 til 20. november 2008 og boligprisfallet i Norge i kalenderåret 2008 var 8,8 %. Den finansielle krisen spredte seg over til konjunktorene og medførte en realøkonomisk krise i vestlige økonomier, ved at finanskrisen, som var drevet av for stor låneaktivitet, ble løst ved nettopp giring av offentlig sektor primært og privat sektor sekundært. BNP, industriproduksjon og eksport for Europa ble redusert med hhv. 6%, 21,6% og 22,6% fra andre kvartal 2008 til andre kvartal 2009. Konsekvensen har blitt at vesten har trådt inn i en statsfinansiell krise, som preger det finansielle markedet i Europa og USA. Frykten for at det skal utløses en ny bankkrise er stor, blant annet gjenspeilet av at det er rekordstore innskudd fra utenlandske bankkunder i norske banker i dag¹.

1.2 Problemstilling

På bakgrunn av finanskrisen vil en interessant problemstilling være å se på hvilken innvirkning finanskrisen har hatt på norske Private Equity-aktører. Private Equity-fond investerer hovedsakelig i ikke-sykliske selskaper og har lang investeringshorisont, med tilhørende illikvide investeringer. Fra Norwegian Venture Capital Association (NVCA) og Argentum er det klart at investeringsaktiviteten i det norske Private Equity-markedet har blitt redusert fra før, til etter, finanskrisen. Derimot svarer ikke rapporteringen fra NVCA eller Argentum i hvilken grad Private Equity-fondene har blitt påvirket av de økonomiske hendelsene, annet enn at antall gjennomførte investeringer har blitt redusert. I intervju med Argentum 03.10.2011 kommer det fram at Private Equity-aktørens investeringsvillighet ikke er påvirket av konjunkturer, men at Private Equity-markedets investeringsnivå forklares av redusert kapitalinngang. Likevel, er det virkelig slik at Private Equity-aktørene ikke har endret holdning tilknyttet selektering av porteføljeselskaper før, kontra etter, finanskrisen?

For å studere hvordan Private Equity-fondene har blitt påvirket av finanskrisen velger vi å ta utgangspunkt i evalueringskriterier litteraturen gjengir som sentrale for Private Equity-

¹ Dagens Næringsliv, 13.12.2011: Melder om at utenlandske innskudd i norske banker har økt med 170 milliarder NOK siden forrige kvartal, hvilket reflekterer relativ stor grad av risikoaversjon i Europa.

aktøren under seleksjon av potensielle porteføljeselskaper. Vi utarbeidet deretter en spørreundersøkelse, hvor vi ber Private Equity-fondene å svare på relativ viktighet av 25 evalueringskriterier før, kontra etter, finanskrisen. I tillegg kartlegger vi hvilke evalueringskriterier, samt risiko, som vurderes sentralt av Private Equity-fondene. På den måten søker vi å kartlegge hvordan, og i hvor stor grad, Private Equity-aktørene isolert har blitt påvirket av de økonomiske nedgangstidene.

I oppgaven vil vi først gjøre rede for Private Equity som investeringsklasse og beskrive Private Equity-markedets generelle karakteristika. I relasjon til økonomisk utvikling og finanskrisen redegjør vi for konjunkturteori og kriseteori, før vi beskriver aktuell teori for Private Equity i forhold til vår avhandling. Deretter presenterer vi tidligere empiri av evalueringskriterier Private Equity-aktører benytter ved selektering av porteføljeselskap, før vi avslutter ved å presentere vårt datamateriale og drøfte våre resultater i relasjon til etablert empiri og teori.

Oppgaven avgrenses til det norske Private Equity-markedet, og tidsperioden som er relevant for oppgaven er årene fra 2001 og frem til dags dato, hvor hovedfokuset er situasjonen før, kontra etter, finanskrisen. Vi ønsker i utgangspunktet å se på det aggregerte Private Equity-markedet i Norge, hvilket inkluderer såkorn, Venture Capital og Buyout.

Spørreundersøkelsen vil be respondentene om å svare på deres respektive Private Equity-fonds viktigste fokusområde, og analysen av resultatene vil i så måte tolkes i lys av dette.

2. Hva er private equity

I det følgende kapittelet skal vi gi en grundig innføring i hva Private Equity er. Dette bidrar til en lettere forståelse av den senere analyse spesielt og resten av studien generelt. Vi starter med å definere Private Equity og forklare andre relevante begreper, før vi går nærmere inn på hvordan Private Equity-markedet er organisert og hvordan det fungerer. Til slutt i kapittelet vil vi se på de ulike aktørene i markedet og på fondets levetid.

2.1 Private Equity

Regjeringen (2008) definerer Private Equity i St.meld. nr. 7 (2008-2009) som ”... aksjekapital i ikke-børsnoterte selskaper der eierne er direkte involvert i virksomhetens utvikling.”. Den Norske Stat er delaktig i det nordiske Private Equity-markedet ved bl.a. den heleide fondsforvalteren Argentum. Argentum (2011) supplerer Regjeringens definisjon av Private Equity som “...an asset class which represents both high risk and high reward potential, and where capital is being invested as equity in companies that are not publicly traded on a stock exchange”.

Begrepet Private Equity har ulike tolkninger i ulike deler av verden. NVCA fremhever at det i USA benyttes termen Venture Capital (VC) om investeringer i nyetableringer og ekspansjonsselskaper. I Europa, på den annen side, benyttes gjerne termen Venture Capital synonymt med Private Equity (PE). I det følgende vil vi benytte PE som fellesbetegnelse for alle aktive eierfond, hvor vi forbinder Venture Capital med VC og Buyout med BO.

Argentum (2011) fremhever at de to hovedkategorier av PE er VC og BO og Metrick & Yasuda (2010B) poengterer at det på verdensbasis forvaltes 2 500 milliarder amerikanske dollar innen PE. Av dette beløpet er BO desidert størst og står generelt for mellom $\frac{1}{2}$ og $\frac{2}{3}$ av investeringene målt i verdi. VC på den annen side er mest aktivt, og står for majoriteten av investeringene målt i antall.

2.2 Hva gjør en PE-aktør

Metrick & Yasuda (2010B) definerer PE som investeringsklasse, med påfølgende detaljering av aktivitetsområdet for PE-aktøren. Forfatterne bryter PE opp i fire karakteristika. En PE-

aktør defineres som (1) et finansielt mellomledd, (2) som kun investerer i unoterte selskaper, hvor (3) PE-aktøren driver aktivt eierskap i investeringsobjektet (4) med det formål å maksimere finansiell avkastning ved realisere investeringen ved salg eller børsnotering.

Den påfølgende diskusjon vil redegjøre i større detalj for punktene (1) til (4) angitt over. Metrick & Yasuda (2010B) sin definisjon er relativt vid og benyttes som et underliggende fundament gjennom hele oppgaven.

(1) Ved å definere PE som et finansielt mellomledd innebærer det at PE-aktøren investerer direkte i porteføljeselskapene på vegne av investoren. Rollen som mellomledd skiller PE fra blant annet *Angel Investors*² og private investeringselskap. PE-fond er som regel organisert som et *limited partnership*³, hvor PE-aktøren har rollen som fondets *General Partner* (GP) og investoren har rollen som fondets *Limited Partner* (LP).

(2) PE-aktøren kjennetegnes av å investere i private, unoterte selskaper. Bance (2004) og Metrick & Yasuda (2010A;2010B) fremhever at investering i PE klassifiseres under samlebegrepet alternativ investering. Andre eksempler på alternativ investering er hedge fond og investering i eiendom. Ved å investere i unoterte selskaper impliserer dette at investeringsaktiviteten baseres på lite offentlig informasjon, hvilket innebærer at aktivaklassen er tett forbundet med asymmetrisk informasjon og agentkostnader⁴.

(3) Det tredje definisjonselementet av PE er at PE-aktøren utøver aktivt eierskap i sine porteføljeselskap. Karakteristikken skaper et tydelig skille mellom PE og øvrig kapitalforvaltning. Mens tradisjonell kapitalforvaltning⁵ og hedge fond kan utøve aktiv forvaltning ved *alfa-* og *betabets*⁶, influerer PE-aktøren direkte på porteføljeselskapets ledelse. Foruten investorer med aksjemajoritet, er slik påvirkningskraft på investeringsobjektet ikke mulig for tradisjonell kapitalforvaltning og hedge fond. Årsaken er fordi PE-aktøren kan kontraktfeste styreverv, vetorettigheter og andre kontrollrettigheter ved

²Berk & DeMarzo (2007) og Metrick & Yasuda (2010A); *Angel Investors* er investorer som investerer egne midler i direkte i selskapet, som regel nyetableringer. Investorene er som regel velstående privatpersoner.

³ Vi redegjør for Limited Partnership i delkapittel 2.7.

⁴ Vi redegjør for asymmetrisk informasjon og agentkostnader i delkapittel 3.4.2.

⁵ Bance (2004) og Johnsen (2011A): Tradisjonell kapitalforvaltning forbindes med investering i noterte aksjer og rentepapirer.

⁶ Høegh-Krohn (2004) Aktiv forvaltning innebærer et forsøk på å slå markedet, eller en spesifisert benchmarkportefølje. Aktiv forvaltning kan gjøres ved to hovedstrategier; Alfa- og betabets. Alfa bets, stock picking, er seleksjon av verdipapir innenfor samme aktivaklasse uten å endre risikoeksponering. Betabets, taktisk allokering, er å allokere porteføljen mellom ulike aktivaklasser og dermed avvike fra benchmarkporteføljen.

avtaleinngåelsen med porteføljeselskapet, og kan dermed influere ledelsen i selskapet under *holding period*⁷.

(4) PE-aktøren operer som et finansielt mellomledd mellom porteføljeselskap og investor. Det behøves således mekanisme for å hente tilbake kapital med avkastning til investorene. Realiseringen av investeringen i porteføljeselskapet med positiv finansiell avkastning er kjernen i forretningsplanen til PE-aktøren. Avhending kan skje ved enten børsnotering, eller salg til industriell eller finansiell kjøper. Fokuset på avhendingsstrategi og finansiell avkastning skiller således investeringer foretatt av PE-fond fra strategiske investeringer foretatt av en industriell investor, som også er en aktør innen markedet for unoterte selskaper.

2.3 Kategorisering av PE

Argentum (2011) forklarer i delkapittel 2.1. at hovedtypene av PE er VC og BO. Hovedforskjellen mellom VC og BO identifiseres ved å ta utgangspunkt i porteføljeselskapets beliggenhet på livssyklusmodellen⁸. Forskjellen beskrives i sin korthet ved at VC investerer i nyetableringer og ekspansjonsselskaper, mens BO investerer i modne selskaper. Litteraturen opererer med ulike kategoriseringer av PE. Bance (2004) deler PE-industrien inn i fem underkategorier, Grünfeld & Jakobsen (2007) og Metrick & Yasuda (2010A) opererer med fire, mens NVCA (2011C) på sin side fremstiller PE som bestående av tre underkategorier. I vår avhandling vil vi gjennomgående anvende NVCA sin definering av PE, hvorav PE består av såkorn, VC og BO⁹.

(1) Fasen helt i starten av bedriftens liv impliseres såkornfasen. For såkorn eksisterer det reell usikkerhet for om produktet, eller tjenesten, faktisk vil fungere og derav kunne gi levedyktig omsetning for etableringen. Ofte vil det tilknyttes usikkerhet rundt teknologien i

⁷ *Holding period* impliserer den tidsperiode investor har eierskap i investeringsobjektet.

⁸ Jacobsen & Thorsvik (2007): Enkelte mener at organisasjoner følger spesielle livssykluser. Eksempelet som følger er Jacobsen & Thorsvik (2007) sin beskrivelse av en organisasjon sin livssyklus over fire faser. Som regel tenker man seg en fødsel av organisasjonen, hvilket er startfasen. Deretter trer organisasjonen inn i vekstfasen, der den blir større, strukturelt mer kompleks og stabil. Tredje fase kan kjennetegnes som en innhøstningsfase, hvor organisasjonen henter ut lønnsomhet fra investeringer foretatt i start- og vekstfasen. Innovasjon og nytenkning er forsvunnet, og organisasjonen er tilfreds med status quo. Siste fase er organisasjonens død, hvilket impliserer at organisasjonen legges ned i sin oprinelige form. Det kan skje gjennom oppkjøp, fusjoner og ikke nødvendigvis konkurs.

⁹ I spørreundersøkelsen oppgir vi i tillegg distressed som en klassifisering av PE. Vi inkluderer denne kategoriseringen av hensyn til å filtrere ut eventuelt fokus på oppkjøp av selskaper med finansielle problemer.

selskapet og såkorninvestorers rolle blir å vurdere hvorvidt en uprøvd teknologi, eller forretningsplan, har mulighet for å lykkes. Såkorninvesteringer er som sådan svært risikabelt.

(2) VC investerer i oppstarts- og ekspansjonsselskaper. VC er en vekstfase med betydelig markedsrisiko og kan i mange tilfeller overlape både såkorn og BO. Selskapene vil ofte ha behov for ekstra kompetanse innenfor avansert teknologi eller internasjonalisering som PE-aktøren bidrar med gjennom styreverv og tett oppfølging av porteføljeselskapet, engasjement ved strategisk rådgivning og gi porteføljeselskapet tilgang til sitt nettverk.

(3) Når det gjelder BO, omhandler investeringsstrategien å videreutvikle etablerte selskaper. Enkelte bedrifter stagnerer og klarer ikke å utnytte potensialet de har for verdiutvikling. BO-aktører besitter spesialkompetanse innenfor restrukturering og bedriftsutvikling, som tilføres porteføljeselskapene gjennom aktivt eierskap og engasjement. Et slikt engasjement innebærer ofte oppkjøp av majoritetsaksjeposter i et selskap og målet er å revitalisere selskapet etter investeringene. Dette kan være aktuelt i forbindelse med børsnotering eller nasjonalisering av et selskap.

2.4 Bransjespesialisering

I tillegg til å spesialisere virksomheten innenfor kategori av PE, kan PE-aktøren spesialisere seg innen forskjellige bransjer på porteføljeselskapsnivå. Et PE-fond vil sjelden kun fokusere på en enkelt bransje, men vil ha et relativt lite antall bransjer som det fokuseres mot. Fenn, Liang & Prowse (1995) fremhever at PE-fond som kun investerer i en bransje er en relativt ny form for spesialisering. Argentum (03.10.2011) forklarer at tendensen i markedet nå karakteriseres av at aktørene blir mer fokusert og spesialisert, i sær VC. Tidligere lærdom, gjennom dårlig avkastning, har gitt PE-fondene incentiv til å operere med økt spesialisering og begrenset fokus, av årsak til at man *ikke kan være like god på alt* (Argentum, 03.10.2011).

Metrick & Yasuda (2010A) presiserer at tradisjonelt er VC spesielt konsentrert rundt to bransjer, hvilke er farmasi og informasjonsteknologi. Forfatterne argumenterer for at formålet er å investere i små selskaper som har potensiale til å vokse seg stor relativt fort i tillegg til at det behøves selskaper med tilhørende store og identifiserte målmarkeder for å maksimere sannsynligheten for å lykkes med investeringen, hvilket farmasi og informasjonsteknologi har potensial til i form av skalerbare egenskaper i produktet. Også

NVCA (2011A) fokuserer på informasjonsteknologi ved næringens naturlige skalerbare egenskaper og relativt lave inngangsbarriere i form av kapitalkostnader.

Det poengteres videre av NVCA (2011A) at det er vanlig å ekskludere bransjer som er sykliske og, eller er kapitalintensive. Førstnevnte, sykliske bransjer, begrunnes ved at PE-aktøren har langsiktig investeringshorisont for porteføljeselskapet og syklisk karakteristika i porteføljeselskapets bransje vil fordre økt ekstern ukontrollerbar risikoeksponering. Sistnevnte, kapitalintensive bransjer, begrunnes ved at bransjer som er kapitalintensive krever, fra tid til annen, svært mye kapital. Kapitalbehovet vil derav være vanskeligere for PE-fondet å forutse forut for initial investering, ipso facto avkastningspotensial blir vanskeligere å fastslå. Det interessante er derfor at det norske PE-markedet har markant innslag av petroleum, fornybar energi og miljøteknologi. Dette er bransjer hvor Norge har særskilte naturinteresser og fortrinn. De fire største bransjene norske PE-aktørene investerer i, sortert etter antall porteføljeselskaper, er informasjonsteknologi, life science, petroleum, og fornybar energi og miljøteknologi. De nevnte bransjer utgjorde 65% av alle porteføljeselskaper i 2010 (NVCA, 2011A).

Foruten bransje, kan PE-aktørene spesialisere virksomheten av hensyn til geografisk fokus (Metrick & Yasuda, 2010A). Spesielt i USA er slik fokusering relativt vanlig, i sær Silicon Valley, Boston og Houston-områdene. Spesialisering basert på geografisk fokus gir PE-aktøren merverdi i form av nærhet, hvor det er lettere å overvåke og kommunisere med porteføljeselskapet (Fenn et al, 1995). Tyebjee & Bruno (1984) fremhever at geografisk lokalisering av porteføljeselskapet er et av fire initiale screeningkriterier PE-aktøren benytter¹⁰.

2.5 Koinvestering

Til tross for at PE-aktører konkurrerer intenst om å lokalisere de mest attraktive investeringsmulighetene, samarbeider aktørene også med hverandre ved å gjennomføre koinvesteringer (Fenn et al, 1995). De fremste rasjonale for å syndikere investeringen er investeringssummens størrelse og geografisk lokalisering. PE-aktører slår seg sammen for å gjennomføre investeringer i porteføljeselskaper på bakgrunn av, for eksempel, restriksjoner

¹⁰ Se delkapittel 2.8.1 for en gjennomgang av Tyebjee & Bruno (1984) sine fire initiale screeningkriterier.

på hvor stor prosentandel av PE-fondets *Committed Capital*¹¹ som kan investeres i hvert porteføljeselskap¹². Det geografiske rasjonale for hvorfor PE-fond gjennomfører koinvesteringer, er verdien av lokal overvåkning av bedriften, hvorav minst et av PE-fondene er lokalisert i umiddelbar nærhet til porteføljeselskapet. Forfatterne oppgir i tillegg et tredje, mindre vanlig, rasjonale for hvorfor PE-aktører ønsker å syndikere investeringen. Ved å utføre koinvesteringer, fordres merverdi for PE-fondene ved at porteføljeselskapet blir validert av den andre aktøren, ipso facto kvalitetsikres investeringen i porteføljeselskapet av ekstern, uavhengig kompetanse.

Fenn et al (1995) utdyper at på bakgrunn av investeringssummens størrelse er majoriteten av *later-stage VC*- og *middle-market BO*-investeringer kjennetegnet av koinvesteringer. Kort fortalt er *later-stage VC*-investeringer investeringer i bedrifter som er langt ute i ekspansjonsfasen, mens *middle-market BO*-investeringer er investeringer i mellomstore selskaper¹³. For *VC*-investeringer tidlig i porteføljeselskapets livssyklus er karakteristikken motsatt, med et relativt lite innslag av koinvesteringer. Forfatterne antyder også at dess større en PE-aktør er, dess mindre innslag er det av syndikerte PE-investeringer.

2.6 Organisering av PE-markedet

I det følgende vil vi redegjøre for hvilke aktører som opererer i PE-markedet, hvor det generelt er tre aktører. Først vil vi derimot forklare bakgrunnen til dagens PE-marked.

2.6.1 Bakgrunn

Inntil slutten av 1970-tallet var PE-aktiviteten primært dominert av rike familier, industrikonsern og finansinstitusjoner som investerte direkte i utstedende selskap. Sahlman (1990), Gompers & Lerner (1996), Fenn et al (1995) og Metrick & Yasuda (2010A:2010B) fastslår at fra 1980-tallet har mesteparten av investeringsaktiviteten i private selskaper, som faller inn under PE paraplyen, blitt foretatt av profesjonelle PE-aktører på vegne av institusjonelle investorer.

¹¹ Se delkapittel 2.7.3 og delkapittel 2.7.4. for nærmere beskrivelse av PE-fondets kapitalbase.

¹² Se delkapittel 3.4.3. for en diskusjon av hvilke covenants LP ilegger GP

¹³ Metrick & Yasuda (2010A): *Later-stage VC* innebærer fasen hvor selskapet har fått stabil vekstrate. Definisjonen er utydelig, hvor forfatterne presiserer at selskaper i *later-stage VC* ikke vokser like fort som når selskapene er i ekspansjonsfasen. Ekspansjonsfasen innen *VC* presiserer Metrick & Yasuda (2010A) inntreer når selskapet legger positiv endring i arbeidskapital til selskapet, hvilket fordrer ekspansjon.

I løpet av 1980-tallet utviklet Limited Partnership seg som framtrepende organisasjonsstruktur hos PE-aktørene. Veksten i PE markedet er et klassisk eksempel på at organisatorisk innovasjon og reguleringsdirektiver kan utløse vekst i et spesifikt marked. Framveksten av Limited Partnership, som den dominerende form for finansielt mellomledd, skyldes særskilt den ekstreme grad av asymmetrisk informasjon og potensielle incentivproblemer i bransjen (Fenn et al, 1995). Fordelen med Limited Partnerships er hvordan strukturen håndterer informasjonsasymmetri¹⁴. Spesielt viktig var også *prudent man*-bestemmelsen i Employee Retirement Income Security Act (ERISA) som ble lagt fram i september 1978 og vedtatt ni måneder etter i USA. Bestemmelsens tolkning var at pensjonsfondets investeringer skulle baseres på sunn fornuft. Investeringer i små selskaper og nyetableringer var tillatt av pensjonsfondene, gitt at investeringene ikke utsatte totalporteføljen for økt risiko.

Gompers & Lerner (1996) understreker at antall Limited Partnership har økt fra 40 % av all VC aktivitet i 1980 til 81 % i 1992. Fenn et al (1995) og Metrick & Yasuda (2010A) støtter Gompers & Lerner (1996) og fastslår at om lag 80 % av alle PE-investeringer foretas av finansielle mellomledd, hovedsakelig Limited Partnerships.

2.6.2 Aktørene i PE-markedet

Det fremgås av Fenn et al (1995) og Prowse (1998) at PE-markedet i all hovedsak er organisert mellom tre typer aktører, hvilke er (1) *utstedere*, (2) *mellomledd* og (3) *investorer*.

(1) Utstedere av tradisjonell VC er ofte selskaper som befinner seg tidlig i sin livssyklus, gjerne utvikler innovative teknologiske produkter og er forventet å vise høy vekst i fremtiden. Modne selskaper benytter også PE-markedet som ekstern kapitalkilde ved BO. Selskapene benytter PE-markedet for å finansiere ekspansjon og restrukturering av kapital- og eierskapsstruktur.

Utsteder i PE tilknyttes likevel en fellesnevner. Selskaper som tar del i PE-markedet er selskaper som ellers ikke kan innhente ekstern kapital i gjelds- og, eller, det noterte aksjemarkedet. Mange av selskapene er rett som det er for risikable til å ha mulighet til å utstede gjeld i kredittmarkedet og innhenting av egenkapital er for kostbart.

¹⁴ Vi diskuterer rasjonaliseringen av PE utdypende i delkapittel 3.4.4.

PE er, på linje med en notert aksjeemisjon, vurdert som det mest kostbare alternativet når det gjelder innhenting av ekstern kapital begrunnet ved Pecking Order Theory¹⁵. Ved valget av finansiering vil et selskap ideelt preferere internt generert kapital som finansieringskilde grunnet fleksibiliteten som følger av å ikke endre struktur av interessenter i selskapet. Prinsipielt skal et selskap velge det minst informasjonssensitive finansieringsalternativet, slik at agent- og transaksjonskostnader minimeres. Ettersom PE omhandler unoterte selskaper, er tilgjengelig offentlig informasjon om selskapet begrenset relativt til børsnoterte selskaper og derav er følgelig informasjonsasymmetrien mellom selskapet og investor/kreditor relativt større.

PE-aktøren opererer som et finansielt (2) mellomledd og har som formål å maksimere finansiell avkastning for investorene ved realisering av porteføljeselskapet. Den foregående diskusjon har poengtert Limited Partnership som den vanligste organisasjonsformen innen PE. Vi vil diskutere organisasjonsformen Limited Partnership i nærmere detalj i delkapittel 2.7, og i delkapittel 3.4.4 forklarer vi hvorfor ikke kommersielle eller finansielle banker opererer som mellomledd i PE-markedet.

En PE-aktør som opererer som GP i et Limited Partnership er derimot ikke den eneste formen for finansielt mellomledd innen PE-markedet. Small Business Investment Companies (SBICs) og børsnoterte investeringselskaper er to andre eksempler. SBICs og børsnoterte investeringselskaper er aktører som var langt viktigere i USA på 1960- og 70-tallet. Fenn et al (1995) understreker at SBICs og børsnoterte investeringselskaper kun utspiller en marginal rolle i PE-markedet. Foruten det, klassifiserer forfatterne SBICs og børsnoterte investeringselskaper som direkte investeringer¹⁶ og ikke investeringer ved anvendelse av et mellomledd. Årsaken er på grunn av at SBIC og børsnoterte investeringselskaper investerer kun kapital tilhørende konsernet aktøren investerer for, foruten eventuell supplerende gjeldsfinansiering.

(3) Investorene innehar rollen som Limited Partner i et Limited Partnership. Investor overvåker fondets aktiviteter og deltar ved årsberetninger, men kan ikke bli involvert i fondets operasjonelle aktiviteter dersom investor ønsker å opprettholde status som begrenset ansvarlig. Blant investorer innen PE beskriver Fenn et al (1995), Prowse (1998) og Metrick

¹⁵ Pecking Order Theory redegjøres for i delkapittel 3.3.

¹⁶ Se (3) *investorene* for en nærmere beskrivelse av hvilke investeringsstrategier investor kan føre i tilnærming av PE-markedet.

& Yasuda (2010A;2010B) offentlige og private pensjonsfond som de største investorgruppe. Den nest største investorgruppen er finansinstitusjoner, som inkluderer kommersielle banker, investeringsbanker og forsikringselskaper. I intervju med Argentum 03.10.2011 ble bankenes rolle diskutert. Det fremkommer at banker som investorer i det norske, og nordiske som sådan, PE-markedet var desto mer framtreddende før finanskrisen enn hva tilfellet er for dagens investorbasis. Argentum trekker frem Basel II og finanskrisen som årsak til hvorfor bankene utelater investeringer i PE-markedet i dag kontra før. Videre er legater og stiftelser store bidragsytere til PE-industriens kapitalinngang, en investorgruppe som er dominert av, særskilt i USA, private universiteter.

Investor kan henvende seg til PE ved flere innfallsvinkler. Bance (2004) angir tre varianter for hvordan investorer kan engasjere seg i PE. Den første strategien er å investere i PE-fond, som allokere kapital til porteføljeselskapet på vegne av investor. Den neste strategien er å skille ut seleksjonsprosessen av PE-fond ved å allokere kapital til et *fund-of-funds* (FoF)¹⁷. Den siste strategien investor kan føre ved tilnærming til PE er å selv investere direkte i private selskaper.

De fleste institusjonelle investorer investerer i PE-fond av finansiell begrunnelse. Når PE-aktøren utviser aktivt eierskap og engasjement i porteføljeselskapet, rasjonaliseres PE-investeringer av at profesjonelle PE-fond har kompetanse til å levere høyere forventet risikojustert avkastning enn hva en passiv investor kan. Er forventet risikojustert avkastning høyere innen PE enn andre aktivaklasser, rasjonaliseres investeringsbeslutningen desto tydeligere. Fra et porteføljeperspektiv begrunnes ytterligere investeringer innen PE ved diversifiseringshensyn. Som forklart av Høgh-Krohn (2011) kan porteføljens risiko potensielt reduseres, og avkastning økes ved å inkludere PE-fond i porteføljen. Sammen med Fenn et al (1995) utdyper Høgh-Krohn (2011) videre at investor kan oppnå skalafordeler mellom PE investering og egen virksomhet ved å investere i PE-markedet. Da alfa er lik 0 for PE, må påstanden ses i lys av at PE er langsiktig, illikvid og ikke notert, slik at avkastningstall er vanskelig å oppdrive¹⁸ (Johnsen, 2011B).

¹⁷ Bodie, Kane & Marcus (2009): Fond som har som investeringsfilosofi å investere i andre fond. Medfølger relativt diversifisert portefølje, men til generelt høyere forvaltningskostnader enn et mutual fund.

¹⁸ Metrick & Yasuda (2010A): På grunn av at PE investeringer ikke er notert foreligger det ikke løpende avkastningstall for investeringene. Avkastning estimeres vanligvis ved hjelp av IRR. For å sammenligne fond er det hensiktsmessig å sammenligne fond med samme vintage year, det vil si fond opprettet i samme år. Dette på grunn av at økonomien er

Kjernen i PE-aktørens forretningsmodell er å levere positiv finansiell avkastning til fondets investorer, som belyst i delkapittel 2.1. Kaplan & Schoar (2004) har gjennomført en studie av PE-fond fra 1980 til 1997 med data samlet inn av Venture Economic. Forfatterne finner at gjennomsnittlig fondsavkastning, netto forvaltningshonorar, tilsvarer gjennomsnittlig avkastning på S&P 500 for hele observasjonsperioden. Videre konkluderer forfatterne med at PE-fond oppnår høyere gjennomsnittlig avkastning, brutto forvaltningshonorar, enn S&P 500. Datasettet viser også sterk konsistens i avkastningstall for individuelle PE-aktører, og at konsistens i avkastning øker med fondets størrelse og GPs erfaring. I tillegg viser forfatterne til at GP sin track record har positiv sammenheng med kapitalinngangen i nye PE-fond. Et siste funn er at det tenderer til at PE-fond som er opprettet i økonomiske oppgangstider gjennomfører færre oppfølgingsinvesteringer, hvilket indikerer at fondene presterer dårligere.

Litteraturen har også slått fast at det eksisterer en viss grad av konsistens i avkastning for de 25 % beste fondene og 25 % dårligste fondene. Kaplan & Schoar (2004) skriver at *"We find persistence not only between two consecutive funds, but also between the current fund and the second previous fund."*

2.7 Limited Partnership

Innad i et Limited Partnership er det to aktører, hvor PE-aktøren opererer som fondets General Partner (GP) og kontrollerer fondets aktiviteter på vegne av investor, fondets Limited Partner (LP). I det følgende vil vi forklare hva som kjennetegner et Limited Partnership, for deretter å gi en innføring i fondets GP. Dernest redegjør vi for PE-fondets levetid, kompensasjonsstruktur og kapitalbase.

2.7.1 Fire kriterier for tilfredsstillelse av et Limited Partnership

For at et fond skal kvalifiseres til et Limited Partnership skisserer Sahlman (1990) fire kriterier.

(1) *A fund's life must have an agreed-upon date of termination, which is established before the partnership agreement is signed.*

dynamisk, og markedsforhold i et år kan avvike betydelig fra markedsforhold et annet år, hvilket gjør sammenligning av PE-fond med forskjellig vintage year lite hensiktsmessig. Dette har også blitt berettet av Johnsen (2011B).

(2) The transfer of limited partnership units is restricted; unlike most registered securities, they cannot be easily bought or sold.

(3) Withdrawal from the partnership before the termination date is prohibited.

(4) Limited partners cannot participate in the active management of a fund if their liability is to be limited to the amount of their commitment.

PE-fondets levetid diskuteres i større detalj i delkapittel 2.7.3. Sahlman (1990) sine punkt (2) og (3) impliserer at Limited Partnership har strenge juridiske regler som må overholdes for at organisasjonsformen skal være gjeldende. Vi vil ikke diskutere de to punktene i større detalj enn den gjengivelsen som har funnet sted.

Som fondets GP hefter PE-fondet et ubegrenset ansvar for fondets kapital. Sahlman (1990) utdyper at konsekvensene for GP ved å hefte ubegrenset ansvar er marginale. For det første er VC-fond i svært liten grad gjeldsfinansiert av ekstern kreditor. For det andre er VC-fond ikke eksponert mot risiko tilknyttet besittelse av gjeldsforpliktelse ut over eiendeler. For BO-fond, som gjerne benytter ekstern gjeldsfinansiering sammen med investors egenkapital, er konsekvensene ved ubegrenset ansvar for GP desto større, i tilfellet ved relativt betydelig giring av investeringssummen.

2.7.2 PE-aktøren

Metrick & Yasuda (2010A) utdyper at PE-aktører er små organisasjoner, som har typisk 10 fagfolk ansatt, og som opererer som PE-fondets GP. Prowse (1998) forklarer at PE-aktøren typisk har mellom 6 til 12 fagfolk ansatt, men at de fleste nye organisasjoner har to til tre GPs og et fåtall store aktører har flere enn 20 fagfolk ansatt. GP har ofte bakgrunn som entreprenører og, eller besitter ledererfaring fra bransjen PE-aktøren investerer i.

Dotzler (2001) har gjennomført en undersøkelse for hvorvidt GP gir verdi til porteføljeselskapet. Argumentasjonen er basert på informasjon fra bedriftsledere. Dotzler (2001) fremhever at det viktigste området GP gir verdi til porteføljeselskapet er ved rådgivning og introduksjon til øvrig ekstern finansiering fra tredjepart. Det nest viktigste området GP gir verdi til porteføljeselskapet er hjelp til å etablere, og overse, selskapets strategiske fokus. Deretter gir GP verdi for porteføljeselskapet gjennom styrerepresentasjon, organisatorisk planlegging og produksjon av tilbakemeldinger til porteføljeselskapets

ledelse. Områder Dotzler (2001) fremhever som lite viktig er hjelp til å etablere strategiske allianser med andre selskaper, hjelp til å selektere medarbeidere og operasjonell rådgivning.

Sahlman (1990) utdyper at de fleste PE-aktører er strukturert som forvaltningsselskap, ansvarlig for å forvalte flere kapitalbaser, hvor hver kapitalbase representerer et juridisk separat Limited Partnership. En PE-aktør kan dermed administrere flere PE-fond, hvilket vi diskuterer i større detalj i påfølgende delkapittel.

2.7.3 Fondets levetid

PE-fond har pre bestemt levetid, normalt ti år¹⁹, hvor Sahlman (1990); Gompers & Lerner (1996) skriver at de fleste PE-aktører etablerer nye fond hvert andre til femte år. Venture Economics (i Sahlman 1990) utdyper at gjennomsnittlig holding period for et VC-fond er 4,5 år, men at 1/3 av undersøkelsens deltakere hadde porteføljeselskaper med holding period over seks år. Investeringer med avkastninger fem ganger større enn investeringssum beholdes lengre i PE-fondets portefølje enn øvrige porteføljeselskaper, hvilket indikerer at GP med intensjon realiserer investeringer i selskaper som ikke opererer tilstrekkelig godt nok i forhold til GP sine forventninger.

Når et PE-fond opprettes, forplikter LP å stille til rådighet for GP den mengde kapital Limited Partnership avtalen legger til grunn. Metrick & Yasuda (2010A) forklarer at den totale mengde kapital investor forplikter seg til over et fonds levetid betegnes *Committed Capital*. Vanligvis vil GP stå for 1 % av fondets *Committed Capital*, som angitt av Sahlman (1990); Fenn et al (1995); Prowse (1998); Metrick & Yasuda (2010A)²⁰

Når GP har innhentet den totale mengde *Committed Capital*, som skal gjelde for fondet, og GP er klar til å starte å investere, betegnes fondet som *closed*²¹. Fondet vil investere i porteføljeselskaper og gjennomføre *drawdowns*²² over fondets første fem år. Prowse (1998) beskriver på sin side at dette normalt gjelder fondets første tre til fire år. Perioden Prowse

¹⁹ Venture Economics (i Sahlman 1990) beskriver at for 72 % av Venture Capital fondene var fondets levetid prebestemt til ti år, hvorav alle hadde opsjon på forlengelse. Angående forlengelse gjaldt det for 52 % av fondene konsensus også hos LP, mens for 48 % av fondene var avgjørelsen om eventuell forlengelse av levetiden delegert til GP. Prowse (1998) og Metrick & Yasuda (2010A) bekrefter private equity fonds levetid som ti år.

²⁰ Metrick & Yasuda (2010A) angir at dette også gjelder BO-fond.

²¹ Metrick & Yasuda (2010A): Betegnelsen *closed* i forhold til et PE-fond innebærer at fondet er fult opp og tar ikke i mot nye investorer.

²² Metrick & Yasuda (2010A): Betegnelsen *drawdowns* innebærer at PE-fondet henter inn den kapital LP har stilt PE-fondet til rådighet, slik at PE-fondet kan investere i porteføljeselskapet. Drawdowns gjennomføres først når en investering har blitt identifisert av PE-aktøren.

(1998) og Metrick & Yasuda (2010A) henviser til betegnes fondets *Investment Period*. Investment Period innebærer prosessen hvor GP utøver screening og seleksjon av bedrifter for å kunne opprette den mest optimale porteføljen av selskaper og gjennomfører initial-investeringer. Prowse (1998) utdyper at et fond typisk investerer i 10 til 50 porteføljeselskaper, en rate som tilsvarer 2 til 15 selskaper pr år over fondets Investment Period. Empirien er derimot basert på amerikanske data og er lite representative for norsk private equity virksomhet, som representerer et langt mindre marked²³. Når fondets Investment Period er over, kan GP kun gjennomføre oppfølgingsinvesteringer på eksisterende porteføljeselskaper.

Under fondets levetid søker GP å maksimere porteføljeselskapenes verdi gjennom aktivt eierskap. Når fondets levetid går mot slutten, søker GP etter optimal avhendingsstrategi for porteføljeselskapene ved enten et salg – til industriell eller finansiell kjøper – eller ved børsnotering. Å ha en klar, på forhånd satt, avhendingsstrategi er essensielt selv før GP investerer i porteføljeselskapet for å sikre at sannsynligheten for positiv finansiell avkastning er realistisk over fondets levetid. Argentum 03.10.2011 bekrefter det nevnte punkt som et viktig element og lærdom etter finanskrisen.

Ettersom fondet likvideres gjennomføres distribusjon av kapital til fondets investorer i form av enten kontanter eller verdipapir. PE-aktøren vil typisk opprette et nytt fond når et spesifikt Limited Partnerships Investment Period er over. Implikasjonen beskrevet av Prowse (1998) er at PE-aktøren vil opprette et nytt fond hvert tredje til fjerde år, mens Metrick & Yasuda (2010A) utdyper at en suksessfull PE-aktør alltid vil ha et fond som er i Investment Period.

2.7.4 Kompensasjon og kapitalbase

For at PE-aktørens virksomhet skal være rasjonal, må PE-aktøren kompenseres økonomisk for sitt virke. Litteraturen beskriver to former for kompensasjon. Den første kompensasjonsformen er *Management Fee* og mens den andre er *Carried Interest*, som understreket av Sahlman (1990), Fenn et al (1995), Prowse (1998) og Metrick & Yasuda (2010A).

²³ Se diskusjon i delkapittel 6.1.

I løpet av fondets levetid må GP selektere ut og investere i, utvikle og senere realisere porteføljeselskapet. På grunn av at PE som aktivaklasse innebærer et langsiktig investeringsperspektiv for hvert porteføljeselskap, som er illikvid som sådan, så vil GP først kunne hente tilbake kapital investert når porteføljeselskapet realiseres. I løpet av fondets levetid vil imidlertid PE-aktøren pådra seg kostnader i forbindelse med operasjonell drift av fondet. Management Fee kan betegnes som fondets forvaltningshonorar og reguleres i avtalen mellom GP og LP. Metrick & Yasuda (2010A) utdyper at Management Fee typisk beregnes som en fast prosentsats av fondets Committed Capital, hvor den vanligste satsen er 2 %. Eldre studie foretatt av Venture Economics (i Sahlman (1990)) utdyper derimot at for 50 % av VC-fondene utgjorde management fee 2,5 % av Committed Capital.

Ved at Committed Capital ilegges Management Fee impliserer dette at kapitalbetegnelsen ikke kan beskrives som den kapital PE-fondet investerer i porteføljeselskaper. Metrick & Yasuda (2010A) angir Investment Capital som den faktiske sum GP investerer i porteføljen. Investment Capital er Committed Capital med fratrekk for Management Fee. Forfatterne forklarer årsaken for hvorfor Management Fee er beregnet av Committed Capital, og ikke porteføljeverdi, ved hjelp av to argumenter. For det første, dersom Management Fee var basert på porteføljeverdi, vil kompensasjon til GP under PE-fondets tidlige leveår være relativt liten og dermed økonomisk ugunstig for PE-aktøren²⁴. For det andre, dersom porteføljeverdi benyttes som beregningsgrunnlag, vil kompensasjonsstrukturen gi PE-aktøren incentiv til å investere hurtig og derav skape agentkostnader for LP²⁵.

Carried Interests åpner for at PE-aktøren kan få distribuert en bestemt andel realisert avkastning ved likvidering av fondets porteføljeselskap. Metrick & Yasuda (2010A) forklarer at 20 % av realisert avkastning er den vanligste prosentsatsen for Carried Interest. Gompers & Lerner (1999) finner i sin analyse av avtalevilkår mellom 419 VC Limited Partnership at majoriteten av PE-fondene benytter Carried Interests lik 20-21 %. Sistnevnte poengterer at Carried Interest 20 % også gjelder for BO-fond. Forfatterne understreker at historisk har Carried Interest stått for den største andel av kompensasjon til GP.

Carried Interests beregnes av fondets realiserte avkastning. Metrick & Yasuda (2010A) forklarer at fondets profitt, og dermed grunnlag for Carried Interest, determineres av totalt

²⁴ Vi diskuterer denne problemstillingen i større detalj i delkapittel 3.4.3.

²⁵ Metrick & Yasuda (2010A): Beskrevet som J-struktur, eller *hockey stick*, i GP sin kompensasjonsstruktur.

inngående beløp ved realisering trukket fra Carried Interest Basis. Carried Interest Basis er typisk fastsatt til enten Committed Capital eller Invested Capital for fondet. Forfatterne viser til at 94 % av VC fond, og 83 % av BO-fond, benytter Committed Capital som basis for Carried Interest.

Imidlertid viser Metrick & Yasuda (2010A) til at timing av hurdle rates og clawbacks kan påvirke carried interest²⁶.

2.8 Seleksjon av porteføljeselskaper

For at en PE-investering skal finne sted, må eiere av fremtidig porteføljeselskap være villig til å selge eierandeler til PE-aktøren og akseptere de ulike kontraktsvilkårene PE-aktøren setter, som bl.a. kontrollrettigheter og styrerepresentasjon (Gomper & Lerner, 2007). Like viktig er det at PE-aktøren er villig til å investere i potensielt fremtidig porteføljeselskap, hvilket innebærer at selskapet gis en høy sannsynlighet for tilfredsstillende avkastning ved exit. Det er med andre ord to motparter som må ytre et gjensidig ønske om samarbeid.

Før GP investerer i et selskap vil PE-aktøren ha gjennomført grundig screening og evaluering av det potensielle porteføljeselskapet, som en konsekvens av at informasjon i selskapet ikke er offentlig tilgjengelig relativt med et børsnotert selskap (Fenn et al, 1995). Selskapets forretningsplan må ha signifikant verdiskapingspotensial og det må være tilstrekkelig sannsynlighet for å være i stand til å realisere investeringen gjennom et salg, eller børsnotering, innen få år. Forretningsplanen må illustrere rimelig sannsynlighet for suksess og tilskrive selskapet en relativ komparativ fordel (McKinsey & Co, 2007).

PE-aktøren investerer kun i en brøkdel av det antall selskaper PE-aktøren vurderer. Som nevnt i delkapittel 2.7.3, fremmer Prowse (1998) at et PE-fond vil typisk investere i mellom 2-15 porteføljeselskaper årlig. Silver (1985) anbefaler PE å investere i ett porteføljeselskap per hundrede forretningsplan mottatt, altså en ratio på 1/100, dvs. 1 %.

²⁶ Metrick & Yasuda (2010A): Hurdle rates er et prebestemt nivå av avkastning PE-fondet må utbetale LP får GP får motta Carried Interests. Clawbacks er LP mulighet til å kreve GP for Carried Interest dersom kompensasjonen er betalt ut før beregning av hurdle rates, og det i ettertid viser seg at PE-fondets avkastning ikke overstiger dette nivået.

2.8.1 PE-aktørens virksomhet fra deal flow til realisering

Tyebjee & Bruno (1984) modellerer investeringsprosessen til en venturekapitalist som en sekvensiell, femstegs prosess. *Deal Origination, Deal Screening, Deal Evaluation, Deal Structuring* og *Post-Investment Activities*.

Den første prosessen, Deal Origination, innebærer at bedriftens egnethet som potensielt porteføljeselskap i PE-fondet vurderes. Forfatterne viser til at 25,6% av kommer i form av investeringsforespørsler fra bedriften. 65 % av datasettet deal originations kom i form av eksterne henvisninger, ved personlige kontakter, banker og tidligere porteføljeselskap. Den tredje måten PE-fondet kommer i kontakt med porteføljeselskapet på er via direkte kontakt initiert av PE-aktøren.

Videre i neste steg, Deal Screening, vurderes hvert porteføljeselskap etter nøkkeltrekk, som PE-aktøren har valgt for å redusere antall relevante selskaper til et håndterbart fåtall egnet for grundigere due diligence. Forfatterne fremhever fire nøkkeltrekk som ofte benyttes. Det første er størrelsen på investeringen og investeringspolicyen PE-fondet fører, mens det neste kriteriet er teknologi og porteføljeselskapets målmarked. Dernest vurderes, i følge Tyebjee & Bruno (1984), porteføljeselskapets geografiske lokalisering. Det siste nøkkeltrekk som vurderes er hvilket *stage of financing*²⁷ investeringen i porteføljeselskapet representerer.

Tredje del av investeringsprosessen er Deal Evaluation. Stadiet innebærer å gjennomføre grundig due diligence av porteføljeselskapet, hvor risikokriterier og forventet avkastning knyttet til eventuell investering i porteføljeselskapet veies opp mot bedriftens spesifikke karakteristika. I dette steget skal også beslutningen om man ønsker å investere i porteføljeselskapet tas. Vi understreker at det er med utgangspunkt i dette stadiet vi undersøker om hvorvidt PE-fondene i Norge har blitt påvirket av finanskrisen.

²⁷ Metrick & Yasuda (2010A): Stage of financing innebærer om det er initial investering i porteføljeselskapet hva gjelder PE. Investeringsrunden er relevant i forhold til hvilke preferred stocks som gis investor. Series A preferred stocks tilknytter seg for eksempel første investeringsrunde, og er prioritert over Series B preferred stocks i pecking order.

Deal Structuring innebærer kontraktsforhandling mellom PE-fondet og porteføljeselskapet. Investeringssum fremforhandles, hvilket innebærer andel egenkapital utstedt til PE-aktøren og hvilke covenants²⁸ som skal tilknyttes avtalen.

Det siste og femte steget i investeringsprosessen, Post-Investment Activities, innebærer utøvelse av aktivt eierskap av PE-fondet i porteføljeselskapet. Her inkluderes rekruttering av ledelse, strategisk planlegging, finansiering og organisere realisering av selskapet ved et videresalg eller børsnotering.

2.8.2 Due diligence

Fenn et al (1995) presiserer at omfattende due diligence er nødvendig innen PE på grunn av betydelig informasjonsasymmetri mellom porteføljeselskap og PE-aktøren. Pran (2002) definerer due diligence som *"...en systematisk gjennomgang av en virksomhet for å identifisere risiko knyttet til virksomheten og som har betydning for transaksjonen."* Merverdien knyttet til due diligence skapes ved at man foretar en systematisk gjennomgang av porteføljeselskapet for å identifisere risikoforhold i forbindelse med investeringen og holding period. Formålet ved å utføre en due diligence er å avdekke viktige faktorer som er knyttet til virksomheten. Pran (2002) fremhever at due diligence i en transaksjonsprosess kan foretas i flere faser med samme hovedformål. Likevel vil gjennomgangen av porteføljeselskapet, og derav fokuset i due diligence, ha ulike delmål avhengig av hvor i transaksjonsprosessen man befinner seg.

Eksempler på due diligence analyser som foretas av blant annet PwC (2011) er finansiell due diligence, operasjonell due diligence og kommersiell due diligence. Alle eksemplene er analyser som foretas i forkant av en investeringsbeslutning og bidrar følgelig til at PE-aktøren kan minimere sannsynligheten for store kostnader knyttet til adverse selection²⁹.

Fenn et al (1995) beskriver seleksjonsprosessen i det følgende, hvilket også samsvarer med Tyebjee & Bruno (1984) fra delkapittel 2.8.1. Først screenes investeringsforespørsler med formål om å filtrere ut objektene som ikke møter PE-aktørens investeringskriteria, eller som ikke er økonomisk rasjonelt. Rundt 90 % av bedriftene som vurderes vil selekteres ut tilknyttet denne prosessen. For at PE-aktøren skal kunne oppnå merverdi, vil PE-aktøren

²⁸ Se delkapittel 3.4.3. for gjennomgang av asymmetrisk informasjon i relasjonen porteføljeselskap vs. GP.

²⁹ Vi diskuterer relasjonen mellom GP og porteføljeselskapet i større detalj i delkapittel 3.4.3.

typisk spesialisere seg i forhold til henholdsvis PE-klassifisering, porteføljeselskapets bransjetilhørighet og geografisk lokalisering, som diskutert tidligere i delkapittel 2.3. og 2.4. Spesialisering tilknyttet PE-aktøren rasjonaliseres av at framgangsmåten, for det første, reduserer antallet av investeringsbeslutninger og framgangsmåten, for det andre, kvalitetssikrer selektering av porteføljeselskaper med hensyn til spisskompetanse.

De gjenværende 10 % tilknyttet den initiale selekteringen blir videre offer for en grundigere due diligence. Forfatterne framlegger at prosessen involverer feltbesøk til bedriften, møtevirksomhet og telefonintervju med nøkkelpersonell, kunder, leverandører og kreditorer, samt rådgøring med eksterne fagfolk innen juss, revisjon og regnskap, og industriell kompetanse. I tilknytning formålet med oppgaven, som definert under 1.2, tar vi utgangspunkt i det overnevnte og diskuterer evalueringskriterier dyptgående i delkapittel 4.1.

Spesielt understreker Fenn et al (1995) at due diligence innen PE har et hovedskille tilknyttet kriterier som evalueres. For VC (og tidligere faser) er hovedfokuset tilknyttet porteføljeselskapets ledelse, samt de økonomiske utsiktene tilknyttet produktet eller tjenesten, bedriften skal levere. For BO (og senere faser) er derimot hovedfokuset tilknyttet due diligence prosessen tillagt en grundig gjennomgang, kartlegging og forståelse av den eksisterende virksomheten.

2.9 Det norske PE-markedet

NVCA publiserer årlig en aktivitetsundersøkelse for norsklokaliserte PE-fond, i tillegg til å produsere to halvårsrapporter hvert kalenderår. Aktivitetsundersøkelsene dekker aktiviteter i norske såkorn-, VC- og BO, hvor terminerte fond er ekskludert fra analysen. Fokuset tillegges PE-fond med lokalisering i Norge, og inkluderer følgelig også utenlandske fond med etablering i Norge. Den følgende diskusjon vil legge hovedvekt på de resultater som fremkommer i aktivitetsundersøkelse for helåret 2010³⁰ og halvåret 2011³¹, samt at datamaterialet er hentet med utgangspunkt i NVCA-rapportene fra 2002 frem til dagens dato.

³⁰ Helårsrapporten for 2010 er utført i første kvartal av 2010 blant NVCA's medlemmer og andre norske aktive eierfond, undersøkelsens respondenter representerer til sammen 96 % av total committed capital i norsklokaliserte fond.

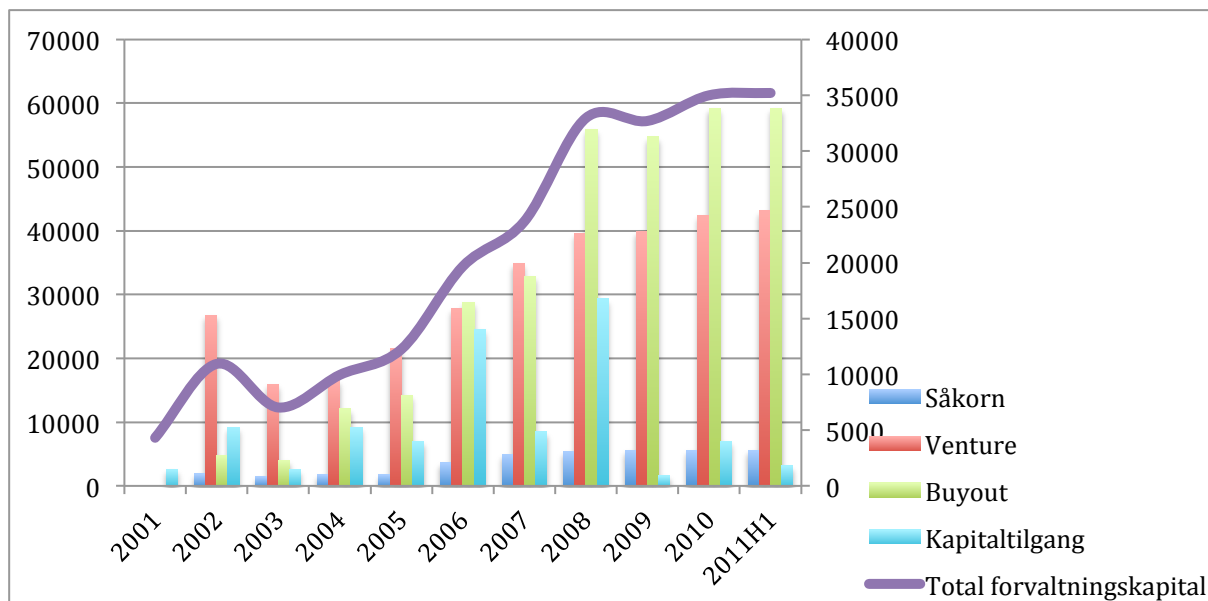
³¹ Halvårsrapporten for 2011 er utført fra april til september 2011, hvor responsraten representerer 87 % av committed capital.

2.9.1 Forvaltningskapital og kapitalinngang

De siste ti årene har aktive eierfond i Norge hatt en sterk vekst både i antall forvaltningsmiljøer og i beløp. I februar 2001, da NVCA ble stiftet, ble det forvaltet 7,5 milliarder NOK av NVCAs medlemmer. PE-bransjen opplevde sterk vekst gjennom oppgangskonjunktoren fra 2003 til 2006. Foruten 2001, var 2003 et bunnår for PE-markedet når det gjelder forvaltningsbeløp, hvor aktørene forvaltet 12 for milliarder NOK. I årene 2006 til 2008 ble det etablert 45 nye PE-fond – 27 i 2007 og 9 i hhv 2007 og 2008, hvilket angir et relativt tydelig tegn på at PE-bransjen er medsyklisk, som blant annet påpekt av Kaplan & Schoar (2004) i delkapittel 2.6.2. I 2008 forvaltet PE-aktørene i underkant av 58 milliarder NOK, et beløp som har utviklet seg relativt konstant frem til dags dato. Implikasjonen er at den norske PE-bransjen ikke var uberørt av den økonomiske turbulente perioden utløst av Lehman Brothers-konkursen.

Det nevnte faktum indikeres av PE-markedets utviklingsforløp i relasjon til kapitalinngang. Fra toppåret i 2008 fram til dags dato har tilførsel av ny kapital til PE-markedet falt dramatisk. Ved utgangen av 2010 forvaltet de norske aktive eierfondene til sammen 61,2 milliarder kroner, hvor beløpet som tilskrives VC utgjorde 24,3 milliarder NOK, mens BO godskrives 33,8 milliarder. Såkorn utgjorde beskjedne 3,2 milliarder. For halvåret 2011 utgjør Committed Capital 61 milliarder NOK.

Sammenlignes kapitalinngangen i Norge med Europa, vises det at kapitalinngangen i det norske PE-markedet har tatt seg betydelig opp i relativ tilnærming. I 2010 ble det hentet inn 100 Euro per nordmann til PE-investeringer, mens det på samme tid ble hentet inn 32 Euro per gjennomsnittlige europeer. Det er tydelig at markedsforholdene i Europa har vært betydelig verre enn hva som har vært tilfellet for det norske PE-markedet. NVCA (2011A) rapporterer at Committed Capital var 80 milliarder NOK i Europa i 2008, mens beløpet i 2009 og 2010 var hhv. 16 og 18 milliarder NOK. Likevel ser vi at kapitaltilgangen til det norske PE-markedet har blitt mer internasjonal, og andelen av norske selskaper i PE-fondenes porteføljer har holdt seg mer stabil enn mange andre land i Europa.



Figur 2.1: Total Committed Capital. Tall oppgitt i millioner NOK. Kilde: NVCA

Figur 2.1 sammenstiller forvaltningskapital for hhv. såkorn-, VC- og BO-segmentet med total forvaltningskapital for det norske PE-markedet. Venstre akse angir den total forvaltningskapital, mens høyre akse viser forvaltningskapital for hhv. såkorn, VC og BO, og den aggregert kapitaltilgang i PE-markedet. Vi har ikke kunnet oppdrive 2001-tall for hvert av såkorn-, VC- eller BO- segmentene, men kun tall for den totale forvaltningskapitalen.

Av figuren kan vi se den relativt ekspansive økningen i PE-markedet det siste tiåret. Lenge var VC-segmentet dominerende når det gjelder forvaltningskapital, men fra 2008 av dominerer BO-segmentet klart.

I 2010 ble det rapportert innhenting i overkant av 4 milliarder NOK gjennom etablering av to nye fond, ett BO-fond og et VC-fond, i tillegg til tre *second closings*³² på allerede eksisterende VC-fond. Tilført Committed Capital fordeler seg med hhv 2,5 milliarder til BO og 1,5 milliarder til VC. Sammenlignes dette med årene 2006 til 2008 er beløpene små,

³² Metrick & Yasuda (2010A): *Closing* innebærer at forvaltningshuset annonserer til investorene at *drawdown* av kommitert kapital vil iverksettes slik at fondet kan starte å investere. Et fond kan ha mange *closings*, men det vanlige antall er rundt tre. Kun når et forvaltningshus annonserer *final closing* vil fondet ikke lenger være åpent for investorer. *Drawdown* utføres når et fond har bestemt at de vil investere, og henvender seg til investorene for å ”*draw down*” investeringsbeløpet. Beløpet er allerede forpliktet fondet, men *drawdown* innebærer den faktiske handling ved overføre beløpet fra investorene slik at det kan investeres i porteføljeselskapet av GP.

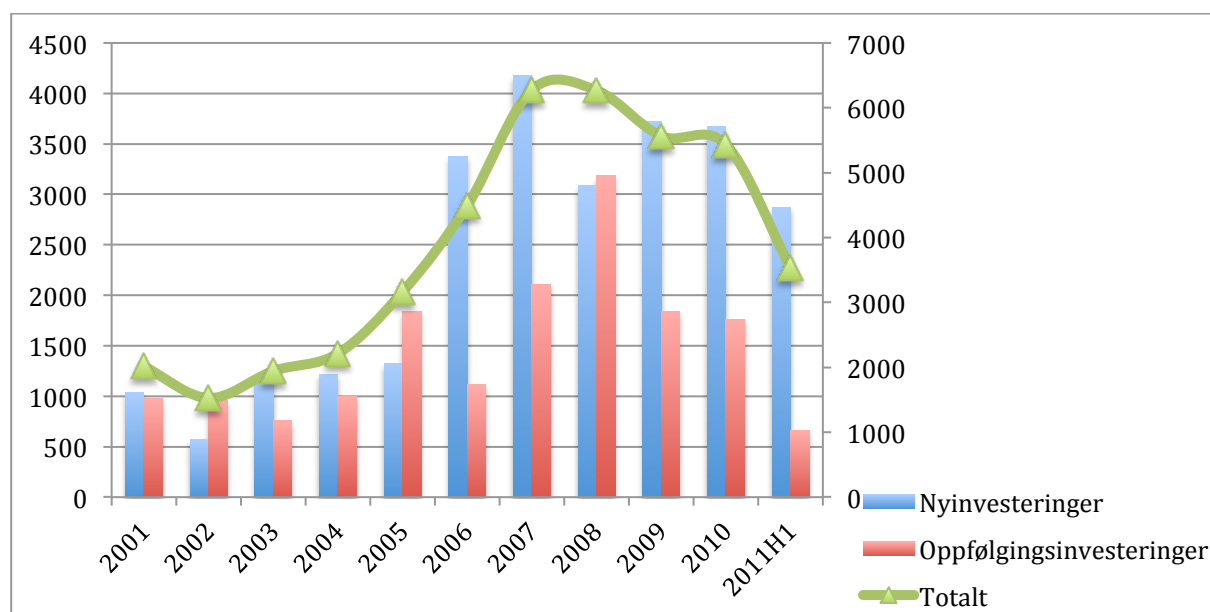
samtidig som kapitalen er konsentrert rundt noen få forvaltere. For halvåret 2011 er det på den annen side hentet inn 1,8 milliarder NOK – alt allokert til VC.

De siste årene har utenlandske investorer bidratt med en stadig økende kapitalinngang til norske aktive eierfond. I 2010 utgjorde for første gang den utenlandske kapitaltilførselen største andelen av all kapitaltilførsel. Utenlandske investorer stod da for 60 % av kapitalinngangen, hvilket er et tegn på at det norske PE-markedet er konkurransedyktig internasjonalt. Argentum (03.10.2011) fremhever i intervju at det norske PE-markedet er attraktivt for utenlandske investorer av hensyn til makroøkonomiske forhold, hvilket gjør norske selskaper attraktive.

Til tross for at norske PE-fond har i økende grad fått internasjonalt oppmerksomhet når det gjelder investorer, og at Norges økonomi er bedre utviklet enn mange andre OECD-land, påpeker OECD at Norge er relativt underutviklet innenfor PE (Nationen, 2008). I følge European Commission fører mangel på kapitaltilførsel i Europa til at bedrifter ikke stiller like konkurransesterke sammenlignet med USA, som har det mest velutviklede PE-markedet i verden (Botazzi & Da Rin, 2002).

2.9.2 Investeringsaktivitet

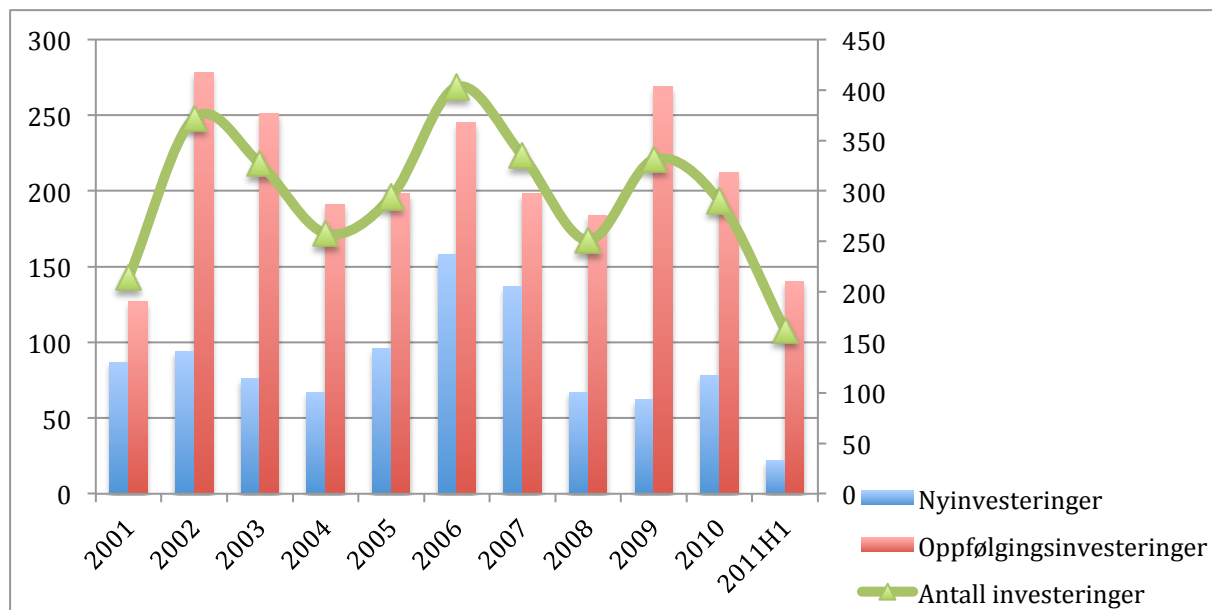
Til tross for at kapitalinngangen i det norske PE-markedet viser tegn til å ta seg opp, så spares det på investeringsnivået. I 2010 investerte totalt norske PE-aktører 5,4 milliarder kroner i norske og utenlandske porteføljeselskaper, hvilket representerer en marginal nedgang fra 2009.



Figur 2.2: Investeringsnivå totalt i bransjen. Kilde: NVCA

I figur 2.2 er investeringsnivå for ny- og oppfølgingsinvesteringer tilordnet venstre aksje, mens totalt investeringsnivå er tilordnet høyre aksje.

Vi ser at for første halvår for 2011 er investeringsnivået relativt høyt, hvilket indikerer at PE-markedet er på bedringens vei. Totalnivået tilsvarer 65 % av totalnivået i hele 2010, og nivået for nyinvesteringer er allerede nesten like stort som nyinvesteringene for hele 2008. Investeringsnivået for oppfølgingsinvesteringer er heller lavt, og ligger på nivå med nivået for hele 2003, hvilket kan tyde på at markedet er i ferd med å bedres.



Figur 2.3: Antall investeringer. Kilde: NVCA

Figur 2.3 viser antall investeringer fra 2001 og frem til i dag. Ny- og oppfølgingsinvesteringer er angitt venstre akse, mens totalt antall investeringer er tilordnet høyre akse.

Ut i fra denne figuren ser vi at antall nyinvesteringer har holdt seg relativt lavt etter finanskrisens utbrudd i 2008. Når det gjelder antall oppfølgingsinvesteringer, var det en nedgang i investeringer fra 2006 til 2008, mens fra 2009 ser vi at antall investeringene har økt kraftig. Både 2009 og 2010 ligger over gjennomsnittet av antall oppfølgingsinvesteringer som har vært i perioden fra 2001 til 2011, og i 2011 ser det ut å øke enda mer.

3. Teoretisk fundament

I dette kapitlet vil vi redegjøre for teorier som underbygger oppgaven. Målet med kapitlet er å bygge et fundament for oppgaven, hvor vi redegjør for konjunktur- og kriseteori for å bedre forstå hvordan finanskrisen og finanskrisens forløp har utspilt seg. I tillegg redegjør vi for Pecking Order Theory, som forklarer et selskaps valg av kapitalstruktur. Formålet ved anvendelse av teorien er å bedre forstå hvorfor porteføljeselskaper engasjerer seg i PE-markedet og bidrar som sådan til å bedre forstå hvorfor PE eksisterer. Sist, redegjør vi kort for neoklassisk finansteori, før vi presenterer agentteori for å diskutere hvorledes aktørene i PE-markedet forholder seg til asymmetrisk informasjon, hvordan asymmetrisk informasjon bidrar til at PE-fondene utøver selekteringsprosess av porteføljeselskap og hvorledes asymmetrisk informasjon bidrar til å rasjonalisere Limited Partnership-strukturen.

3.1 Økonomiske konjunkturer

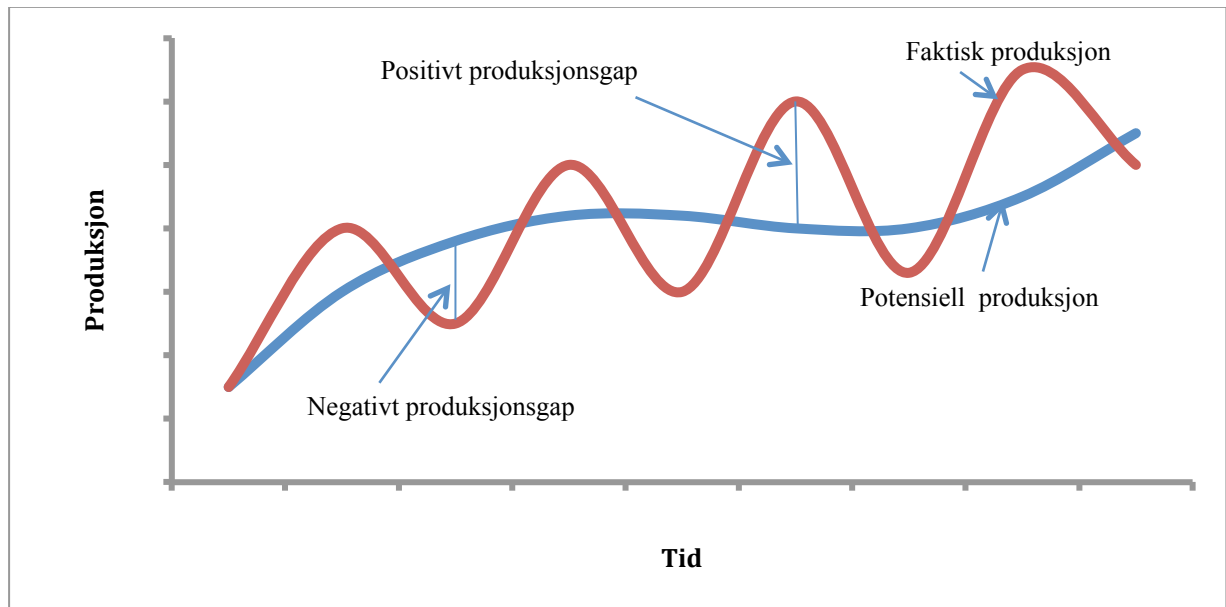
Konjunktteori benyttes for å forklare den økonomiske situasjonen i et marked eller økonomi, og kan defineres etter hvor sterk veksten i bruttonasjonalprodukt (BNP) er i forhold til veksten i potensiell produksjon. Økonomiens konjunkturbevegelser fremkommer som svingningene i faktisk produksjon relativt til potensiell produksjon (Benedictow og Johansen, 2005).

Potensiell produksjon er en størrelse som må estimeres og innebærer det nivået av produksjon i økonomien som over tid fordrer mest mulig samfunnsøkonomisk utnyttelse av ressursene uten at det oppstår tiltakende kostnadspress. Potensiell produksjon er trendkomponenten i observert variabel (Frøyland & Nymoene, 2000).

For å identifisere press, både positivt og negativt, i økonomien identifiserer vi sykelkomponenten i observert variabel, benevnt som *produksjonsgapet*, y_t^{gap} . Produksjonsgapet måler avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon. På den måten kan produksjonsgapet gi informasjon om prispresset i økonomien, samtidig som produksjonsgapets fortegn beskriver realøkonomisk utvikling. Bjørnland, Brubakk & Jore (2004) definerer produksjonsgapet, y_t^{gap} , som

$$y_t^{gap} = y_t - y_t^* \quad (1)$$

Variablene er uttrykt i logaritmer, og blir følgelig det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon, og potensiell produksjon.



Figur 3.1: Konjunkturer. Kilde: Frøiland & Nymoen, 2000

Figur 3.1. illustrerer hhv. faktisk produksjon (rød serie), potensiell produksjon (blå serie) og produksjonsgapet.

Benedictow & Johansen (2004) beskriver lavkonjunktur som den situasjonen hvor faktisk produksjon ligger under potensiell produksjon, der produksjonsgapet har negativt fortegn. Tilfellet for høykonjunktur er visa versa, med positivt fortegn på produksjonsgapet. Konjunkturbunnene og -toppene er punkter hvor avviket mellom faktisk serie og trend er størst, og hvor faktisk serie og trend vil ha tilsvarende stigningstall. Konjunkturedgang er periodeintervallet regnet fra konjunkturtopp til –bunn, og motsatt for konjunkturoppgang.

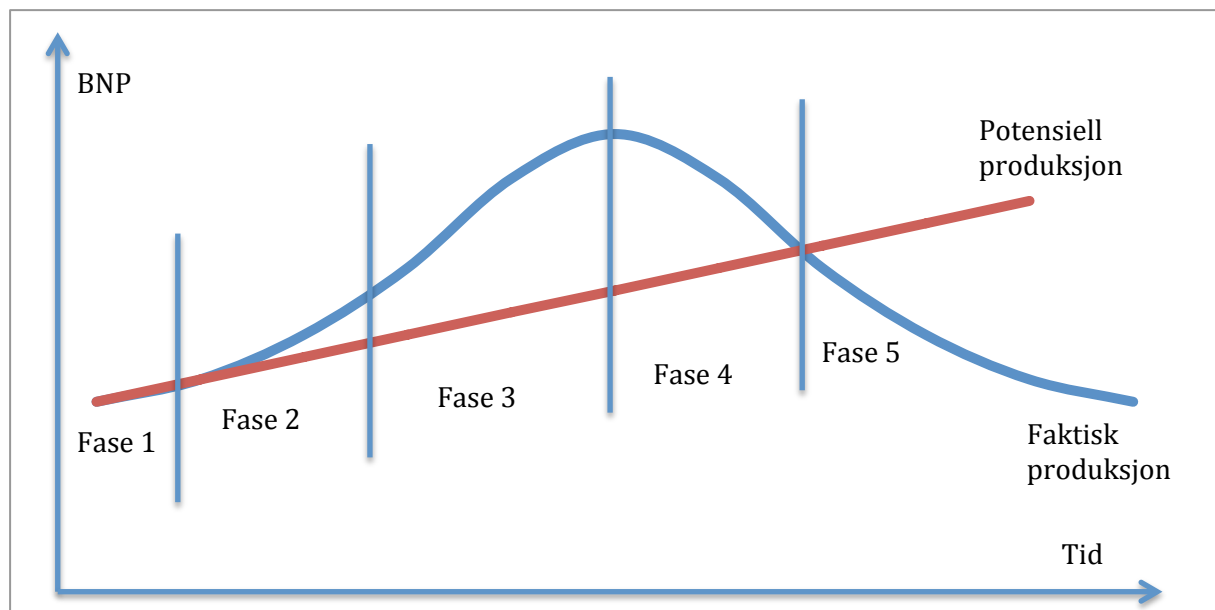
Frøyland & Nymoen (2000) utdyper at det enkleste uttrykket for potensiell produksjon er den langsiktige trenden i BNP. Konjunkturteori legger til grunn antagelsen om at samlet produksjon i en økonomi vokser trendmessig relativt til arbeid, kapital og teknologi (Gärtner, 2006). Derimot, på kort sikt er det variasjoner i faktisk produksjon relativt til trenden på et

gitt tidspunkt. Årsakene til dette avviket kan for eksempel være etterspørselspress i økonomien, som slår ut i høyere kortsiktig produksjon og derav skaper et positivt produksjonsgap. Over tid vil samfunnets ressurser utnyttes effektivt dersom den økonomiske veksten er stabil og produksjonsgapet holder seg nært null. Utviklingen i sysselsetting og arbeidsledighet vil i så tilfellet følgelig være stabil (Bjørnland et al, 2004). Det er ytterst sjeldent at et økonomisk produksjonsgap er null over tid, fordi økonomien vil utsettes for kortvarige, konjunkturrelle forstyrrelser – som er forhold tilknyttet økonomiens etterspørselsside.

3.2 Finansiell krise

Det finnes flere definisjoner på en finansiell krise. Grytten (2010A) benytter definisjonen; *”Langvarig finansielt tilbakeslag, med ringvirkninger til realøkonomien som er dypere og lengre enn konjunktursvingninger og som ikke kan forklares med etterspørselsledete konjunktursvingninger”*. For å få en bedre forståelse på hvordan en finansiell krise oppstår, har vi valgt å forklare det med hjelp av Hyman Minsky sin krisemodell.

Fra midten av 1970- til tidlig i -80-årene utviklet Hyman Minsky en modell for hvordan kriser oppstår i økonomien, der han tar utgangspunkt i endringer i monetære forhold. Modellen impliserer at økonomiske kriser utvikler seg gjennom fem faser, hvor modellens forløp bygger på konjunkturteori, som gjennomgått i delkapittel 3.1.



Figur 3.2: Hyman Minskys kriseteorimodell. Kilde: Grytten (2010B)

I fase 1, *displacement*, som er startfasen, fører et eksogent makroøkonomisk etterspørselssjokk til at pengerikelighet oppstår. Økonomien forlater sin naturlige vekstbane, og gjør et positivt skift, hvor produksjonsgapet er større enn null. Slike sjokk kan være av finansiell karakter, økonomisk-politisk, rent politisk eller forårsakes av store sjokk som krig, nye gjennomgripende innovasjoner o.l.

Det positive etterspørselssjokket fører til forventninger om økt lønnsomhet, og dermed økt aktivitet. Økonomien går da inn i en ny eksponentiell vekstfase som kalles *overtrading*, fase 2, der aktørene, av hensyn til eufori, tror markedsforholdene er stabile. Profittforventningene blir for høye i forhold til den reelle verdien, og omsetningen overgår dermed sin naturlige bane i sterkere grad. Psykologi påvirker det økonomiske forløpet, og "*snøballen begynner å rulle*".

I *monetary expansion*, den tredje fasen, vil det eksogene makroøkonomiske sjokket og overtrading føre til økt etterspørsel etter penger og kreditt. Penge- og kredittpolitikken blir gjerne lagt om i ekspansiv retning og det pengepolitiske regimet blir ekspansivt i seg selv. Virkningene er ofte selvforsterkende. Pengemengden øker, og fører til økt produktetterspørsel. Pengerikeligheten og optimismen blir så stor at det oppstår finansielle bobler, i tilfellet for finanskrisen ved aksjeboble, boligboble og stor risikoeksponering i kredittmarkedet.

Dersom den monetære veksten overgår veksten i realøkonomien, oppstår det en positiv finansiell boble, som før eller siden vil sprekke i den fjerde fasen, *revulsion*. Når den sprekker kommer vendepunktet der "alle" aktørene vil selge seg ut av markedet for å minimere finansielt tap. Veksten i penge- og kredittvolum avtar, og økonomien går inn i en sterk nedgangskonjunktur. For finanskrisens vedkommende karakteriseres tilfellet av sterkt redusert utlånsvillighet fra finansinstitusjoner og vanskelige forhold for egenkapitalemisjoner og PE, som diskutert i delkapittel 2.9.

Deretter faller lønnsomhetsforventningene sterkt og den blir etterhvert lavere enn den reelle verdi skulle tilsi. Negativt skift i produktetterspørselskurven fører til et negativt skift i etterspørselen etter penger og kreditt. Økonomien går inn i en negativ boble, og kommer inn i en vekst som er under sin normale bane, hvor produksjonsgapet er negativt. Fasen som karakteriserer situasjonen er *discredit*, modellens femte fase, og det har oppstått en økonomisk krise.

Minsky sin krisemodell kan anvendes på flere av de økonomiske krisene som har vært de siste 150 årene. Det oppstår både penge- og kreditt ekspansjon, boom og en positiv finansiell boble. Oppgangen blir snudd til en kraftig nedgang, og krisen blir et faktum.

3.3 Pecking Order Theory

Pecking Order Theory forsøker å begrunne selskapers valg av kapitalstruktur. Teorien stammer fra Myers (1984), men hypotesen Pecking Order Theory bygger på har vært aktuelt siden Donaldson (1961). Myers (1984) viser at på grunn av informasjonsasymmetri vil selskaper foretrekke internt generert kapital som finansieringsalternativ, og gjeld over egenkapital dersom ekstern kapital er nødvendig. Om sistnevnte er tilfellet, vil selskapet ønske å utstede det sikreste verdipapiret først. Implikasjonen er at bankfinansiering foretrekkes over obligasjonslån, som dernest foretrekkes over hybrid kapital, som konvertible obligasjoner.

For PE, og denne avhandlingen, er det nevnte formål ved Pecking Order Theory ikke relevant. Derimot, kan Pecking Order Theory bidra til å forklare hvorfor PE som aktivklasse eksisterer. Jamfør diskusjonen i delkapittel 2.6.2, forklares det at selskaper som ønsker relasjon med et PE-fond er bedrifter som ikke er selvfinansiert, har ikke mulighet til å hente inn lånefinansiert kapital i kredittmarkedet og egenkapital er for dyrt. Ross (1977)

understreker at selskaper kan utstede gjeld for å minimere deres informasjonsfortrinn, hvor banklån vil signalisere at selskapet er av bedre kvalitet enn hva tilfellet er dersom obligasjonslån velges.

Myers (1984) utdyper årsaken til at egenkapital anses for å være kostbart å utstede for selskaper, og argumenterer for at aktivaklassen kjennetegnes for å være informasjonssensitiv når det gjelder utstedende selskaps ledelses oppfatning av selskapet per se og selskapets framtidige vekstmuligheter. Å utstede egenkapital impliserer at ledelsen er i oppfatning av at selskapets aksjeverdi er overvurdert. Dersom selskapets ledelse oppfatter selskapets aksjekurs som underpriset, vil selskapet ikke utstede egenkapital, på grunn av at en slik utstedelse er kostbart for selskapet. Når et selskap utsteder egenkapital vil således investorer kunne skille mellom gode og dårlige selskaper, fordi signaliseringseffekten utstedelse av egenkapital impliserer bidrar til å løse adverse selection for investors vedkommende.

Ved å anvende Akerlof (1979) vises det at dårlige selskaper (*lemons*) driver gode selskaper ut av markedet for egenkapital av hensyn til adverse selection. Årsaken er fordi investor har begrenset, eller ingen informasjon, om selskapene og må basere sin beslutning på gjennomsnittskvaliteten. Ledelsen i gode selskaper, som vet selskapets kvalitet, vil følgelig ikke ønske å utstede egenkapital. På grunn av informasjonsasymmetri og potensialet for adverse selection i markedet, vil selskaper preferere internt generert kapital for å finansiere drift og vekst, dernest gjeldsinstrumenter som i større grad objektivt signaliserer kvalitet enn hva tilfellet er for egenkapitalinstrumenter³³.

Selskaper som utsteder PE opererer i et marked med betydelig grad av asymmetrisk informasjon. Fenn et al (1995) har understreket at selskaper som utsteder PE er selskaper som ellers ikke kan oppnå ekstern kapital gjennom kredittmarkedet, og som ikke har mulighet til å finansiere seg selv ved internt generert kapital. Dette faktum impliserer at selskapene ser seg nødt til å finansiere seg ved å henvende seg til PE-markedet, til tross for kostnadene forbundet med å utstede egenkapital.

³³ Årsaken til at gjeld anses til å objektivt signalisere kvalitet bedre enn egenkapital er på grunn av at lånefinansiering gis av tredjepart, ipso facto har gjennomført due diligence av selskapet, mens ved utstedelse av egenkapitalemisjon foreligger beslutningen selskapets ledelse.

3.4 Agentteori

PE innehar stor grad av asymmetrisk informasjon, fordi selskapene som utsteder egenkapital ikke er notert på en offentlig markedsplass. Det er av den årsak liten, om noen, offentlig informasjon om selskapet i markedet, slik at investor sitter på begrenset informasjon om selskapet, mens utsteder har et relativt informasjonsfortrinn. Fenn et al (1995) fremhever at fordelene med Limited Partnership er måten organisasjonsformen løser utfordringen tilknyttet informasjonsasymmetri og derav potensielle agentkostnader. Asymmetrisk informasjon har vært aktuelt innen økonomifaget siden Adam Smith og *The Wealth of Nations* fra 1776. Adam Smith skriver:

”The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot be well expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.”

Vi vil i det følgende diskutere det teoretiske aspektet av asymmetrisk informasjon i forbindelse med PE. Diskusjonen er strukturert slik at vi redegjør kort for neoklassisk finansteori, for deretter å diskutere aktuelle brudd på teoriens betingelser ved anvendelse av Theory of the Firm.

3.4.1 Neoklassisk finansteori

Neoklassisk finansteori impliserer at investeringsbeslutninger kan bli delegert fra eiere til ledelse uten at eier må akseptere reduksjon i sin nytte, fordi alle lønnsomme prosjekter realiseres uavhengig av ledelsens preferanser, risikoaversjon, ekstern finansiering og investors preferanser.

Miller & Modigliani viser i Proposition I at: *”In a perfect capital market, the total value of a firm is equal to the market value of the total cash flows generated by its assets and is not affected by its choice of capital structure”*. Teoremet er basert på antagelsen om perfekte kapitalmarkeder, hvilket innebærer fravær av transaksjonskostnader og agentkostnader, nøytrale skatter, informasjonssymmetri, og ingen konkurskostnader eller kostnader knyttet til financial distress (Berk & DeMarzo, 2011). Det tillater separasjon av finansierings- og investeringsbeslutningen tilknyttet samme prosjekt, grunnet alle lønnsomme prosjekter vil

bli realisert, uavhengig av finansieringsalternativet. Implikasjonen er at investeringer innen PE ikke skulle besitte noen utfordringer.

Antagelsene forbundet med neoklassisk finansteori er ikke realistisk i den reelle verden. Duffner (2003) forklarer at det empirisk har vist at kapitalmarkeder ikke behandler informasjon effektivt.

3.4.2 Theory of the Firm

Theory of the Firm aktualiserer kritikken mot neoklassisk finansteori som gjelder perfekte kapitalmarkeder i forhold til informasjons- og transaksjonskostnader. Vi vil i det følgende diskutere brudd på antagelsene neoklassisk finansteori, og aktualisere agentteori.

Innen agentteori betegnes relasjonen mellom to parter for en agent-prinsipal-relasjon, hvor den ene part defineres prinsipal, mens den annen defineres agent. Jensen & Meckling (1976) definerer prinsipal-agent-relasjonen som *"a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent."* Forfatterne anvender følgelig en kontrakt som metafor for agentteori, hvor fokuset er rettet mot å konstruere den mest effektive kontrakten.

Agentteori fokuserer på å beskrive interessekonflikten som potensielt kan oppstå når prinsipal delegerer beslutningsmyndighet og/eller arbeidsoppgaver til agent. Eisenhart (1989) fremhever at agentteori er opptatt av å løse to problemer som kan oppstå i en prinsipal-agent-relasjon. Det første problemet inntreer når agent og prinsipal har motstridende mål, eller når det er vanskelig, eller kostbart, for prinsipal å verifisere agentens handlinger. Problemstillingen er at prinsipalen ikke kan verifisere om agenten har handlet i prinsipalens interesse. Det andre problemet innen agentteori gjelder risiko når prinsipal og agent har ulik risikotilnærming. Problemstillingen er at prinsipal og agent kan favorisere ulike handlinger basert på ulike risikopreferanser.

Under forutsetning om at både prinsipal og agent ønsker å maksimere sin nytte, vil det eksistere sannsynlighet for at agenten handler i egeninteresse og derav skaper interessekonflikt mellom prinsipal og agent. Forklaringen på hvorfor agenten er i posisjon til å handle i egeninteresse, er fordi det eksisterer informasjonsasymmetri mellom prinsipal og

agent. Agenten vil i de fleste tilfeller ha mer informasjon om ressursene som forvaltes på vegne av prinsipalen enn prinsipalen selv (Jensen & Meckling, 1976).

Finansieringsrelasjoner er karakterisert av sterk asymmetrisk informasjon og avtalene er inkorporert i ufullstendige og relasjonelle kontrakter. Potensielle interessekonflikter i prinsipal-agent-relasjonen kan deles inn i tre kategorier, *moral hazard*, *hold up* og *adverse selection* (Duffner (2003), Bienz (2011)).

Moral hazard beskriver situasjonen hvor agent benytter informasjon som er skjult for prinsipalen, eller utfører handlinger som ikke er observerbar for prinsipalen, for å maksimere egen nytte uvilkaarlig av prinsipalens interesse.

Hold up tilknyttes systematisk og opportunistisk utnyttelse av hull i finansielle kontrakter, som er i favør agent. Kontrakter i finansieringsrelasjoner kan ikke under praktisk formål inkludere alle potensielle utfall, slik at kontrakten må reforhandles på et senere informasjonsgrunnlag. Risiko for hold up skapes av tre faktorer, delegerende relasjonsforhold mellom avtalepartene, irreversible kostnader foretatt av den ene part og inntreden av ekstern kapitaltilgang fra tredjepart, hvor agent får sterkere forhandlingsmakt.

Adverse selection tilknyttes prinsipalens selektering av agenter, hvor problemstillingen er at prinsipalen på forhånd ikke kan verifisere agentens egenskaper og dermed skille en agent av god kvalitet mot en agent med dårlig kvalitet. Agenten vil ha et informasjonsfortrinn relativt til prinsipalen, og kan følgelig selektere den informasjon som gis prinsipalen hva gjelder egen kvalitet.

Prinsipalen kan begrense sannsynligheten for agentkostnader gjennom ulike tiltak, og forfatterne fremhever tre alternativer. Det første alternativet er å gi agenten incitamentet til å handle i prinsipalens interesse. Det andre er å overvåke agenten. Duffner (2003) understreker at prinsipalen kan observere sluttresultatet, men ikke handlingene som har resultert i sluttresultatet. Et siste alternativ er at prinsipalen kan, ved kontrakt og reguleringer, disiplinere agenten.

3.4.3 Aktualisering av agentteori

Relasjonen GP. vs. LP.

I fondsstrukturen Limited Partnership opererer PE-aktøren som fondets GP, og investerer på vegne av fondets LP. I en agent-prinsipal-relasjon fordrer dette faktum at GP har rollen som agent, mens LP er prinsipalen. For at LP skal beholde sin posisjon som begrenset ansvarlig, kan ikke LP være delaktig i operativ drift av PE-fondet. Implikasjonen er at LP ikke direkte kan verifisere om GP handler i LPs beste interesse.

Fenn et al (1995) beskriver blant annet fire ulike måter GP kan utnytte sitt informasjonsfortrinn i forhold til LP for å begunstige egeninteresser. For det første kan GP benytte for liten tid knyttet til overvåkning av, og rådgivning til, porteføljeselskapet. Derneft kan GP kreve høye prosentsatser knyttet til kompensasjon, mens det tredje alternativet GP kan føre er å ta uforholdsmessig stor risiko tilknyttet investeringer. Sist, kan GP holde attraktive investeringsmuligheter for seg selv.

Løsningen på potensielle agent-prinsipal-relasjonsproblemer ligger i struktureringen av Limited Partnership per se (Fenn et al, 1995). Et Limited Partnership har predefinert levetid, som diskutert i delkapittel 2.8. For at GP sin virksomhet skal operere optimalt, må PE-aktøren opprette et nytt fond når et spesifikt Limited Partnerships Investment Period er over. Forfatterne peker på at det er fordelaktig med et godt renommé når GP skal hente inn kapital. GP med veletablert renommé blant LP opplever at innhenting av kapital er mindre kostbart, og mindre krevende, enn for GP med mindre attraktiv track record (Fenn et al, 1995). Forfatterne utdyper at det kan ta fra 2 til 12 måneder å innhente ny kapital, avhengig av track record og erfaring hos GP. For øvrig vises det til i delkapittel 2.6.2. at avkastning er konsistent for gode og dårlige fond over flere år. GP sin track record er følgelig særs viktig for GP på grunn av at det signaliserer kvalitet til LP.

GP er ikke indifferent til hvilke investorer som investerer i PE-fondet. Fenn et al (1995) fremhever at GP prefererer LP med et langsiktig engasjement innen PE, hvilket støttes opp om av Metrick & Yasuda (2010A). Fordi LP som tidligere har investert i GP sitt fond besitter informasjon om GP sin kvalitet, vil GP foretrekke å hente inn kapital fra tidligere relasjoner, enn å måtte erverve nye investorer. Når en spesifikk LP trekker seg fra PE-markedet opplever således GP utfordringer knyttet til kapitalinngang i nye Limited Partnership. Implikasjonen er at LP har betydelig signaliseringseffekt i relasjon til GP, og

dersom en spesifikk LP ikke ønsker å investere i GP vil dette signalisere dårlig kvalitet for GP ovenfor andre potensielle investorer. GP vil følgelig ha incentiv til å ikke handle i egeninteresse ovenfor LP.

Kompensasjonstrukturen i et Limited Partnership er konstruert som en incentivmekanisme for å motivere GP til å fremme finansiell avkastning til LP. Som nevnt under delkapittel 2.9 knyttes største andel av GP sin kompensasjon seg til Carried Interest. Incentivmekanismen som gis GP i form av Carried Interest er oppsideeksponering uten tilsvarende nedsideeksponering, en struktur som kan repliseres som en call opsjon på fondets portefølje (Metrick & Yasuda (2010A); Sahlman (1990)). En opsjons verdi øker med underliggende aktivas volatilitet og derav vil GP ha et incentiv til å øke volatiliteten i porteføljen. For BO peker Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach (2007) på at GP vil ha et incentiv om å gire investeringene opp så mye som mulig og på den måten øke Carried Interest Basis.

Fenn et al (1995) angir to framgangsmåter LP kan benytte for å begrense GP sin søken om handlinger i egeninteresse. Den første mekanismen er å anvende restrictive covenants, dvs. kontraktsfestede bestemmelser, som må overholdes av GP. Gompers & Lerner (1996) har i sin artikkel analysert VC-avtaler. Forfatterne deler covenants inn i tre grupper, hvor den første er restriksjoner på fondets administrering. Dernest kan LP kreve restriksjoner på GPs aktiviteter, og sist restriksjoner på investeringer. Således kan covenants bidra til å minimere moral hazard tilknyttet kompensasjonsstrukturen, som eksemplifisert i forrige avsnitt. Den andre framgangsmåten LP kan benytte for å begrense GP sin søken om egeninteresse er ved advisory board. Styret i tilstrekkelig store LP vil til en viss grad ha innsikt i GP sine aktiviteter, og er følgelig i posisjon til å kunne overvåke GP sine handlinger.

Relasjonen porteføljeselskap. vs. GP.

Fenn et al (1995) utdyper at to typer potensielle problemer ligger til grunn når eksterne investorer finansierer investeringsaktiviteten til et selskap, hvilke er adverse selection og moral hazard. I relasjon til PE opptrer porteføljeselskapet som agent, mens GP har rollen som prinsipal.

Adverse selection inntreer under screeningprosessen, hvor PE-fondet har som formål å finne fram til det mest gunstige porteføljeselskapet. Utsteder har generelt et informasjonsfortrinn relativt til GP hva gjelder kvaliteten til selskapet. Det er følgelig i porteføljeselskapets

ledelses interesse å utnytte sitt informasjonsfortrinn ved å fokusere på de positive sidene av selskapet, mens potensielle problemer i selskapet nedtones.

Innen PE eksisterer det lite, om noen, offentlig tilgjengelig informasjon om utsteder og i de fleste tilfeller vil ikke GP ha hatt tidligere relasjon med utsteder/gründer (Fenn et al, 1995). Av den årsak må GP basere seg i stor grad på informasjon utarbeidet de novo. I tillegg er PE kostbart for utsteder, jamfør delkapittel 3.3. Kombineres de to nevnte faktum, ser vi at asymmetrisk informasjon kan skape store og potensielle problemer knyttet til adverse selection for GP.

Innen PE bekjempes utfordringene knyttet til adverse selection ved å gjennomføre grundig due diligence. I tillegg er alternative finansieringskilder for utsteder begrenset, som argumentert for i delkapittel 2.8, 3.3 og som senere vil aktualiseres i kapittel 4. Derav gis utsteder incentiv til å signalisere god kvalitet ovenfor GP for at PE-fondet skal ønske å investere i porteføljeselskapet.

Moral hazard inntreffer post investeringsbeslutning, og således under porteføljeselskapets operative virksomhet. Fenn et al (1995) foreslår to hovedtyper av mekanismer GP kan anvende for å sikre at utsteders og GPs interesser likestilles.

Den første kategorien virkemidler GP kan anvende for å minimere porteføljeselskapets søken etter egeninteresse inkluderer incentivmekanismer tilknyttet utsteder. Forfatterne framhever tre ulike strategier for å gi utsteder incentiver til å handle i GP sin interesse. For det første, ved å inkludere aksjeeierskap som en relativt betydelig andel av porteføljeselskapets ledelses kompensasjon, gir man ledelsen incentiv til å handle i selskapets beste interesse. For det andre, ved å utstede convertible preferred stock til PE-fondet, mens porteføljeselskapets ledelse på den annen side besitter common stock, eller warrants på å kjøpe common stock, så reduseres, potensielle problemer tilknyttet moral hazard. Årsaken er fordi convertible preferred stock er prioritert over common stock i pecking order, og følgelig vil handlinger foretatt av porteføljeselskapets ledelse med hensikt å begunstige seg gjennom common stock bli mindre attraktiv å gjennomføre ettersom GP har prioritet i avkastningsfordeling. For det tredje, ved å inkludere sanksjoner i tilknytning utilstrekkelig måloppnåelse av porteføljeselskapets ledelse, vil man kunne redusere uforholdsmessig risikotaking som egenkapitalinstrumentet, diskutert over, tilfører porteføljeselskapets ledelse.

Den andre kategorien GP kan anvende for å minimere porteføljeselskapets søken etter egeninteresse inkluderer mekanismer relatert til direkte kontroll. Mekanismene er utformet for å beskytte Limited Partnershipets interesse i utsteder og er inndelt i fire innretninger. For det første, ved å gi GP representasjon i utsteders styre, vil GP ha større mulighet til å influere porteføljeselskapets ledelse. For det andre, gjennom allokering av stemmerettigheter kan GP kontrollere utsteder uten å besitte eiermajoritet. Dermed har GP stor innflytelse i problemstillinger hvor aksjonærer tillates å stemme. For det tredje har GP kontroll over tilgang til øvrig finansiering av utsteder. Spesielt innen VC er finansiering transjert i flere runder, eller *stages*. Signaliseringseffekten ved at initialinvestor ikke er villig til å delta i en ny finansieringsrunde er svært uheldig for utsteder, på grunn av at det indikerer at porteføljeselskapet ikke er en attraktiv investering for andre investorer. For det fjerde kan GP anvende kontraktsfestede covenants, som gir GP rett til å revidere og kontrollere utsteders fasiliteter, regnskap og poster, og rett til å motta finansiell rapportering og operasjonelle uttalelser. Andre covenants kan inkludere restriksjon av salg av aksjer og verdipapirer, restriksjoner tilknyttet M&A og restriksjonen for kontraktsinngåelse uten GP sin godkjennelse.

3.4.4 Rasjonalisering av PE og Limited Partnership som finansielt mellomledd

Vi vil i det følgende diskutere hvorfor PE-fondet eksisterer som finansielt mellomledd mellom LP og porteføljeselskapet. Argumentasjonens første del vil først belyse behovet for et finansielt mellomledd, og dernest vil vi avklare behovet for PE-aktøren.

Fordelen med Limited Partnerships er hvordan strukturen håndterer informasjonsasymmetri. Fenn et al (1995) poengterer spesielt tre elementer. Det første elementet spesialiserte GP seg i å finne, strukturere og administrere investeringer i private selskaper. Det andre anvender Limited Partnerships organisatoriske og kontraktsfestede mekanismer for å likestille interessene mellom GP og LP. Det tredje og siste elementet impliserer PE store og aktive eiere i private selskaper, som har mulighet til å utøve både formell og uformell kontroll og dermed diktere selskapet i partnerskapets interesse. Formell kontroll kan utøves eksempelvis ved styre- og stemmerettigheter. Kaplan & Strömberg (2003) har gjennomført en studie av 213 VC-investeringer i 119 porteføljeselskap foretatt av 14 VC-aktører. Forfatterne fant at VC-aktøren har styreromsmajoritet i 25 % av observasjonene og majoritet av

stemmerettigheter i 53 % av observasjonene. Uformell kontroll utøves ved PE-aktørens innflytelse gjennom kompetanse og erfaring (Jacobsen & Thorsvik, 2007).

Tilfeller hvor PE benyttes som ekstern finansiering kjennetegnes av situasjoner hvor utvalgs- og incentivproblemene er så vesentlige at gjeldsfinansiering er upraktisk. Fenn et al (1995) fremhever at dette spesielt gjelder dette VC. Selskaper som har behov for VC-finansiering har generelt lav, om noen kontantstrøm, få fysiske eiendeler som kan anvendes som sikkerhet ved gjeldsfinansiering og ingen, eller begrenset, historisk track record som gir selskapet finansiell kredibilitet i kredittmarkedet. Chan (1983) viser at i et marked med imperfekt informasjon og positive søkekostnader vil ikke-informerte investorer og informert ledelse, i likevekt, ikke være i stand til å overkomme *the lemon problem*³⁴.

For å løse utvalgs- og incentivproblemene fremhever Fenn et al (1995) at investorer må utøve grundig screening før investeringsbeslutningen og tilstrekkelig overvåkning av porteføljeselskapet etter investeringsbeslutningen er foretatt. Når det gjelder et spesifikt porteføljeselskap er ikke dette aktiviteter som effektivt kan utøves av et større antall investorer. Duplisering av investorenes parallelle screening- og overvåkningsprosess, eller for lite screening og overvåkning som følge av gratispassasjerteoremet³⁵, fordrer ineffektivitet, skriver forfatterne. Å skille ut screening og overvåkning til et mellomledd kan derfor være effektivt i følge Fenn et al (1995). Mishkin (2007) anvender, som Chan (1983), *the lemons problem* for å forklare hvorfor bankvirksomhet opererer som mellomledd mellom investor, långiver, og porteføljeselskap, låntaker. Mishkin (2007) presiserer at "A financial intermediary, such as a bank, becomes an expert in producing information about firms, so that it can sort out good credit risk from bad ones." Det eksisterer følgelig et behov for et mellomledd mellom investor og investeringsobjekt, men hvorfor brukes ikke bank som ekstern finansieringskilde?

Winton & Yerramilli (2008) sammenligner bankfinansiering med ekstern VC-finansiering. Forfatterne konkluderer med at VC kun er optimalt når porteføljeselskapet innehar høy risiko, kontantstrømmen karakteriseres av positiv statistisk skjevhet, lav sannsynlighet for å

³⁴ Akerlof (1970) På grunn av informasjonsasymmetri mellom selger og kjøper, til fordel for kjøper, vil selger av objekt med god kvalitet ikke ønske å selge objektet grunnet kjøpers beste valg, som er å anta gjennomsnittskvalitet, er å være maksimalt villig til å betale gjennomsnittsprisen i markedet.

³⁵ Pindyck & Rubinfeld (2005) Gratispassasjerteoremet innebærer en situasjon hvor et individ konsumerer en ressurs uten å betale for den, eller betaler mindre enn full pris for ressursen.

lykkes, lav likvideringsverdi og høy avkastning ved suksess. I alle andre tilfeller er bankfinansiering optimalt.

Ueda (2004) poengterer imidlertid at VC-aktører er i bedre stand til å screene et potensielt porteføljeselskap enn en bank pre investeringsbeslutning, og er bedre i stand til å overvåke porteføljeselskapet enn en bank post investeringsbeslutning. Valget mellom bank eller PE som ekstern finansieringskilde avhenger av to kriterier i følge Ueda (2004). Det første kriteriet er grad av asymmetrisk informasjon mellom porteføljeselskapet og banken, mens det andre kriteriet er hvor sterkt intellektuelle rettigheter er beskyttet. Når en bedrift ønsker bankfinansiering må porteføljeselskapet påta seg signaliseringskostnader på grunn av bankens relativt svakere evne til screening enn hva som er tilfellet for en PE-aktør.

Derimot er fordelen med bankfinansiering at trusselen for ekspropriering er lav³⁶. Når intellektuelle rettigheter sterkt beskyttet, er porteføljeselskapet mer villig til å engasjere PE, fordi sannsynligheten for at PE-aktøren eksproprierer porteføljeselskapet er lavere. Ueda (2004) konkluderer at lave sikkerhetsverdier, høy vekst, høy avkastning, og høy risiko forbundet med prosjektet øker kostnader forbundet med asymmetrisk informasjon. Porteføljeselskapet vil følgelig motiveres til å motta ekstern finansiering fra en PE-aktør og ikke en bank. Videre henviser det til delkapittel 3.3 som understreker utsteders begrensede mulighet til å finansiere seg i gjeldsmarkedet.

³⁶ Vale, H. (2006): Ekspropriasjon betyr at noen, om nødvendig med tvang, blir fratatt eiendom eller rettigheter mot erstatning.

4. Evalueringskriterier

Under definering av problemstillingen presiserer vi at vi ønsker å se på det aggregerte PE-markedet. Litteraturen har skrevet mye om evalueringskriterier innen VC, men relativt lite innen BO. Bowles (1987) skriver at BO-fond fokuserer på et godt lederteam og at selskapet råder over fysiske eiendeler som kan stilles til sikkerhet ved LBO. Videre poengterer forfatteren at BO-aktører ser etter selskaper med sund balanse og god likviditetsstyring og opererer i bransjer med lav grad av produktteknologi, hvor produktene er generelle og konsumeres blant et stort spekter av aktørene i økonomien. Dernest fremhever Bowles (1987) at lav konkurranse, inntekstvekst og stabile drifts- og resultatmarginer er essensielt, samt at bedriften krever relativt lite kapital. Fenn et al (1995) utdyper videre at for etablerte selskaper, er PE-aktørens fokus å undersøke og forstå den eksisterende virksomheten. Fokusområde vil variere etter hvert enkelt selskap. Forfatterne fremhever generelt at ved distressed BO, fokuseres det betydelig på selskapets kreditorer. Dersom BO involverer en familieeid bedrift, vektlegges ledelsen i større grad. Og dersom PE-aktøren utfører en LBO, fokuseres det betydelig på å prognostisere kontantstrøm.

Av hensyn til at litteraturen innen VC er veldokumentert, tar vi utgangspunkt i studier utført med basis i VC evalueringskriterier. Årsaken er på grunn av at vi ikke har kunnet oppdrive veldokumenterte studier for BO evalueringskriterier. Som nevnt i delkapittel 1.2, vil vi analysere våre resultater i tråd med hvilke respondenter undersøkelsen gir. Kort fortalt reflekterer vår undersøkelse i vid utstrekning respondenter innen såkorn og VC³⁷. Spørreundersøkelsen var utformet med basis i gjennomgangen presentert i dette kapittel, og vi ble følgelig ikke stilt ovenfor dilemmaet om vi skulle inkludere BO-aktører i vår analyse, eller ikke, i delkapittel 6.1 i den utstrekning vi hadde forespeilet oss før utsendelse av spørreskjemaet. Årsaken er fordi våre respondenter reflekterer såkorn- og VC-fond.

Det poengteres at vi benyttet typologien PE i den påfølgende diskusjon. Like tydelig ønsker vi å presisere at studiene som gjennomgås i kapittel 4.1 er utført på VC-fond.

³⁷ Se delkapittel 6.1. for presentasjon av datamaterialet.

4.1 Evalueringskriterier i lys av tidligere forskning

Evalueringskriterier innen PE har blitt viet stor interesse i litteraturen fra 1970-tallet og frem til dags dato. Franke, Gruber, Harhoff & Henkel (2008) legitimerer den store interessen ved å anvende et tredelt argument. For det første bidrar kunnskap om evalueringskriterier til at ledelsen i potensielle porteføljeselskaper bedre kan bedømme eget prosjekt og unngå potensielle feil i forespørselen sendt ut til PE-aktører. For det andre gir strukturert empirisk arbeid rundt evalueringskriterier PE-aktørene selv et sammenligningsgrunnlag om deres egen evalueringpolicy. For det tredje er PE-aktører vurdert som eksperter på å identifisere nye og lovende virksomheter (VC), og derav kan deres evalueringskriterier regnes som suksesskriterier.

4.1.1 Identifisering av evalueringsfaktorer

I den følgende diskusjon vil vi gjøre rede for hvilke evalueringskriterier som vurderes som mest viktig av PE-aktørene ved selektering av porteføljeselskap.

Baum, Heller, Khanin & Mahto (2010) har utført en gjennomgang av evalueringskriterier innen PE fra 1970-tallet og frem til dags dato. Forfatterne finner at aktuelle kriterier PE-aktøren må ta hensyn til ved screening av et potensielt porteføljeselskap er først og fremst porteføljeselskapets ledelse. Deretter vektlegges porteføljeselskapets målmarked og målmarkedets vekstpotensial. Like viktig er det å kartlegge porteføljeselskapets produkt og konkurranseforhold i markedet, samt å identifisere kundegruppen markedsføringen skal rette seg mot. Sist, må også PE-aktøren fokusere på risiko tilknyttet investeringen, undersøke avkastningspotensialet og exitmuligheter, porteføljeselskapets strategi og avtalen som ligger til grunn mellom PE-fondet og porteføljeselskapet. Zacharakis & Meyer (1998) finner at evalueringskriterier innen PE kan grupperes innen ledelsen, produktet, markedet og finansiell avkastning. Ledelsen vurdert som mest viktig, deretter produktet og markedet. Dette reflekteres av Franke et al (2008).

Muzyka, Birley & Leleux (1996) har gjennomført en spørreundersøkelse i kombinasjon med dybdeintervju av europeiske PE-aktører. Studiens metodologi anvender 54 parvise trade-offs med basis i 35 evalueringskriterier. 73 PE-aktører på tvers av Europa ble intervjuet og responderte på spørreskjemaet. Studien grupperte evalueringskriteriene i 7 grupper, hvilke er

finansielle-, produkt-markeds-, strategisk-kompetitive- og finansieringsrelaterte kriterier, lederteam, ledelsens kompetanse og avtalen (mellom porteføljeselskapet og PE-fondet).

Studien finner at 5 av 5 evalueringskriteriene om lederteamet i porteføljeselskapet ble rangert blant topp 5 evalueringskriterier. Produkt-markeds-karakteristika ble tilskrevet moderat grad av viktighet, og ble tett etterfulgt av viktigheten til strategisk-kompetitive kriterier. Finansieringskriterier og avtalen ble konsistent rangert som lite viktig. Forfatterne konkluderer med at PE-aktørene, som gruppe, vil investere i porteføljeselskap som representerer et godt lederteam med rimelige produkt-markedskarakteristika, selv om investeringsmuligheten per se ikke tilfredsstillende finansierings- og avtalerelaterte kriterium.

Funnene gjort av Muzyka et al (1996) tenderer til å korrespondere godt med øvrige studier om PE-aktørers rangering av evalueringskriterier. Poindexter (1976; i Tyebjee & Bruno, 1984) finner at kvaliteten på ledelsen er vurdert som det viktigste evalueringskriteriet, hvilket også reflekteres av Tyebjee & Bruno (1981). MacMillan, Siegel & Subba Narasimha (1985) finner at 5 av topp 10 evalueringskriterier i sin studie er ledelsesrelatert og Wells (1974; i Tyebjee & Bruno, 1984), finner at ledelsens dedikasjon til porteføljeselskapet er det mest sentrale kriteriet, etterfulgt av produkt- og markedskarakteristika.

4.1.2 Risikofaktorer i relasjon til PE-aktørens investering

I følge Driscoll (i MacMillan et al, 1985), er PE-aktørens rolle i PE-markedet mer enn å bidra som kilde til kapital for porteføljeselskapene. Forfatteren argumenterer for PE-aktørens underliggende rolle til å håndtere risiko tilknyttet porteføljeselskapet. Vi har i delkapittel 3.4.4. rasjonalisert PE som finansielt mellomledd. Fordelen med Limited Partnerships er hvordan fondsstrukturen håndterer informasjonsasymmetri, hvilket blir evnet bedre enn en bank. På grunn av at unoterte selskaper fremmer lite offentlig tilgjengelig informasjon, utdypes Fenn et al (1995) at før PE-fondet investerer i et selskap vil PE-aktøren ha gjennomført grundig screening og evaluering av bedriften. I det følgende vil vi aktualisere evalueringskriterier PE-aktøren benytter i nettopp denne nevnte prosessen.

Vi strukturerer diskusjonen om evalueringskriterier benyttet innen PE med bakgrunn i Driscoll (i MacMillan et al, 1985) sin påstand, på grunn av at det er til syvende og sist risikoavveining PE-aktøren utfører ved selektering av porteføljeselskaper. Baum et al (2010) spesifiserer risiko som et kriterium PE-aktøren studerer og refererer til arbeid gjort av MacMillan et al (1985). Risiko er underordnet alle kriterier, fra ledelse til avtalen, og av den

årsak tar vi utgangspunkt i studier som ikke bare identifiserer evalueringskriteriers viktighet, men som også tar utgangspunkt i risiko. Den følgende diskusjon vil basere seg på sekundærdata da det er skrevet i vid utstrekning om evalueringskriterier innen PE. Vi finner at et stort flertall av studier henviser i relativt stor utstrekning til et fåtall studier, i sær Tyejee & Bruno (1981:1984) og MacMillan et al (1985). Vi velger av den årsak å ta utgangspunkt i de tre overnevnte studier for å redegjøre for evalueringskriterier innen PE. Vi inkluderer også MacMillan, Zemann & Subba Narasimha (1987) i denne diskusjonen, av hensyn til at metodologien i studien fordrer a posteriori tilnærming til respondentenes besvarelser i motsetning til de tre overnevnte.

Diskusjonen er bygget opp slik at vi presenterer de ulike studier, før vi aktualiserer studienes konklusjoner og diskuterer funnene mot hverandre. Vi vil gjennomgående i drøftelsen bringe inn ytterligere empiri hvor diskusjonen gjør det hensiktsmessig.

4.1.3 Presentasjon av studiene³⁸

Tyejee & Bruno (1981) sin studie er basert på datainnsamling fra 46 PE-aktører ved anvendelse av telefonintervju og spørreundersøkelse. Spørsmålene ble inndelt i fire kategorier, ledelsesrelatert karakteristika, markedets karakteristika, kompetitive karakteristika og investeringens karakteristika. Studien konkluderer med at det dominerende karakteristika som er relevant for PE-aktøren ved evaluering av et potensielt porteføljeselskap er ledelsesegenskaper og porteføljeselskapets resultathistorikk.

Tyejee & Bruno (1984) sin studie anvender et spørreskjema som inkluderte 23 kriterier. Metodikken legger til rette for a priori besvarelse av respondenten og har som formål å indikere hvilke evalueringskriterier PE-aktøren baserer seg på. Forfatterne bekrefter i stor grad Tyejee & Bruno (1981), hvorav porteføljeselskapets ledelse er det viktigste kriteriet.

³⁸ Tyejee & Bruno (1981), Tyejee & Bruno (1984) og MacMillan et al (1985): Studiene lar respondentene besvare evalueringskriteriene a priori. En slik framgangsmåte medføre bias i forhold til resultatene som mottas fra respondenten. Årsaken er på grunn av at respondentene svarer subjektivt på definerte evalueringskriterier a priori kan være rasjonalisert av prinsipielle retningslinjer for PE-aktørens investeringsvirksomhet og ikke nødvendigvis reflektere objektive og faktiske evalueringskriterier. Eventuelt, vil respondenten reflektere egen oppfattelse av hva som anses som optimalt, men som ikke er retningslinjene PE-fondet opererer etter. MacMillan et al (1987) benytter a posteriori metodikk, hvilket kan fordre bias ved at respondentene overvurderer utslag på suksessfulle kriterier og overvurderer negativt utslag på ikke-suksessfulle kriterier, da studien ber respondentene rangere en suksessfull investering, og en ikke-suksessfull investering.

MacMillan et al (1985) har utført lignende studier som Tyebjee & Bruno (1981) og Tyebjee & Bruno (1984). Forfatterne foretok i sin studie en spørreundersøkelse med et utvalg på 150, der antall respondenter var 102. Studiens fremste funn var at ledelsens kvalitet var det viktigste kriteriet for PE-aktøren under investeringsbeslutningen, som er konsistent med Tyebjee & Bruno (1981) og Franke et al (2008). 5 av topp 10 viktigste kriterier relaterte seg til porteføljeselskapets ledelses erfaring og personlighet. I intervju med Argentum 03.10.2011 ble denne oppfatningen reflektert.

MacMillan et al (1987) gjennomførte, som en oppfølgingsstudie til MacMillan et al (1985) en spørreundersøkelse hvor formålet var å identifisere suksessfulle- fra ikke-suksessfulle VC-investeringer. Undersøkelsen ble sendt ut til et utvalg på 220, hvorav 67 responderte. Metodikken impliserte at respondentene ble bedt om å rangere en suksessfull og en ikke-suksessfull investering basert på blant annet 25 evalueringskriterier. Studien finner at konkurranseintensitet og markedsaksept vurderes svært viktig for PE-aktørene. I tillegg finner forfatterne at faktorene identifisert i sin studie, korresponderer godt med MacMillan et al (1985)³⁹.

4.1.4 Identifisering av risikofaktorer

Tyebjee & Bruno (1981), Tyebjee & Bruno (1984) og MacMillan et al (1985) søker alle å identifisere hvilke evalueringskriterier PE-fond baserer seg på ved selektering av porteføljeselskap. Som tidligere nevnt av Driscoll (i MacMillan et al, 1985), er PE-aktørens underliggende rolle å håndtere risiko tilknyttet porteføljeselskapet. I vårt spørreskjema har vi valgt å ta utgangspunkt i MacMillan et al (1985) sin kategorisering av risiko tilknyttet porteføljeselskapet. Risikokriteriene er identifisert ved faktoranalyse, en fremgangsmåte som også er benyttet av Tyebjee & Bruno (1981:1984). MacMillan et al (1985) poengterer at studiens resultater korresponderer høyt med de funn som er gjort i Tyebjee & Bruno (1981) – hvor Tyebjee & Bruno (1984) også korresponderer godt med Tyebjee & Bruno (1981). Under den påfølgende diskusjon vil vi ta utgangspunkt i MacMillan et al (1985) sin risikobenevnelse og diskutere resultatene opp mot de to øvrige studiene, i tillegg å aktualisere MacMillan et al (1987).

³⁹ Vi begrenser den følgende diskusjon ved å diskutere faktorene identifisert i MacMillan et al (1985) opp mot Tyebjee & Bruno (1981) (og derav også Tyebjee & Bruno (1984)). Årsaken er på grunn av at studiene er uavhengige, mens MacMillan et al (1987) er en oppfølgingsstudie til MacMillan et al (1985).

Et alternativ i forhold til strukturering av diskusjonen var å presentere evalueringskriteriene i henhold til kategoriinndeling, som for eksempel ved Baum et al (2010). Derimot er vi av oppfatning av at det er risiko PE-fondene evaluerer, slik at vi, etter vår mening, får en bedre forståelse for PE-aktørens selekteringsvalg ved å diskutere evalueringskriterier opp mot risikofaktorer, enn å diskutere evalueringskriterier opp mot kategorier. I delkapittel 4.2. legger vi frem hvilke evalueringskriterier vi benytter i vår spørreundersøkelse og hvorfor, og da for enkelhetens skyld presentert ved kategoriinndeling.

4.1.5 Competative Risks

Et porteføljeselskap har i følge MacMillan et al (1985) liten konkurranserelatert trussel innen de første tre år etter initial investeringsbeslutning, dersom produktet er proprietært eller målmarkedet ikke er utpreget konsolidert.

Det viktigste evalueringskriteriet faktoren er konstruert av er liten kompetitiv trussel, mens de to øvrige evalueringskriteriene er at produktet stimulerer et etablert marked og at produktet er proprietært. Shepherd, Etterson & Crouch (2000) fremhever at grad av rivalisering i porteføljeselskapets målmarked er viktig for PE-aktøren, hvilket også reflekteres av Zacharakis & Meyer (1998). Metrick & Yasuda (2010A) peker på at det er sentralt for PE-aktøren at bedriftens målmarked, ved tidspunktet for investeringsbeslutningen, er identifisert og er tilstrekkelig stort. MacMillan et al (1987) beskriver at markedsandel er et svært høyt rangert kriterium a posteriori for vellykkede PE-investeringer. Muzyka et al (1996) derimot, peker på at markedsstørrelse er rangert som 29 av totalt 35 evalueringskriterier, samtidig som grad av etablert marked er vurdert som moderat viktig og rangert som det 19. viktigste evalueringskriteriet. Tendensen i vår studie av tidligere litteratur, er at målmarkeds størrelse generelt er viktig. Både MacMillan et al (1985) og MacMillan et al (1987) avdekker at det ikke er viktig for PE-aktøren at porteføljeselskapet stimulerer et nytt marked, hvilket er en bekreftelse på det overnevnte, at et etablert marked er sentralt.

Det korresponderende resultatet i Tyebjee & Bruno (1981) peker på at PE-aktørene fokuserer på at inngangsbarrierer i porteføljeselskapets målmarked er tilstrekkelig overkommelige og at porteføljeselskapet beskyttes mot nedsideeksponering forårsaket av eksterne, ukontrollerbare risiko og konjunkturrell påvirkningskraft. Muzyka et al (1996)

påpeker at inngangsbarrierer og konkurranseintensitet er vurdert som moderat viktig av respondentene i sin studie.

NVCA (2011A) poengterer at sykliske bransjer generelt er uinteressant for PE-fond. Det interessante er at Muzyka et al (1996) finner at sensitivitet til økonomiske sykler og sesongvariasjon er rangert som hhv. 30 og 33 av totalt 35 evalueringskriterier, et funn reflektert av Hatton & Moorehead (1996). Av hensyn til NVCA (2011A) er forfatterens funn fornuftige. Tyebjee & Bruno (1981) fremhever at PE-aktører er konsentrert om sannsynligheten for et paradigmeskift⁴⁰ skal være så lavt som mulig. Funnene i Tyebjee & Bruno (1984) samsvarer med Tyebjee & Bruno (1981), sett bort fra at viktigheten av paradigmeskift er vesentlig mer utslagsgivende i sistnevnte.

Et PE-fond vil, som forklart av Metrick & Yasuda (2010A), foretrekke et porteføljeselskap som kan differensiere seg ved et unikt eller høyteknologisk produkt. At produktet er unikt støttes av Elango, Fried, Hisrich & Polonchek (1995). Muzyka et al (1996) derimot, peker på at det ikke er kritisk at produktet eller teknologien er unik, da PE-aktørene rangerer kriteriet som det 17 viktigste kriteriet av totalt 35 kriterier. MacMillan et al (1985) finner at behovet for at produktet er høyteknologisk er neglisjerbart, mens det essensielle er at produktet er proprietært eller på annen måte kan beskyttes, hvilket også støttes av Elango et al (1995) og Zacharakis & Meyer (1998). Tyebjee & Bruno (1984) argumenterer for at patentbeskyttelse av porteføljeselskapets produkt er lite viktig, da patentering innebærer offentliggjørelse av porteføljeselskapets teknologi og således kan øke konkurransen i markedet. MacMillan et al (1987) finner likevel at for suksessfulle PE-investeringer er patentbeskyttelse av porteføljeselskapets produkt en svært viktig egenskap, i tillegg til at produktet er høyteknologisk. Likevel skal det påpekes at markedsforholdene på 1980-tallet ikke direkte kan overføres dagens teknologiske marked. Muzyka et al (1996) finner at unikt produkt, og teknologi, er kriterier som er moderat rangert av respondentene. Både Metrick & Yasuda (2010A) og NVCA (2011) fremhever at skalerbar egenskap i produksjon og distribusjon er ønskelig, hvilket henvises av Koller, Goedhart & Wessels (2010) som kilde til konkurransefortrinn.

⁴⁰ Hill & Jones (2009): Paradigmeskift innebærer at en ny teknologi innenfor en produktklasse forelder eksisterende produkt.

Både Tyebjee & Bruno (1981) og MacMillan et al (1985) er samstemt om at viktigheten av konkurranserelatert risiko for PE-aktøren er liten, hvor førstnevnte finner at assosiasjonsnivå mellom faktoren og investeringsbeslutningen er på 0,18 og ikke bevist statistisk signifikant. Sistnevnte forklarer at faktoren forklarer 16,7 % av variasjonen i evalueringskriteriene. Zacharakis & Meyer (1998) bekrefter at markedsfaktorer, som størrelse og vekst, er mindre viktig for PE-aktøren.

4.1.6 Bail-out Risk

PE-aktører som er kjent med porteføljeselskapets målmarked og har høyt likvide investeringer (i PE-relatert kontekst) har, i følge MacMillan et al (1985), liten sjanse for ikke å kunne realisere selskapet på ønsket tidspunkt.

Evalueringsfaktorene forfatterne har identifisert risikobegrepet med er likvide investeringer og PE-aktørens kjennskap til porteføljeselskapets målmarked. Forfatterne finner at variabelen forklarer 10,4 % av variasjonen i evalueringskriteriene. Kaplan & Strömberg (2009) supplerer med at PE-aktøren vil, eller vil ikke, investere i porteføljeselskapet avhengig av deres egne estimater for hvorvidt sannsynligheten for og tidspunktet på framtidige avhendingsalternativer. Undersøkelsen til MacMillan et al (1985) finner at det er irrelevant for PE-aktørene om hvorvidt det er behov for oppfølgingsinvesteringer i porteføljeselskapet. Hatton & Moorehead (1996) finner derimot at PE-aktørene ikke foretrekker oppfølgingsinvesteringer.

Tyebjee & Bruno (1981) sin korresponderende faktor tilknyttet evalueringskriteriene avhandlingsmuligheter og M&A-potensiale. Tyebjee & Bruno (1984) bekrefter dette. Faktoren er vurdert som relevant for investeringsbeslutningen, med et assosiasjonsnivå på 0,51, hvilket er statistisk signifikant på 1%-nivå (Tyebjee & Bruno, 1981). Muzyka et al (1996) peker på at likvideringsadgang, forventet avkastningsrate og break-even-tidspunkt er kriterier som er sterkt vektlagt av PE-aktørene.

4.1.7 Investment Risk

Porteføljeselskaper ledet av personer med attraktiv track record i markeder med høy vekst og potensiale for avkastning 10x investering innen 5 til 10 år, vil ha liten sannsynlighet for at investeringen går tapt (MacMillan et al, 1985).

Forfatterne identifiserer at PE-aktøren fokuserer på porteføljeselskapets grad av detaljfokus og at track record er relevant for bedriftens målmarked og forretningsplan, hvilket også reflekteres av Muzyka et al (1996). Zacharakis & Meyer (1998) fremhever at PE-aktøren vektlegger track record av hensyn til at det er vanskelig å objektivt vurdere porteføljeselskapets ledelse ut fra andre kriterier.

Videre er signifikant høy vekstrate i porteføljeselskapets målmarked viktig, samt at avkastning overgår 10x investeringen innen 10 år, hvor førstnevnte reflekteres av Elango et al (1995); Hatton & Moorehead (1996) og sistnevnte korresponderer med Bishop & Nixon (2006). Muzyka et al (1996) finner derimot at markedets vekstpotensial kun er vurdert som moderat viktig av PE-fondene, mens viktigheten av forventet avkastning korresponderer med Tyebjee & Bruno (1981) og MacMillan et al (1985). MacMillan et al (1985) finner også at forventet avkastning og ledelsens track record er kritiske evalueringskriterium, hvilket innebærer at dersom kriteriet ikke oppfylles, investerer ikke PE-aktøren i porteføljeselskapet. For PE-aktøren er det derav viktig at porteføljeselskapets ledelse har erfaring eller kjennskap til bedriftens målmarked.

Forfatterne finner at faktoren forklarer 9,8 % av variasjonen i evalueringskriteriene. Tyebjee & Bruno (1981) peker på at deres korresponderende faktor har et assosiasjonsnivå på 0,30 med investeringsbeslutningen, hvilket er signifikant på 10%-nivå. Implikasjonen er at risikofaktoren anses som moderat til lite viktig.

Tyebjee & Bruno (1981) og Tyebjee & Bruno (1984) finner i likhet med MacMillan et al (1985) at markedets vekstpotensial er sentralt for PE-aktøren. MacMillan et al (1985) identifiserer kriteriet isolert som det viktigste markedsrelaterte evalueringskriteriet. Også Bishop & Nixon (2006) understreker betydningen av markedets vekstpotensial. I tillegg vektlegges målmarkedets størrelse og –markedsadgang som sentrale egenskaper, noe som samsvarer med Metrick & Yasuda (2010A) sin beskrivelse av investeringsfilosofi innen PE.

På den annen side finner Tyebjee & Bruno (1984) at markedets behov for et nytt produkt medfører at risiko for at investeringen går tapt reduseres. Derimot, som tidligere nevnt, finner både MacMillan et al (1985) og MacMillan et al (1987) behovet for å stimulere et nytt marked som lite viktig, hvilket innebærer at Tyebjee & Bruno (1984) identifiserer favoriseringen av et paradigmeskift i etablert marked.

4.1.8 Management Risk

MacMillan et al (1985) utdyper at en PE-aktør som støtter opp om et porteføljeselskap hvor ledelsen er i stand til å opprettholde intensitet, kjenner markedet og reagerer veloverveid i forhold til risiko er komfortabel når det gjelder spørsmålet om porteføljeselskapet driftes fornuftig.

Isolert sett finner forfatterne at porteføljeselskapets ledelses evne til å opprettholde et høyt intensitetsnivå er det viktigste kriteriet for PE-aktørene, et funn som reflekteres av MacMillan et al (1987) og Hatton & Moorehead (1996). Dubini (1989) understreker at høyt aktivitetsnivå er sentralt når porteføljeselskapet opererer i et etablert marked, når konkurranseintensiteten er stort, og når produktet ikke er juridisk beskyttet. Wells (1974; i Tyebjee & Bruno, 1981) finner at ledelsens dedikasjon til selskapet er det viktigste kriteriet for PE-aktører. Det nest viktigste evalueringskriteriet er at porteføljeselskapets ledelse har kjennskap til målmarkedet, hvilket a posteriori også bekreftes som det nest viktigste ledelsesrelaterte kriteriet til MacMillan et al (1987). Kriteriets betydning bekreftes også av Shepherd et al (2000). Viktigheten av at porteføljeselskapets ledelse evaluerer og reagerer veloverveid på at risiko er essensiell for PE-aktøren. Det er som regel mye usikkerhet tilknyttet etablering av en bedrift (VC), samtidig som det er krevende å lede et stagnert selskap (BO), slik at det er sentralt for PE-aktøren at porteføljeselskapets ledelse kan håndtere risiko med en veloverveid tilnærming. Også Hatton & Moorehead (1996) og Bishop & Nixon (2006) fremhever ledelsens evaluering av risiko som sentralt for PE-aktøren. Dubini (1989) poengterer at når det er vanskelig å objektivt predikere markedsutviklingen, er ledelsens evne til å evaluere og respondere på risiko særs viktig for PE-aktøren. MacMillan et al (1987) identifiserer karakteristikken som det fjerde høyeste rangerte ledelsesrelaterte kriteriet for suksessfulle PE-investeringer.

Tyebjee & Bruno (1981) og Tyebjee & Bruno (1984) fremhever at porteføljeselskapets ledelses lederferdigheter, markedsføringskompetanse og finansiell kompetanse er utpregede egenskaper som verdsettes av PE-aktøren. Førstnevnte studie finner i tillegg at PE-aktøren vektlegger kommersiell-/markedsrisiko, mens sistnevnte fremhever viktigheten av referanser for porteføljeselskapets ledelse. Flere studier som Wells (1974; i Tyebjee & Bruno, 1981) og MacMillan et al (1985;1987) skisserer spissede evalueringskriterier innen for eksempel markedsføring og teknisk kompetanse. Muzyka et al (1996) finner at ledelsens kompetanse er vurdert som viktig når det gjelder markedsføring og administrativ kompetanse, mens

prosess- og finansrelatert kompetanse er moderat viktig. Om et selskap lykkes eller ikke lykkes er avhengig av hvordan selskapet benytter den samlede kompetanse, som er en immateriell ressurs, for å kunne skape et konkurransefortrinn (Hill & Jones, 2009). Dubini (1989) finner at komplementær kompetanse i porteføljeselskapets lederteam er det tredje viktigste evalueringskriteriet i sin studie, og Hatton & Moorehead (1996) understreker kriteriets betydning.

Ved validering av sin undersøkelse finner Tyebjee & Bruno (1984) i tillegg at PE-aktørenes også er av oppfatning av at porteføljeselskapets ledelse har påvirkningskraft når gjelder finansiell avkastning. Kaplan et al (2009) peker derimot på at virksomheter med innslag av PE-kapital har høyere turnover i selskapets ledelse enn i bedrifter som ikke er støttet opp av PE, hvilket kan antyde at PE-aktøren avsetter ledelsen ved tilfellet av utilstrekkelig måloppnåelse.

MacMillan et al (1985) finner at ledelsesrelatert risiko forklarer 7,8 % av variasjonen i studiens evalueringskriterier, mens Tyebjee & Bruno (1981) understreker at risikofaktoren har et assosiasjonsnivå med investeringsbeslutningen lik 0,64, hvilket er statistisk signifikant på 0,1%-nivå. Elango et al (1995) og Silva (2004) deler denne sistnevnte oppfatning. Silva (2004) mener at PE-aktører er svært fokusert på porteføljeselskapets ledelse når investeringsbeslutningen foretas. Det nevnte faktum kommenteres også av Muzyka et al (1996) som finner at europeiske PE-fond rangerer alle 5 av 5 kriterier i relasjon til lederteamet blant studiens 5 viktigste kriterier. Franke et al (2008) finner i sin gjennomgang av tidligere forskning at ledelsesrelaterte egenskaper rangeres konsistent blant topp 3 evalueringskriterier. Også Poindexter (1976; i Tyebjee & Bruno, 1984) finner kvaliteten til porteføljeselskapets ledelse som det viktigste fokusområde for PE-aktøren. Oppfatningen deles også i intervju med Argentum 03.10.2011. Zacharakis & Meyer (1998) derimot, poengterer at ledelsen er kun viktig for PE-aktøren når fondet besitter relativt liten informasjon om porteføljeselskapets målmarked. Når PE-aktøren har relativt betydelig markedsinformasjon, er ledelsen tilsvarende mindre viktig.

Kun to studier finner at porteføljeselskapets ledelses eierskap i selskapet er av betydning. Poindexter (1976; i Tyebjee & Bruno, 1984) rangerer kriteriet som det femte viktigste evalueringskriteriet, mens Hatton & Moorehead (1996) spesifiserer at PE-aktøren ønsker at ledelsen besitter eierskap i porteføljeselskapet tilsvarende 5-15 %. I diskusjonen i delkapittel 3.4.3. fremhever Fenn et al (1995) at ved å inkludere aksjeeierskap som en relativt betydelig

andel av porteføljeselskapets ledelses kompensasjon, gir man ledelsen incentiv til å handle i selskapets beste interesse og derav minimere potensialet for moral hazard.

4.1.9 Implementation Risk

Ifølge MacMillan et al (1985) vil PE- aktøren i porteføljeselskaper hvor ledelsen har klar forståelse av hvordan selskapet skal driftes, og i selskaper hvor det allerede har blitt utviklet en velfungerende prototype og som har demonstrert markedsaksept for produktet, føle seg trygg på at sannsynlighet for nedsideeksponering i relasjon til produkt- og markedsforhold er lav.

Sentrale evalueringskriterier er i følge forfatterne en funksjonell prototype og demonstrert markedsaksept, hvor sistnevntes betydning reflekteres av Elango et al (1995). MacMillan et al (1987) fremhever i sin studie at velfungerende prototype er det nest viktigste suksesskriteriet relatert til produktet for PE-investeringer, mens demonstrert markedsaksept er det tredje viktigste evalueringskriteriet i samme gruppe. Bishop & Nixon (2006) underbygger betydningen av markedsaksept, mens Hatton & Moorehead (1996) derimot, fremhever at velfungerende prototype ved investeringstidspunktet ikke er av essensiell betydning. MacMillan et al (1985) finner at faktoren Implementation Risk forklarer 7,8 % av variansen i studiens evalueringskriterier, mens Tyebjee & Bruno (1981) forklarer at deres korresponderende faktor har et assosiasjonsnivå med investeringsbeslutningen lik 0,37, hvilket er signifikant på 10%-nivå og vurdert som moderat viktig.

Tyebjee & Bruno (1981) finner i sin korresponderende faktor at kriterier som profittmargin, markedets vekstpotensial og teknisk risiko er viktige faktorer i tilknytning implementering av porteføljeselskapets forretningsplan. MacMillan et al (1987) fremhever at profittmarginer er svært essensielt for vellykkede PE-investeringer, hvilket også vektlegges av Hatton & Moorehead (1996).

Derimot mener MacMillan et al (1987) at tilgang til veletablerte distribusjonskanaler kun moderat viktig, og Muzyka et al (1996) supplerer med at leverandørers og distributørers forhandlingsmakt er moderat til lite viktig for PE-aktøren. Muzyka et al (1996) identifiserer at PE-fondets geografiske lokalisering til bedriften er det minst viktigste kriteriet i hele studien, mens bedriftens nasjonale lokalisering er rangert som 27 av 35 evalueringskriterier blant PE-aktører på tvers av Europa. Elango et al (1995) derimot fremhever at geografisk

lokalisering har betydning, og Fenn et al (1995) supplerer med at det er merverdi tilknyttet geografisk lokalisering, spesielt ved koinvesteringer, som nevnt i delkapittel 2.5.

4.1.10 Leadership risk

MacMillan et al (1985) sin sjette faktor korresponderer ikke direkte med Tyebjee & Bruno (1981) og Tyebjee & Bruno (1984) sine studier. Faktoren er konstruert av en enkelt variabel, som er utvist lederskap. Kriteriet er det fjerde høyeste rangerte kriteriet i MacMillan et al (1985) sin studie, mens MacMillan et al (1987) finner at kriteriet er det femte høyest a posteriori rangerte ledelsesrelaterte kriteriet for ledelsesrelaterte kriterier. I vår spørreundersøkelse utelater vi denne faktoren av hensyn til faktorens enkelhet og av det faktum at faktoren ikke anerkjennes av Baum et al (2010) som risikofaktor. MacMillan et al (1985) finner for øvrig at faktoren forklarer 6,7 % av variansen i studiens evalueringskriterier.

4.1.11 Profitability of the Venture

Tyebjee & Bruno (1981) identifiserte en sjette faktor som ikke MacMillan et al (1985) finner at korresponderer med sin studie. Tyebjee & Bruno (1984) bekrefter funnet i Tyebjee & Bruno (1981). Faktoren er *Profitability of the Venture* og er konstruert av produktets grad av unikhhet, porteføljeselskapets ledelses tekniske kompetanse og profittmargin⁴¹. Studiene skiller seg fra hverandre ved det fjerde kriteriet hvor Tyebjee & Bruno (1981) identifiserer avkastning på investeringen, mens Tyebjee & Bruno (1984) identifiserer viktigheten av patenterbart produkt. Tyebjee & Bruno (1981) finner at faktoren er svært relevant for investeringsbeslutningen, og har et assosiasjonsnivå på 0,57, hvilket er signifikant på 0,1%-nivå.

Når det gjelder profittmarginer viser studien gjennomført av Puri & Zarutskie (2010) at lønnsomhet ikke er av avgjørende faktor under screeningprosessen, fordi PE finansierte selskaper ikke er mer lønnsomme enn øvrige selskaper før selskapet avhendes av PE-aktøren. Muzyka et al (1996) finner det ønskelig hos PE-aktørene at produktet er unikt, eller tilstrekkelig differensiert.

⁴¹ Evalueringskriteriene er konsistente for både den initiale studien fra 1981 og oppfølgingsstudien fra 1984.

4.2 Evalueringskriterier fra spørreundersøkelsen – hvilke har vi valgt og hvorfor?

Ved gjennomgang av tidligere litteratur skrevet om PE-aktørers bruk og vurdering av evalueringskriterier, har vi kommet fram til 25 evalueringskriterier vi ønsker å rette til våre respondenter. Respondentene vil bli spurt om evalueringskriteriets relative viktighet har blitt endret siden før finanskrisen, og blir bedt om å rangere evalueringskriteriet fra (1) til (5), hvor (1) er vurdert som liten, mens (5) er vurdert som stor grad av viktighet. (3) er satt som uendret grad av viktighet. De følgende 25 evalueringskriteriene er valgt ut i hovedsak på bakgrunn av funn i tidligere litteratur om deres grad av absolutte viktighet. Samtidig har vi inkludert noen variabler som blir vurdert som lite viktig for PE-aktøren. Dette av tre årsaker. For det første, i ledd for å kontrollere for validitet, er enkelte spørsmål formulert som motsetninger, mens på den annen side belyser enkelte spørsmål det underliggende kriteriet ved operasjonalisering fra to ulike vinkler. På den måten burde vi forvente korresponderende svar ved de gjeldende spørsmål. For det tredje tar vår studie utgangspunkt i en relativ vurdering av på forhånd satte kriterium. Det er følgelig seks effekter vi kan få i våre data. (A) Et etablert viktig kriterium vurderes som viktigere, (B) et etablert viktig kriterium vurderes mindre viktig og (C) et etablert viktig kriterium vurderes med samme viktighet. For et etablert lite viktig kriterium gjelder samme effekter for (D) til (F) som (A) til (C).

Ved inndeling av evalueringskriteriene har vi valgt å anvende Franke et al (2008) sin inndeling, der evalueringskriterier er gruppert i fire hovedkategorier – ledelse, marked, produkt og finans. Vår spørreundersøkelse spør PE-fondene om syv ledelseskaraktistika, seks markedskaraktistika, syv produktkaraktistika og fire finansrelaterte evalueringskriterier. I tillegg inkluderte vi et øvrig spørsmål om PE-fondets tiltro til porteføljeselskapets forretningsplan.

Porteføljeselskapets ledelse

(1) *Entreprenørens evne til å evaluere og respondere på risiko* blir av Tyebjee & Bruno (1984) og MacMillan et al (1985;1987) vurdert som gjennomgående et viktig evalueringskriterium. Det er som regel mye usikkerhet tilknyttet etablering av en bedrift (VC), samtidig som det er krevende å lede et stagnert selskap (BO), slik at det er sentralt for PE-aktøren at porteføljeselskapets ledelse kan håndtere risiko med en veloverveid tilnærming.

(2) MacMillan et al (1985) viser til at det er viktig at porteføljeselskapets ledelse er i stand til å utvikle bedriften. Vi velger å sette dette evalueringskriteriet på spissen, og reformulerer evalueringskriteriet til *entreprenørens evne til å utvikle porteføljeselskapet fra stadiet som nyetablering til modent selskap*. Årsaken til at vi velger å spisse evalueringskriteriet, er på bakgrunn av Kaplan et al (2009) sitt funn om høyere turnover i virksomheter med innslag av PE-kapital. Derav ønsker vi å kartlegge om viktigheten av kriteriet om hvorvidt porteføljeselskapets ledelses evne til å utvikle selskapet fra stadiet som nyetablering til modent selskap er blitt endret.

(3) *Entreprenørens evne til å reagere på endringer i økonomiske omgivelsene for bedriften* er et evalueringskriterium vi har operasjonalisert ved å basere oss på (1). Årsaken til hvorfor vi eksplisitt spør om evnen til å reagere på endringer i bedriftens økonomiske omgivelser er på bakgrunn av det makroøkonomiske bildet som har karakterisert markedet fra før til etter finanskrisen. A priori burde vi finne en sammenheng mellom evalueringskriterium (1) og (3). I tillegg er kriteriet relevant i forhold til (2). A priori, dersom PE-aktørene vurderer (2) som større grad av viktighet vil det reflektere behovet for at ledelsen kan føre porteføljeselskapet gjennom perioder med makroøkonomisk turbulens, ipso facto fordre en sammenheng mellom (2) og (3).

(4) *Entreprenørens track record er relevant for målmarkedet* er et kriterium som gjennomgående i litteraturen vurderes som viktig for PE-aktøren. MacMillan et al (1985) finner at kriteriet et kritisk evalueringskriterium, hvilket innebærer at dersom kriteriet ikke oppfylles investerer ikke PE-aktøren i porteføljeselskapet. For PE-aktøren er det derav viktig at porteføljeselskapets ledelse har erfaring eller kjennskap til bedriftens målmarked.

(5) Flere studier som Wells (1974; i Tyebjee & Bruno, 1984) og MacMillan et al (1985;1987) skisserer spissede evalueringskriterier innen for eksempel markedsføring og teknisk kompetanse. Om et selskap derimot lykkes eller ikke lykkes er avhengig av hvordan selskapet benytter kompetansen, som er en immateriell ressurs for å kunne skape et konkurransefortrinn (Hill & Jones, 2009). Dubini (1989) finner at komplementær kompetanse i porteføljeselskapets lederteam er det tredje viktigste evalueringskriteriet. Vi operasjonaliserer spørsmålet og spør PE-fondene om *entreprenørens kompetanse i lederteamet er balansert*.

(6) MacMillan et al (1985;1987) finner at isolert er det viktigste evalueringskriteriet at ledelsen er i stand til å opprettholde et høyt aktivitetsnivå. For at ledelsen skal være i stand til dette, må ledelsen ha betydelig grad av motivasjon. Wells (1974; i Tyebjee & Bruno, 1984), finner at ledelsens dedikasjon til selskapet er det viktigste kriteriet, mens Hatton & Moorehead (1996) skriver at vedvarende intensiv arbeidsinnsats av porteføljeselskapets ledelse er essensielt ved PE-aktørens evaluering av bedriftens forretningsplan. Vi operasjonaliserer følgende spørsmålet *entreprenørens personlige motivasjon*.

(7) *Entreprenørens eierskap i bedriften* er et kriterium som generelt ikke spesifiseres som essensielt viktig, men Poindexter (1976; i Tyebjee & Bruno, 1984) beskriver at porteføljeselskapets eierandel er det fjerde viktigste evalueringskriterium PE-aktøren baserer seg på. Hatton & Moorehead (1996) peker på at PE-aktørene i deres undersøkelse ønsker at ledelsens eierskap i porteføljeselskapet er 5-15%. Vi velger å inkludere dette spørsmålet av hensyn til diskusjon i delkapittel 3.4.3. Fenn et al (1995) skriver at ved å inkludere aksjeeierskap som en relativt betydelig andel av porteføljeselskapets ledelses kompensasjon, gir man ledelsen incentiv til å handle i selskapets beste interesse.

Porteføljeselskapets målmarked

(8) Metrick & Yasuda (2010A) poengterer at PE-aktøren er opptatt av å investere i et selskap, som ved investeringsbeslutningens tidspunkt har et definert og stort målmarked. Tyebjee & Bruno (1981) finner at markedsstørrelse og markedsadgang er sentrale kriterier for PE-aktøren, hvilket er funn som blir støttet opp om av MacMillan et al (1985;1987). Vi velger følgende å spørre PE-fondene om *bedriften opererer i et etablert marked*.

(9) På grunn av at litteraturen gjennomgående definerer et etablert målmarked som viktig for PE-aktøren, ønsker vi å kryssjekke resultatene vi mottar på dette spørsmålet ved å utfordre respondentene til å svare på hvor viktig det er at *bedriften identifiserer et nytt marked og realiserer et "first movers advantage"*. Kriteriet er i litteraturen angitt som lite viktig, blant annet av MacMillan et al (1985).

(10) MacMillan et al (1985) finner at isolert setter kriteriet om hvorvidt porteføljeselskapets målmarked opplever signifikant vekstrate det viktigste evalueringskriteriet. Tyebjee & Bruno (1984) finner at kriteriet er det nest viktigste kriteriet for PE-aktøren, et funn som også støttes opp om av Bishop & Nixon (2006). Også Metrick & Yasuda (2010A) antyder at

markedsvekst er sentralt for PE-aktøren. Vi velger derav å operasjonalisere spørsmålet *markedets vekst på evalueringstidspunktet og estimert vekstpotensial*.

(11) Evalueringskriteriet *eksisterende bedrifters strategiske reaksjon på bedriftens inntreden i markedet* er basert på generelle funn gjort i Tyebjee & Bruno (1981;1984) og MacMillan et al (1985;1987). Samtlige studier finner at konkurranseintensitet er et viktig tema for PE-aktøren. Ettersom selskapet skal utvikles gjennom aktivt eierskap er det sentralt for PE-aktøren å illegge fokus på hvor stor grad av konkurranse det er i markedet. Et eksempel er fra Koller et al (2010). Forfatterne mener at når markeder modnes, så skapes overkapasitet på ettersom ingen aktører er interessert i å redusere produksjonskapasitet. Samtidig fortsetter markedet å oppleve nyetableringer, slik at rivaliseringen i markedet økes. Spørsmålet er i tillegg en motsetning på (11). Er markedet i høy vekst, vil det ikke være konsolidert konkurranse, hvilket vil a priori medføre at VC-fond vurderer dette kriteriet som mindre viktig, mens BO-fond fokuserer i større grad på dette kriteriet.

(12) *Makroøkonomisk innvirkning på bedriftens målmarked* er et evalueringskriterium vi har operasjonalisert ut i fra kjernen av denne utredningen. Tyebjee & Bruno (1981; 1984) finner makroøkonomisk påvirkningskraft på porteføljeselskapets målmarked som mindre viktig, gjennom analyse av sin Uncontrollable Risk-faktor. Metrick & Yasuda (2010A) og NVCA (2011) peker videre på at PE-aktører ikke foretrekker sykliske bransjer. Derimot, som diskutert i delkapittel 2.12, er PE-markedet i Norge i stor grad kjennetegnet av petroleum og fornybar energi og miljøteknologi, hvilket er følsom for konjunkturrelle svingninger. Muzyka et al (1996) på den annen side angir at syklisk sensitivitet er lite viktig for PE-aktørene. Av hensyn til de overnevnte kilder og det faktum at vi analyserer PE-aktørene i lys av finanskrisen, er dette spørsmålet berettiget.

(13) *Betydningen av bedriftens geografiske lokalisering i forhold til fondet* varierer blant de ulike PE-fond. Diskusjonen i delkapittel 2.5, fremhever at PE-fond kan spesialisere seg geografisk. Tyebjee & Bruno (1984) utdyper videre at geografisk lokalisering er et viktig initialt screeningkriterium for PE-fond. Viktigheten av begrunnes ved økt fordel ved aktivt eierskap og overvåkning av porteføljeselskapet (Fenn et al (1995)) og tiltrekke seg investorer (Tyebjee & Bruno, 1984). Den geografiske lokaliseringen kan videre ha betydning for bedriftens målmarked og distribusjonsnettverk. Koller et al (2010) peker på at geografisk lokalisering kan være essensielt i forhold til tilgang til ressurser for porteføljeselskapet.

Muzyka et al (1996) finner derimot geografisk lokalisering som lite viktig. I lys av de siste års økonomiske hendelser ønsker vi å konfrontere respondentene med dette kriteriet.

Porteføljeselskapets produkt

(14) *Produktet er unikt/veldifferensiert* er et evalueringskriterium som gjennomgående konkluderes som viktig i litteraturen. Metrick & Yasuda (2010A) peker på at det er viktig for PE-aktøren at porteføljeselskapet kan skille seg fra konkurrentene for å kunne skape et konkurransefortrinn, hvorav differensiert produkt er en mulig strategi (Hill & Jones, 2009). Tyebjee & Bruno (1984) finner produktets grad av unikheter som det viktigste produktrelaterte kriteriet, hvilket Myzuka et al (1996) også bekrefter.

(15) *Produktets grad av imitasjon*, sannsynligheten for at produktet kan kopieres, er et kriterie vi har operasjonalisert med utgangspunkt i (14). Koller et al (2010) foreslår at det er essensielt for hvorvidt et selskap skal opprettholde konkurransefortrinn at produktet er vanskelig å kopiere. Argumentene til Koller et al (2010) stemmer overens med hva Tyebjee & Bruno (1984) og MacMillan et al (1985) foreslår. A priori burde vi således finne en sammenheng mellom respondentenes svar på kriterium (14) og (15).

(16) På bakgrunn av kriterium (15) har vi også valgt å spørre respondentene om hvor viktig det er at *produktet er patentbeskyttet*. Koller et al (2010) utdypet at patentbeskyttelse, og/eller vanskelig å imitere et produkt, er forutsetninger for at innovative produktet skal kunne opprettholde et konkurransefortrinn. Tyebjee & Bruno (1984) argumenterer for at patentbeskyttelse er lite viktig ettersom av at patentbeskyttelse impliserer offentliggjørelse av potensielle forretningshemmeligheter, mens MacMillan et al (1985) argumenter for at det i første rekke er proprietære egenskaper ved produktet som er viktig. MacMillan et al (1987) finner derimot for suksessfulle PE-investeringer så *er* beskyttelse av produktet en suksessfaktor.

(17) MacMillan et al (1987) finner at veletablerte distribusjonskanaler er i moderat grad viktig for et en PE-investering skal bli suksessfull. I forhold til kriterium (13) har vi en a priori antagelse om at dersom PE-aktører uttrykker holdning til porteføljeselskapets geografiske lokalisering som mer viktig, vil det faktum også gi seg utslag i (17). Koller et al (2010) fremhever at distribusjonskanaler er viktig for å etablere konkurransefortrinn.

(18) *Estimerte kostnader for å utvikle/produsere produktet* er et kriterium som likeså godt kunne vært spesifisert under finansrelaterte kriterier. MacMillan et al (1987) finner at

produksjonskostnader er svært viktig for at en PE-investering skal bli suksessfull. Koller et al (2010) peker videre på at et selskap kan oppnå konkurransefortrinn ved kostnads- og kapitaleffektivisering. Kostnadseffektivisering impliserer å kunne selge produktet til en lavere kostnad enn konkurrenten, mens kapitaleffektivisering innebærer å selge flere produkter pr krone investert enn konkurrentene. Vi velger å ta utgangspunkt i kostnadseffektivisering, og utfordrer respondentene til å reflektere om kriteriet har fått økt viktighet siden før finanskrisen.

(19) Kriteriet for hvorvidt *produktet er skalerbart* er viden belyst i litteraturen, som en viktig egenskap ved produktet for PE-aktøren (Metrick & Yasuda, 2010A, NVCA, 2011A). Koller et al (2010) utdyper at skalerbare produkter/tjenester er essensielt for å oppnå konkurransefortrinn ved kostnads- og kapitaleffektiviseringsstrategi. Skalerbare produkter impliserer at kostnad ved å selge til en ny kunde er særs lav.

(20) Det siste produktrelaterte evalueringskriteriet vi stiller våre respondenter er om hvorvidt *produktet klassifiseres som hightech*. Kriteriet er ortodoks i PE-sammenheng, og kan relateres tilbake til Wells (1974; i Tyebjee & Bruno, 1984). Metrick & Yasuda (2010A) utdyper at teknologisk fortrinn er en viktig egenskap når PE-aktøren vurderer potensielle porteføljeselskaper. MacMillan et al (1985) tilskriver høyteknologisk karakteristika som relativt lite viktig. Derimot viser MacMillan et al (1987) at for suksessfulle PE-investeringer så har høyteknologiske karakteristika ved porteføljeselskapets produkt vært det viktigste produktrelaterte kriteriet. Forfatterens konklusjon er 24 år gammel, men vi velger å utfordre respondentene av hensyn til de siste års hendelser, samt av årsak til at kriteriet gjennomgående aktualiseres i tidligere studier.

Finansrelaterte kriterier i forbindelse med investering i porteføljeselskapet

(21) Det første finansrelaterte kriteriet vi stilte ovenfor respondentene var variabelen *summen dere må investere i bedriften*. Tyebjee & Bruno (1984) finner dette kriteriet lite viktig, og utdyper at øvre grense for investeringssum er fleksibelt for PE-aktørene. Derimot viser Fenn et al (1995) at investeringssummens størrelse er essensielt i forhold til valget om å investere i et potensielt porteføljeselskap alene, eller gjennomføre syndikert investering sammen med en, eller flere, andre PE-aktører. Det utdypes av Argentum (03.10.2011) at PE-fondenes investeringsvillighet ikke er redusert, men at investeringsnivået i bransjen er en konsekvens av begrenset kapitalinngang, hvilket gjør dette kriteriet særs interessant i den videre analyse.

(22) MacMillan et al (1987) viser til at for PE-investeringer er porteføljeselskapets resultathistorikk essensielt for hvorvidt investeringen vil bli suksessfull eller ikke. Av den årsak operasjonaliserer vi spørsmålet om hvorvidt *nåværende drifts- og resultatmarginer* i bedriften har fått større betydning siden før finanskrisen. Poindexter 1976 (i Tyebjee & Bruno, 1984) og Tyebjee & Bruno (1981) underbygger fokuset på nåværende lønnsomhet.

(23) I tillegg til å spørre PE-fondene om nåværende drifts- og resultatmarginer, velger vi også å undersøke om *nåværende finansiering av bedriften* har blitt ilagt større grad av viktighet siden finanskrisen. Med nåværende finansiering av bedriften, mener vi hvilken kapitalstruktur porteføljeselskapet impliserer. Porteføljeselskapets finansielle karakteristika er en essensiell faktor for PE-aktøren. Gode finansielle forutsetninger vil tilskrive større grad av fleksibilitet for porteføljeselskapet (Dotzler, 2001). Finansiering og sikker kontantstrøm er essensielle suksessfaktorer for nyetablerte selskaper, så vel som modne selskaper (McKinsey & Co, 2007). Poindexter (1976; i Tyebjee & Bruno, 1984) peker videre på at nåværende finansiering og finansielle karakteristika av porteføljeselskapet per se er et viktig kriterium for PE-aktøren,

(24) Selve formålet med PE som aktivaklasse er å levere positiv finansiell avkastning til PE-fondets investorer, som diskutert i delkapittel 2.2. MacMillan et al (1985) finner at det, for PE-aktørene, er viktig at investeringen kan lett gjøres likvid, ved børsnotering eller salg, (ii) og at investeringen gir finansiell avkastning på minst ti ganger investeringssummen innen fem til ti år. Sistnevnte er studiens tredje viktigste evalueringskriterium. MacMillan et al (1987) finner at a posteriori har kriteriene (i) og (ii) moderat grad av viktighet for hvorvidt en PE-investering er suksessfull. Muzyka et al (1996) finner i sin studie av europeiske PE-aktører at forventet avkastningsrate er det 11 viktigste kriteriet, og at finansielle kriterium generelt er moderat til lite viktig. Vi har valgt å operasjonalisere spørsmålet for hvorvidt *estimert avkastningsstørrelse ved exit* har fått økt betydning som følge av finanskrisen.

Porteføljeselskapets forretningsplan

(25) Det siste evalueringskriteriet vi valgte å konfrontere PE-fondene, som deltok i vår undersøkelse, var om hvorvidt *fondets tillitt til fakta som presenteres i bedriftens forretningsplan* har fått økt grad av viktighet siden finanskrisen. For at en investor rasjonelt skal kunne investere i et objekt, burde man forvente at investor har tro på meravkastning gitt

at aktøren er mean variance investor⁴². Baum et al (2010) framhever at PE-aktøren ikke fult ut stoler på porteføljeselskapets estimater for framtidig avkastning, og vier større oppmerksomhet til markedets estimerte vekstrate og om hvorvidt et produkt tilfredsstillende eksisterende eller nytt markedsbehov.

⁴² Bodie et al (2009): Mean variance kriteriet fordrer seleksjon av portefølje basert på gjennomsnittlig avkastning og tilhørende varians. Mean variance investor selekterer porteføljer med høyere gjennomsnittlig avkastning for et gitt nivå av varians, eller porteføljer med lavere varians for gitt nivå av forventet porteføljeavkastning.

5. Metode

Vi vil nå presentere de ulike metodevalgene vi har tatt under gjennomføringen av studien. Babbie (2004) peker på at det er viktig allerede tidlig i prosessen å ha en klar metode for studien, slik at den blir gjennomført på en god måte og at en oppnår høy reliabilitet og validitet i henhold til resultatene. Reliabilitet er forbundet med målesikkerhet og pålitelighet, mens validitet er i hvilken grad man har klart å måle det man har til hensikt å måle eller undersøke (Braut, 2006). Vi vil diskutere studien og dens kvalitet i kapittel 7.

Ulike studier kan vektlegge forskjellige problemstillinger, bygge på forskjellige teorier, anvende forskjellige metoder og ende opp med forskjellige konklusjoner. Den mest tilfredsstillende metodikken avhenger derfor av hva som er målet for undersøkelsen. Av den årsak er det også viktig å kunne begrunne de valg man tar (Grønmo, 2004).

5.1.1 Kvantitativ metode

En metode er en planmessig fremgangsmåte for å nå et bestemt mål og angir hvordan vi skal fremskaffe kunnskapen og utvikle teoriene til høy kvalitet og relevans på det aktuelle fagområdet (Grønmo, 2004). I vår studie har vi i hovedsak benyttet kvantitativ metode. Årsaken til hvorfor vi har foretatt dette valget, er at vi ønsker å ha flest mulig PE-fond i vårt utvalg for datainnsamling. Kvalitativ metode er mer tidkrevende å gjennomføre, og gjør som sådan at en studie med et relativt stort utvalg blir tungvint å gjennomføre.

Ser vi på andre studier som er gjort innenfor samme tema/området er flertallet kvantitative studier, hvilket er en øvrig årsak til hvorfor vi gjennomfører en kvantitativ studie. Valget av kvantitativ tilnærming er tatt på bakgrunn av at vi ønsker veldokumentert sammenligningsgrunnlag i relasjon til vår analyse. I følge Hellevik (1999) egner kvantitative metoder seg best til en systematisk innsamling av sammenlignbar informasjon, hvilket også støttes av Grønmo (2004).

Vi ønsker, som sagt tidligere, å studerer finanskrisens påvirkning av norske PE-fonds investeringsmønster. Vi vil kartlegge hvilke evalueringskriterier ulike fond bruker, og om kriteriene har endret seg gjennom fra før finanskrisen og frem til i dag. Til slike studier egner kvantitative studier seg som regel best, da en hovedsakelig fokuserer på å analysere på forhånd satte kriterier.

Forskeren fokuserer på potensielle årsakssammenhenger. Ulempen ved kvantitativ metode er at metodikken gir forståelse som er begrenset av respondentens besvarelse av på forhånd satte kriterier (Johannessen, Kristoffersen & Tufte, 2004). For å unngå det har vi i tillegg brukt åpne spørsmål slik at respondentene kan legge til elementer som ikke er av de nevnte kriteriene i undersøkelsen.

Denne type analyse gir muligheter for å gjennomføre studier av enheter på mange nivåer og mange enheter på hvert nivå. Spørreundersøkelse, som vi i hovedsak har valgt å benytte, kan kombineres med øvrige formelle metoder som økonometri og numeriske metoder, og som matematisk modelleringer ved dataanalyse (Straub, Gefen & Boudreau (2004). Vi kan dermed utvide metodikken med regresjon, krysskorrelasjoner og faktoranalyse.

5.1.2 Kvalitativ metode

Kvalitative- og kvantitative metode er komplementære verktøy. Grønmo (2004) peker på at kombinasjon av kvantitativ og kvalitativ metode bidrar til mer samlet og helhetlig forståelse av de forhold som studeres. Av den årsak har vi valgt å støtte og underbygge den kvantitative analysen med kvalitativ metode. Dataene kan bygges på uformelle intervjuer, skiftelige beretninger som individene blir bedt om å utforme selv, eller ulike dokumenter som brev eller bilder. Vi har i vår studie hatt intervju med Argentum, 03. oktober 2011.

En annen grunn til hvorfor vi valgte å ta med kvalitativ undersøkelse, er at en kvalitativ undersøkelse egner seg meget godt som et forstudie for en større kvantitativ undersøkelse (Johannessen et al., 2004). Man kan da få en liten forsmak på om problemstillingen en har valgt for analysen er relevant og aktuell.

5.2 Datainnsamling

Metodikk anvendt for å samle inn datamateriale er en avgjørende faktor, i forhold til de konklusjoner forskeren kan trekke ut av analysen. Mehmetogu (2004) presiserer at forskeren ikke vil lykkes dersom man ikke samler inn gode nok data.

5.2.1 Primær- og sekundærdata

Datamaterialet gjort tilgjengelig av spørreundersøkelsen vår er primærdata. Primærdata er innsamling av nye og egne data til et spesielt formål. Fordelen med slik data er at det hentes

fra en original kilde og at informasjonen vi samler inn er relevant i forhold til formålet med studien. Samtidig er det lett for oss å oppdage feil i dataene på grunn av at vi kjenner svakhetene ved studien – av årsak til at det er vi som har samlet inn datamaterialet. Implikasjonen er at kvaliteten på primærdata ofte er god. Ulempen ved innhenting av primærdata er at det ofte krever mye tid og penger (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2004).

En naturlig start i en studie er å undersøke om hvorvidt det er skrevet noe om temaet i tidligere studier og om det foreligger data som er samlet inn av andre. Data som er samlet inn for andre formål og som blir brukt av andre enn dem som har samlet det inn, defineres som sekundærdata. Det kan være i form av rapporter, diverse andre skiftelige verk og databaser. Denne type informasjon tar kortere tid å innhente enn primærdata, og er mye billigere å få tak i. Det gjør at vi lettere kan komme frem til resultater og samtidig bruke dataene til å utfylle den konkrete studien som vi gjennomfører. Ulempen med sekundærdata er at man ikke vet hvilken kvalitet dataene representerer, eller om dataene dekker det informasjonsbehovet som kreves (Yin, 2003). I denne studien har vi hovedsakelig benyttet sekundærdata som internettkilder, fagbøker og fagartikler. Fagartikler bygger ofte på tidligere undersøkelser som er gjennomført, og er oppdatert på utviklingen innen for tidsrommet vi har valgt å fokusere på.

Ved innsamling av vår primærdata, har vi benyttet web-basert spørreundersøkelse som vi har sendt ut til alle fond som er registrert som aktive hos NVCA, og oppgitt i aktivitetsrapport for 2010. I tillegg har vi, som nevnt over, intervjuet Argentum. Ved innsamling av sekundærdata, har vi benyttet data som undersøker de samme fenomener. Vi har valgt å fokusere dyptgående på et relativt lite antall studier, av årsak til at de gjeldende studier, belyst i delkapittel 4.1.3. er studier som det siteres i vid utstrekning til, i tillegg til at studiene representerer primærdata.

Selv om formålet med å samle inn de to datatypene er forskjellig, er det liten grunn til å skille dem. Vi må likevel vurdere reliabilitet og validitet i dataene, noe vi kommer tilbake til i kapittel 7. En relevant implikasjon er for øvrig at all sekundærdata har, på et gitt tidspunkt, vært primærdata. Det er derav viktig å verifisere om sekundærdata analysen benytter, også er sekundærdata i tidligere litteratur – og aller helst identifisere kilden hvor datamaterialet er angitt som primærdata (Gripsrud et al, 2004).

5.2.2 Spørreundersøkelse

Det er viktig å avgjøre hvordan datainnsamlingen skal foregå relativt tidlig i prosessen på grunn av at valg av kommunikasjonsform har føringer på hvordan spørsmålene bør utformes (Gripsrud et al, 2004). Dersom vi hadde utført intervjuer med alle fondene som har svart på spørreundersøkelsen ville vi nok fått en dypere forståelse for hvordan, og hvorfor, PE-fondene investerer i de ulike bedriftene, men ressursmessig har vi ikke mulighet til det med det utvalget vi ønsker å ha. Primærdataene våre samlet vi derfor inn ved å sende ut en spørreundersøkelse, der respondentene fullførte den gjennom den web-baserte tjenesten Qualtrics.

Web-basert spørreundersøkelse – Qualtrics

Det er en rekke fordeler ved å bruke en web-basert spørreundersøkelse. Det er billig, lite tidskrevende, respondenten kan selv velge tid og sted, flere portaler er tilgjengelig eksempel mail/web som vi har valgt, og man er ikke avhengig av å være fysisk sammen med den man intervjuer (Gripsrud et al, 2004). Den avgjørende faktoren for at vi valgte web-basert spørreskjema, er at det er relativt lite ressurskrevende i form av tid. For det første tar det kortere tid å sende ut spørreskjemaene og motta besvarelsene på mail, enn å bruke postgang. For det andre blir alle svarene og variablene registrert elektronisk, slik at vi slipper å registrere dem manuelt i ettertid. Dette støttes av Jacobsen (2005A) som sier at det faktisk at en slipper å punche dataene selv er en stor fordel ved web-baserte spørreundersøkelser.

Videre sier Gorton & Doole (1989) at datainnsamlingen styres av studiens restriksjoner i form av ressurser. Etersom tid er en begrenset ressurs ved denne studien, har det stor betydning at vi får svar på undersøkelsen så fort som mulig. Desto tidligere vi får svar, desto mer tid har vi til analysearbeid, som igjen gir høyere kvalitet på analysen. Vi mener derfor at web-basert spørreundersøkelse er et godt valg.

Det finnes selvsagt negative sider ved bruk av en slik metode. Det er lett for respondentene å hoppe av undersøkelsen, det kan oppstå skjevhet i utvalget, og det kan være at responstiden og responsraten kan gå ned som følge av virusfare (Gripsrud et al, 2004). Faglitterært fant vi at ved web-baserte spørreundersøkelser er responsraten relativt lav (Sheehan & Hoy, i Jacobsen, 2005A). På web-baserte spørreundersøkelser, regnes 50 prosent responsrate som tilfredsstillende, 60 prosent responsrate som god og 70 prosent responsrate som veldig god

(Sue og Ritter, 2007). På grunnlag av dette gav vi PE- fondene incentiv til å besvare undersøkelsen ved å informere om at de som besvarte henvendelser ville motta resultatene.

Skalaverdier

Et spørreskjema inneholder som oftest spørsmål om ulike typer variabler, som Crimp (1990) beviser gjennom en undersøkelse utført i England (Gripsrud et al, 2004). Fordelingen av spørsmål varierer med studiens formål. Utfordringen er å lage spørsmålsformuleringer og skalaer som gir mest mulig valide resultater. Vi kan skille mellom to hovedtyper, komparative og ikke komparative. Komparativer skalaer, er skalaer hvor respondentene blir bedt om å sammenligne ulike alternativer, mens ikke komparative- skalaer vurderer representanten uavhengig av andre alternativer. Det finnes flere varianter innen for hver av disse kategoriene. Vi vil kort nevne en variant innenfor hver hovedtype som vi har benyttet i vår studie.

Rangordenskala er det vanligste eksempel på en komparativ skala (Gripsrud et al, 2004), og som vi har benyttet flere ganger i spørreundersøkelsen. Her blir respondenten bedt om å rangere et sett med alternativer ut i fra gitte kriterier. Dette gir data på ordinal nivå, og gir mye nyttig informasjon om de ulike prioriteringen respondenten har. Vi har brukt spørsmål som: *Ranger følgende private equity markeder med hensyn til hva deres virksomhet har mest fokus på (...)* og *Ved screening/due diligence-prosessen av en bedrift beskriver faglitteraturen utvalgsriterier (...)*.

En variant innenfor ikke komparative skalaer er vanlig *kategoriskala* (Gripsrud et al, 2004). Her blir respondenten bedt om å besvare et spørsmål med begrensede svaralternativer uten å sammenligne med noe annet. Eksempler på spørsmål fra undersøkelsen vår er: *Investerte dere i andre sektorer før, som dere ikke gjør etter finanskrisen? Hvis ja, kryss av for gjeldende sektor*” og *”Hvilke metoder benyttes for å vurdere bedriften? Merk av alle alternativer som er gjeldende.*

En annen viktig skala vi har benyttet i spørreundersøkelsen er *Likert- skalaen* (Gripsrud et al, 2004). Her blir respondenten bedt om å angi i hvilke utstrekning de er enig eller uenig i en serie av utsagn om det fenomen man ønsker å måle holdningen til. I de fleste tilfeller har vi brukt en svarskala med fem svaralternativer, der respondentene har blitt bedt om å svare på for eksempel; *I hvilken grad har følgende faktorer fått endret betydning etter finanskrisen?* Vi har hovedsakelig benyttet; Lite betydning mindre betydning, uendret betydning, større

betydning, og stor som svaralternativer, og på denne måten kan vi sikre at de ulike aspektene vi måler er uttrykket i samme underliggende dimensjon.

Målenivå

Målenivå er en egenskap ved variabler og bestemmer hvilke statistiske teknikker vi kan bruke for å analysere vår data (Gripsrud et al, 2004; Jacobsen, 2005B). For å finne hvilket målenivå ulike variabler befinner seg på, må en se på egenskapene til verdiene på variablene. For å benytte en passende statistisk analyse, er det kritisk å ha målenivået for hvert spørsmål definert (De Vaus, 2001). Det finnes flere typer målenivå; nominal-, ordinal-, intervall- og forholdstallsnivå. I denne studien har vi benyttet målenivåene nominal- og ordinalnivå.

Nominalt målenivå benyttes til å innhente bakgrunnsinformasjon om respondentene og gruppene enheter i ulike kategorier, noe vi gjør helt i starten av spørreundersøkelsen. Da spør vi om navnet på fondet, alder, hvilke markeder de er aktive innenfor og lignende. Det er mulig å summere frekvensen av svarene i spørreundersøkelsen, men en kan ikke rangere svaralternativene eller beregne noe gjennomsnitt (Balnaves & Caputi, 2001).

Ordinalt nivå er hovedsakelig det vi har benyttet i spørreundersøkelsen. Her kan verdiene på variablene rangeres og si om en verdi har større verdi enn en annen, men ikke si *hvor mye større* en har (Gripsrud et al, 2004). De spørsmålene vi her refererer til, ber vi respondenten om å svare på en skala med tre til ni ulike skalaer. Selv om det er konstant avstand mellom nivåene, mener Balnaves & Caputi (2001) at en slik skala ikke kan karakteriseres som intervallnivå, da en ikke kan si noe avstanden mellom å menet at noe ikke har endret seg, til at noe har endret seg.

Fysisk utforming av spørsmålene i spørreundersøkelsen

Når det gjelder utformingen av spørsmålene i spørreundersøkelsen finnes det flere retningslinjer. Gripsrud et al (2004) har oppsummert retningslinjene etter viktighet, hvilke er retningslinjer vi har tatt utgangspunkt i. De følgende retningslinjer er for det første å bruke enkle og klare ord og for det annet å unngå ledende spørsmål. For det tredje bør implisitte antagelser unngås, mens det for det fjerde bør unngås generalisering og doble spørsmål.

Språket som operasjonaliseres i spørreskjemaet må tilpasses respondenten. Det er lurt å sette seg inn i respondentens tenkemåte når en lager spørsmålene, på grunn av at respondenten

skal tolke hva som ligger i selve spørsmålet. For å få frem de ”riktige” svarene er det også viktig av spørsmålet ikke indikerer hvilket svar eller svaralternativ som bør velges.

Videre er det viktig å unngå implisitte antagelser, slik at konsekvensene av det man skal forholde seg til er klart. Dette bygger videre på at en må unngå generalisering av spørsmål, hvor man må være mest mulig konkret og spesifikk. Da tar man samtidig hensyn til respondentens evne til å huske. Derfor har vi stilt direkte spørsmål, og ikke vist til tidligere studier før vi stiller spørsmålet. På den måten kan respondenten utforme sine egne meninger uten å bli påvirket av hva andre mener.

Den siste retningslinjen vi har tatt hensyn til i vår studie, er å unngå doble spørsmål. På denne måten slipper respondenten å forholde seg til to fenomen hvor vurderingen av disse fenomenene kan være ulike.

Før vi sendte ut det endelige skjemaet sendte vi spørreskjemaet til Finn Kinserdal i Ernst & Young, hvor vi fikk nyttige innspill hva gjelder operasjonalisering av spørsmålene.

Utvalget

Utvalget for vår spørreundersøkelse ble basert på informasjon om aktive forvaltningsselskap i Norge gjengitt i NVCA (2011A) sin aktivitetsrapport fra 2010. Her har vi tilgang til offentlig informasjon å gjøre kryssjekker mot. Utvalget er klassifisert under hhv. såkorn, VC og BO⁴³, hvor det skilles mellom norske og utenlandske forvaltningsselskap lokalisert i Norge. Ved utforming av vår utvalgsstørrelse valgte vi å ekskludere utenlandske forvaltningsselskap i Norge av den årsak av at det er det norske PE-markedet vi ønsker å analysere. Vår a priori begrunnelse i den forbindelse var at norskregistrerte PE-aktører større grad representerer representativitet for det norske PE-markedet. Utvalgsstørrelsen ble derav 51 PE-aktører, og utvalgsmetoden reflekterer vurderingsutvalg (Gripsrud et al, 2004). Årsaken til at det er et vurderingsutvalg, er fordi undersøkelsen vår krever at respondentene er norsklokaliserte PE-aktører og sannsynlighetsutvalg vil dermed være lite hensiktsmessig.

Av de 51 fondene som var registrerte, var det 6 aktører som ikke var med i populasjonen da vi ikke fant noe tilhørende informasjon eller kontaktinformasjon. Vi fant kun navnet deres,

⁴³ Vi har i spørreundersøkelsen utvidet klassifikasjonen av PE til såkorn, VC, BO og distressed.

ingen internettside eller basisinformasjon. På grunn av at utvalgsrammen inneholdt elementer som ikke er med i populasjonen, hadde vi *overdekning* (Gripsrud et al, 2004).

Etter utsendelsen av spørreundersøkelsen, fikk vi tilbakemelding fra 4 av de 45 som mottok spørreundersøkelsen, at de ikke var organisert som et PE-fond, og dermed ikke besvarte undersøkelsen. Videre var det 2 fond som ikke hadde tid til å besvare undersøkelsen. Vår totale responsrate ble 15, hvilket innebærer en rate på 33 %. Dette impliserer at vi har ikke-responsfeil i vårt utvalg (Gripsrud et al, 2004).

5.3 Dataanalysens metodevalg

Datamaterialet gjort tilgjengelig ved spørreundersøkelse er lite. Det er derfor ikke hensiktsmessig å utføre statistiske tester på datamaterialet i den grad vi ønsket før vi sendte ut spørreundersøkelsen. Intensjonen var å gjennomføre *Student t-test* av observerte gjennomsnitt⁴⁴ fra evalueringskriteriene som ble gjennomgått i delkapittel 4.2. Dernest var hensikten å kontrollere resultatene fra Student t-test ved å gjennomføre *Wilcoxon Rank Sum Test*⁴⁵. Årsaken er på grunn av at sistnevnte ikke forutsetter at observasjonene er normalfordelt. Formålet var å statistisk undersøke om respondentene vurderer evalueringskriteriene i spørreskjemaet som mer, eller mindre, viktig i etterkant av finanskrisen kontra situasjonen før finanskrisen. På grunn av at antall, n , observasjoner i vårt datasett er relativt lite, vil vi ikke kunne gjennomføre statistisk hypotesetest med ønsket pålitelighet (Agresti & Franklin, 2009). Hypotesetesten var pre utsendelse av spørreskjema formulert som i det følgende:

Nullhypotese: $H_0 = 3$. PE-fondene sett under et har ikke endret viktighet av et spesifikt evalueringskriterium. Spørreundersøkelsens skala gikk fra (1) til (5) hvor (1) var benevnt *liten*, mens (5) benevnt *stor* viktighet siden finanskrisen. Nullhypotesen antar følgelig at gjennomsnittet er lik 3, som var kriteriet for ulik holdning. For spørsmål med tre svaralternativ, ble nullhypotesen formulert som $H_0 = 2$.

⁴⁴ T-parameteren uttrykker distansen mellom utvalgets gjennomsnitt x_i og nullhypotesens verdi μ_0 , målt ved antall standardavvik mellom variablene. Tre antagelser må tilfredsstilles for at man kan benytte *t-test*: Variablen er kvantitativ, dataproduksjonen er randomisert og populasjonsdistribusjonen er tilnærmet normal distribuert. Antagelsen er essensiell når n er liten og H_a

⁴⁵ Wilcoxon Rank Sum Test kan ekvivalent med Student T-test for å teste gjennomsnittet i et utvalg. Metoden er ikke-parametrisk og krever ikke at observasjonene er normalfordelt. Videre antagelser er at datautvalget er randomisert og kvantitative.

Alternativhypotese: $H_a \neq 3$. PE-fondene sett under et har endret viktighet av et spesifikt evalueringskriterium. Ved påvisning av signifikans ved tosidig test, var formålet å utføre ensidig test i positiv retning av observert gjennomsnitt, samt å øke kravet til statistisk signifikans, hvor utgangspunktet var statistisk test på 5%-nivå. Spørsmål med tre svaralternativ fordret alternativhypotesen $H_a \neq 2$.

Av den nevnte årsak gjennomfører vi kvalitativ tilnærming av dataanalysen. Når det gjelder det kvantitative fundament, har vi gjennomført krysskorrelasjonsanalyse på datasettet, for å identifisere hvilke evalueringskriterier som respondentene parvis vurderer som mer viktig etter finanskrisen, og visa versa. I tillegg gjennomfører vi faktoranalyse i delkapittel 6.4.

Korrelasjonskoeffisientene analysert er utelukkende på bakgrunn av *lagg 0* i krysskorrelasjonsanalysen. Vi benytter kun *lagg 0* på grunn av at datamaterialet er bragt til veie via spørreskjema og følgelig sanntidsdata. *Lagg ulik 0* benyttes når datamaterialet kjennetegnes av tidsserieanalyse, som for eksempel rente- og inflasjonsdata hvor inflasjonen typisk har et tidsetterslep i forhold til rentestrategien til Norges Bank. Av hensyn til at vi kun benytter *lagg 0*, er korrelasjonskoeffisientene beregnet ved hjelp av Pearson Product Moment Correlation. Statistisk signifikante koeffisientene er merket med * og ** for hhv. signifikans på 5% og 1%-nivå. Resultatene er oppgitt i Appendix 10.4, 10.5 og 10.9, mens dyptgående diskusjon om korrelasjon er lagt ved i Appendix 10.3.

Vi understreker at vi gjennomfører korrelasjonsanalyse i pragmatisk forstand, og konkluderer ikke på bakgrunn av identifiserte signifikansnivå. Formålet ved analysen er å avdekke tendenser i datasettet, som på den måten bidrar til å legge føringer for den kvalitative diskusjon vi fører i delkapittel 6. Vi benytter i relativ stor utstrekning deskriptiv studie av datamaterialet, men inkluderer også konjunkturanalyse ved Hodrick Prescott-filter, regresjonsanalyse og faktoranalyse. Konjunkturanalyse anvendes for å bedre forstå hvordan PE-markedet i Norge har forløpet seg fra før, under og etter finanskrisen. Regresjonsanalysen benyttes til validere vårt datasett opp mot identifisert empiri, mens faktoranalyse anvendes for å i større grad identifisere hvilke underliggende dimensjoner respondentene ilegger økt viktighet til etter, kontra før, finanskrisen. Metodikk for Hodrick Prescott-filter, regresjonsanalyse og faktoranalyse er lagt ved i Appendix 10.6, 10.7 og 10.10.

6. Analyse

I det følgende vil vi analysere funnene våre fra den empiriske undersøkelsen og diskutere våre resultater i relasjon til kapittel 3 og kapittel 4. Vi vil først presentere vårt datamateriale, før vi diskuterer resultatene hva gjelder evalueringskriterier og risikovariabler. Derneft vil vi presentere topp 10 evalueringskriterier og analysere potensielle faktorer som representerer endring hos PE-aktørene. Sist, vil vi drøfte helheten, som framgår av våre analyser.

Datainnsamlingen ved hjelp av spørreskjemaet gav forskjellig utslag på antall respondenter på forskjellige spørsmål. Kjernen i vår spørreundersøkelse er å undersøke hvorledes evalueringskriteriers relative viktighet er nå kontra situasjonen før finanskrisen. I alt var det 25 evalueringskriterier, hvilket 13 av 16 respondenter besvarte⁴⁶. For å gjøre dataanalysen konsistent har vi følgelig eliminert alle respondenter som ikke har besvart spørsmålene i tilknytning de 25 evalueringskriteriene. Følgelig har vi *missing values* i vårt datamateriale (Gripsrud et al, 2004). Vi har, som skissert, valgt å eliminere alle respondenter som fordrer manglende besvarelse av våre 25 evalueringskriterier. Årsaken intuitiv. Vi kan ikke erstatte manglende besvarelser på undersøkelsens viktigste spørsmål med en nøytral verdi.

6.1 Presentasjon av datamaterialet

Sektorer

Respondentene kjennetegnes ved at størsteparten fokuserer på såkorn- og VC-segmentet innen PE. Av de 13 respondentene som besvarte dette spørsmålet, rangerte 5 og 7 av 13 hhv. såkorn og VC som viktigste fokusområde, mens 5 og 6 av 13 rangerte hhv såkorn og VC som nest viktigste fokusområde. Kun et fond signaliserer BO som viktigste fokusområde, mens distressed fordrer lavt fokus, med høyeste rangering på nivå 2 på en skala fra (1) til (5) hvor (1) er angitt som størst fokus.

⁴⁶ Som nevnt i delkapittel 5.2.2. mottok vi 15 basevarte spørreskjemaet. Tallet 15 representerer gjennomførte besvarelser registrert av Qualtrics. Gjennomførte besvarelser betyr ikke at 100 % av spørsmålene er besvart.

	Såkorn	Venture	Buyout	Distressed	Annet
1	5	7	1	0	0
2	5	6	1	1	0
3	1	0	9	2	1
4	2	0	2	9	0
5	0	0	0	1	12
Total	13	13	13	13	13

Tabell 6.1: Sektorområder innen PE-bransjen. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse

Tabell 6.1. presenterer rangeringen til respondentene som gruppe og angir fokus på såkorn, VC, distressed og sekkeposten annet. Tabellens venstre kolonne angir grad av viktighet, hvor (1) er mest viktig og (5) er minst viktig.

For vår analyse medfører dette komplikasjoner ved at resultatene i første rekke må ses i lys av at majoriteten av respondentene investerer i oppstarts- og ekspansjonsbedrifter. I delkapittel 2.10.1. fremhever vi at due diligence-prosessen innen PE har et hovedskille i relasjon til VC og BO. Fenn et al (1995) forklarer at VC fokuserer i første rekke på porteføljeselskapets ledelse, samt de økonomiske utsiktene tilknyttet produktet, eller tjenesten, bedriften skal levere. BO derimot, fokuserer i større grad på en grundig gjennomgang, kartlegging og forståelse av den nåværende virksomhet. Årsaken til hvorfor dette hovedskillet forklares ved at VC-selskaper er i vekst, og resultathistorikk 2-3 år bak i tid er irrelevant for fremtiden, samt at tilgjengelig finansiell historikk generelt er vanskelig å oppdrive. For BO er selskapet modent og framtidsutsiktene enklere å predikere, slik at status quo for selskapet i dag er relativt representativ for framtidspregninger (Koller et al, 2010).

Av fondene som rangerer VC som viktigste fokusområde, svarer 5 av 7 at såkorn er nest viktigste fokusområde. Konsensus for respondentene som angir såkornfond som viktigste fokusområde er desto mer fremtredende. 5 av 5 respondenter som rangerer såkorn som viktigst, rangerer også VC, BO og distressed som hhv. nest, tredje og fjerde viktigste fokusområde. PE-fondet som har angitt BO som viktigste fokusområde, skisser VC og såkorn som hhv. nest og tredje viktigst. Og for PE-fondet som rangerer BO som nest viktigst, er VC rangert som viktigst. Sist, for PE-fondet som angir distressed som nest viktigste fokusområde, er VC rangert som nest viktigst, mens BO er rangert som tredje viktigst. Vi er derav av oppfatning av at vi kan inkludere BO-fondet i analysen vår, selv om hovedvekten er tillagt såkorn og VC. Samtidig vil våre resultater reflektere såkorn- og VC.

Eksistens

De fleste fondene har vært aktive i PE-markedet i 4-6 år, som oppgitt av 6 av 13 respondenter. Ingen av respondentene representerer fond opprettet de siste to årene, mens kun et fond har vært aktivt i mer enn 10 år. Førstnevnte observasjon er kritisk for at analysen vår skal være valid. Dersom vi hadde mottatt besvarelser ved svaralternativ <2 år ville vi vært nødt til å eliminere respondenten fra datasettet. Av hensyn til at et PE-fonds levetid er 10 år, impliserer dette at de fleste fondene i utvalget ferdig med Investment Period, som diskutert i delkapittel 2.8.

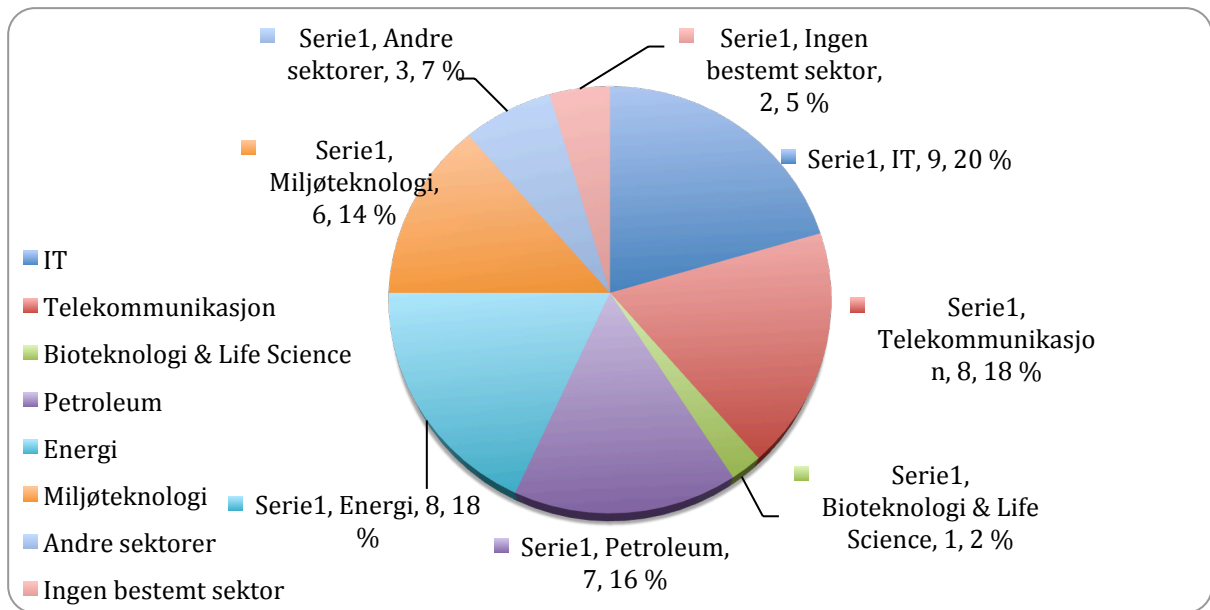
	Antall	Prosent
<2 år	0	0 %
2-4 år	3	23 %
4-6 år	6	46 %
6-10 år	3	23 %
>10 år	1	8 %
Total	13	100 %

Tabell 6.2: Alder på PE-fondene. Kilde: primærdata, spørreundersøkelse

Bransjefokus

Av 13 respondenter investerer hhv. 7, 8, 8 og 9 innen hhv. petroleum, energi, telekommunikasjon og IT. Resultatet står sterkt knyttet til NVCA-rapportene for helåret 2010 og halvåret 2011, hvilket innebærer at respondentene har sterke trekk hva angår investeringsfokus som det aggregerte PE-markedet som sådan. Av hensyn til diskusjonen i delkapittel 2. 4. finner vi at PE-fondene generelt ikke holder seg til en bransjespesialisering, men investerer i et fåtall spissede bransjer. Kun 2 respondenter angir ingen bestemt sektor. Vi merker oss at alternativet *andre sektorer* er angitt til 3, hvilket kan bety at våre forhåndsspesifiserte svaralternativ dekker det relevante investeringsunivers.

Figur 6.1. beskriver fordelingen over bransjefokus angitt fra våre respondenter. Oppgitt i figuren er antall respondenter som har angitt fokus på den spesifiserte bransje, samt prosentfordeling av svarfrekvensene.



Figur 6.1: Bransjefokus. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

Resterende kapital og investeringsratio

Vi har valgt å spørre PE-fondene om deres resterende Committed Capital tilgjengelig for investeringer. 7 av 13 respondenter indikerer at tilgjengelig kapital er mellom 100-500 millioner NOK, mens kun et fond indikerer kapital over en milliard. To PE-fond har tilgjengelig kapital på mindre enn 50 millioner, mens tre fond har mellom 50-100 millioner til rådighet. Vi finner ingen tydelig sammenheng mellom fondets vintage year og restkapital i vårt datasett. Derimot tenderer det til at såkorn- og VC-fond har liten tilgjengelig kapital til rådighet, hvilket gjenspeiles som generelle observasjoner av NVCA (2011A).

	Antall	Prosent
<50 millioner	2	15 %
50-100 millioner	3	23 %
100-500 millioner	7	54 %
500-1000 millioner	0	0 %
>1 milliard	1	8 %
Total	13	100 %

Tabell 6.3: Restkapital. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

På grunn av at vår studie tar sikte på å undersøke hvordan PE-aktørene vektlegger empirisk observerte evalueringskriterier, forutsettes det at vår analyse tar utgangspunkt i den situasjon PE-fondene er i dag. For å studere dette tar vi utgangspunkt i restkapital og sammenligner dette med resultater fra NVCA sin aktivitetsrapport for første halvår 2011 (NVCA, 2011B).

Gjennomsnittlig investeringssum⁴⁷ for nyinvesteringer for såkorn siste halvår 2010 var 0,8 millioner. For VC var gjennomsnittlig investeringssum for ny- og oppfølgingsinvesteringer siste halvår 2010 9,65 millioner og 3,5 millioner. Tilsvarende tall for første halvår 2011 hva gjelder VC er 10,77 millioner og 2,52 millioner. Til tross for at resterende kapitalbase angis noe lav, har PE-fondene i relativt grad mulighet til å gjennomføre ny- og oppfølgingsinvesteringer – spesielt sistnevnte da oppfølgingsinvesteringer tenderer til å være relativt lavere beløpsmessig. Appendix 10.2 indikerer at PE-fondene i vårt datamateriale i gjennomsnitt investerer i 3 selskaper per år, med en investeringsratio på 3,3 %⁴⁸. I delkapittel 2.7.3. skriver Prowse (1998) at PE-fond investerer i mellom 2-15 porteføljeselskaper årlig. Observasjonen gjenspeiler at det norske PE-markedet er langt mindre enn det amerikanske PE-markedet, som ligger til grunn for Prowse (1998) sine betraktninger. Silver (1985) anbefaler PE å investere i ett porteføljeselskap per hundrede forretningsplan mottatt, altså en ratio på 1/100, dvs. 1 %. Av hensyn til Silver (1985) kan det tendere til at PE-fondene i vårt datamaterialet, til en viss grad, er mer risikovillige enn hva litteraturen anbefaler.

6.2 Dataanalyse

I det følgende vil vi presentere og diskutere våre resultater fra spørreundersøkelsen. Som nevnt i delkapittel 6.1. har vi eliminert de respondenter som ikke besvarte samtlige 25 evalueringskriterium. Når det gjelder datamaterialet i 6.2.1. var antall respondenter 14. En av respondentene besvarte ikke våre 25 evalueringskriterium og har følgelig blitt eliminert fra datasettet vårt. Diskusjonen vedrørende tabell 6.2. inkluderer 12 respondenter, hvor samtlige har besvart de 25 evalueringskriteriene.

I delkapittel 6.2.3. presenteres hvilke kategorier av evalueringskriterium, som respondentene vurderer som viktig. Tilknyttet spørsmålet fikk vi 12 respondenter, og samtlige besvarte våre

⁴⁷ Utført egne beregninger på tallmaterialet som ligger til grunn i Aktivitetsrapport første halvår 2011. Se Appendix 10.1 for en detaljert oversikt.

⁴⁸ Median er 2,5 %, hvilket indikerer at observasjonene er høyreskjev.

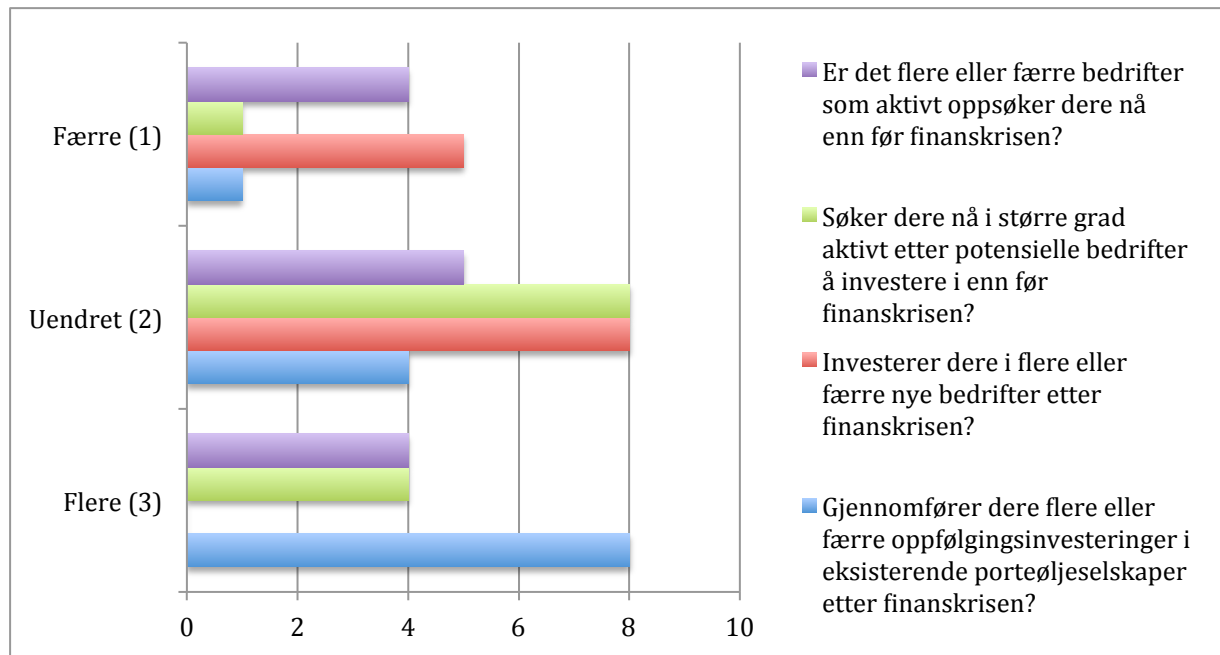
25 evalueringskriterium. Angående diskusjonen i delkapittel 6.2.4. fikk vi 11 respondenter tilknyttet spørsmålet som tar for seg situasjonen før finanskrisen og 12 respondenter tilknyttet situasjonen etter finanskrisen. Samtlige 12 respondenter besvarte de 25 evalueringskriteriene. Av hensyn til at det er diskusjonen i delkapittel 6.4. som er hovedfokuset i analysen, beholder vi datamaterialet slik det nå er beskrevet over, av hensyn til at delkapittel 6.2.3. og 6.2.4. benyttes for å støtte opp om diskusjonen i 6.4.

Vi understreker at datamaterialet er marginalt i forhold til antall observasjoner, og retter derav et kritisk blikk mot alle funn som konstateres. En korrelasjon mellom variabler behøver ikke nødvendigvis bety at det er en kausal sammenheng mellom variablene. Det er også viktig å understreke at vi har begrenset statistisk konklusjonsvaliditet og ytre validitet. Vi redegjør for studiens kvalitet i kapittel 7.

Når vi benytter termene PE-fondet og PE-aktøren i det følgende, henviser vi til våre respondenter.

6.2.1 Investeringsaktivitet

I det følgende vil vi diskutere de resultater vår spørreundersøkelse gir angående PE-sektorens investeringsvirksomhet. Figur 6.2 angir resultatet fra våre respondenter. Presentasjonen inkluderer responsen fra 13 respondenter. Diskusjonen vil relateres til NVCA sine aktivitetsrapporter for norsk PE aktivitet, samt tilknyttes identifisert empiri på området. I tillegg vil vi supplere drøftelsen med informasjon framskaffet ved intervju med Argentum 03.10.2011.



Figur 6.2: Investeringsaktivitet før og etter finanskrisen. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

Generelt indikerer respondentene i vår undersøkelse at det er ingen konsensus oppfatning om hvorvidt det har medført endring i hvor mange bedrifter som aktivt kontakter de ulike fondene etter kontra før finanskrisen. *Det er ingen mangel på ideer i Norden eller Norge*, sa Tore Mengshoel, Teknoinvest, til McKinsey & Co (2007). Distribusjonen til respondentene våre i tilknytning dette spørsmål kan verken avkrefte, eller bekrefte, Mengshoels påstand. Derimot ser vi at respondentene angir en relativt tjukke høyre hale når det gjelder PE-fondets aktive søken etter potensielle porteføljeselskaper. 4 av 13 fond angir at aktiviteten er større, mens 1 av 13 er at motsatt oppfatning. Hele 8 av 13 er av oppfatning av at PE-aktørens aktivitet er den samme som før finanskrisen. I delkapittel 2.4 diskuterer vi PE-aktørens spesialiseringsvalg. Ved krysskorrelasjonsanalyse finner vi ingen sammenheng mellom ved å undersøke respondentenes svar mot variabel for bransjefokus eller PE-sektor. Ideelt skulle vi hatt et større datamateriale for å undersøke om observert gjennomsnitt statistisk avviker fra nullhypotesen om at det ikke er endret holdning blant PE-aktørene etter finanskrisen. Studerer vi respondentenes indikasjon på investeringsaktivitet, ser vi at ingen av PE-fondene antyder at investeringsaktiviteten har økt siden før finanskrisen. 8 av 13 respondenter angir at investeringsaktiviteten er uendret, mens 5 av 13 indikerer redusert aktivitet. Funnet i vår spørreundersøkelse tenderer til at investeringsaktivitet er redusert, hvilket gjenspeiles av NVCA (2011A). Ser vi ytterligere på gjennomførte oppfølgingsinvesteringer, ser vi at det er

tydelig at PE-aktørene gjennomfører flere slike investeringer. 8 av 13 respondenter angir økt antall oppfølgingsinvesteringer, mens hhv. 4 og 1 respondenter angir uendret og redusert antall gjennomførte oppfølgingsinvesteringer. Også funn angående oppfølgingsinvesteringer korresponderer med NVCA (2011A).

Oppfølgingsinvesteringer er spesielt interessant og er drevet av vanskelige exitmuligheter i markedet i dag (Argentum, 03.10.2011). NVCA (2009) rapporterer at i perioden 2003 til 2008⁴⁹ sett under et, har antallet IPOs vært 35. I 2007 utgjorde børsnoteringer 9 i antall, mens i 2008 ble det kun registrert 1 IPO. Siden 2008 har markedet for børsnotering av porteføljeselskapet vært tørket inn. Industrielt salg⁵⁰ er den klart mest vanlige avhendingsstrategien for PE-aktørene i Norge. Argentum fremhever i intervju 03.10.2011 at PE-fond som får tilført kapital fra investorer er fond som kan vise til gode avkastningsrater tidligere, jamfør diskusjon om konsistens i avkastning fra delkapittel 2.6.2. Det poengteres ytterligere at PE-aktøren gjennomfører oppfølgingsinvesteringer for å holde porteføljeselskapene i livet i påvente på et forbedret marked for avhending av investeringen.

6.2.2 Hvordan vurderer PE-aktøren porteføljeselskapet?

Når det gjelder de ulike aspektene for å vurdere hver enkelt bedrift, antyder alle respondentene at følgende punkter er de klart viktigste framgangsmåtene for vurdering av et porteføljeselskap. Vi henviser til delkapittel 2.7.2 for beskrivelse av PE-aktøren, mens delkapittel 2.8.1. redegjør blant annet for screening- og due diligence-prosessen. Den første metodikken angir som essensiell er å (1) gjennomgå forretningsplan, dernest (2) møte med porteføljeselskapets ledelse. Den siste er å (4) rådføre seg med personlig nettverk, som angitt i tabell 6.4. Totalt 15 respondenter besvarte spørsmålet, hvorav 3 av respondentene utelot besvarelsen av de 25 evalueringskriteriene og er følgelig eliminert fra datasettet.

⁴⁹ NVCA har ikke data for året 2006, hvilket medfører at data for dette året er ekskludert. Vi har ikke kunne identifisere håndfast data via andre kilder.

⁵⁰ Trade sales er salg av porteføljeselskap til et annet selskap, som f.eks. ønsker å få ekspandere virksomheten til ny næring, eventuelt operer innen same næring som porteføljeselskapet, men som er interessert i kompetansen og teknologien porteføljeselskapet besitter.

Vurderingsmetode		Antall	Prosent
1	Gjennomgå forretningsplan	12	100 %
2	Møte med porteføljeselskapets ledelse	12	100 %
3	Sammenligne forretningsplanen med tidligere investeringer	5	42 %
4	Rådføre seg med personlige nettverk	12	100 %
5	Ekstern due diligence	9	75 %
6	Kvantitativ verdsettelse	11	92 %
7	Andre	5	42 %

Tabell 6.4: Vurderingsmetode. Kilde: primærdata, spørreundersøkelse.

Både ledelsen og forretningsplan er 2 av de 4 hovedkategoriene Franke et al (2008) uthever som spesielt viktige fokusområder for PE-aktøren. McKinsey & Co (2007) peker på at forretningsplanen er grunnfundamentet ved en VC-investering. Av den årsak ville det vært overraskende dersom *ikke* samtlige PE-aktører vurderer forretningsplanen til porteføljeselskapet⁵¹. Videre konkluderer både Tyebjee & Bruno (1981) og MacMillan et al (1985) at dominerende kriterier i PE-aktørens øyne er lederegenskaper hos porteføljeselskapets ledelse, hvilket reflekteres av den høye svarraten når det gjelder møte med porteføljeselskapets ledelse. Vår undersøkelse korresponderer som sådan med tidligere studier foretatt på området, hvor også Argentum fremhever viktigheten ledelsen i porteføljeselskapet innehar (Argentum, 03.10.2011).

11 av 12 respondenter angir kvantitativ verdsettelse som et av sine vurderingskriterier. McKinsey & Co (2007) understreker at verdsettelsen anslås, som regel, pragmatisk av PE-aktøren. PE-aktøren benytter sin erfaring og verdier, oppfatning om porteføljeselskapets målmarked og markedssituasjonen i forbindelse med exit for å verdsette selskapet. Videre følger Metrick & Yasuda (2010) opp dette punktet, med å fremheve at verdsettelsen av et porteføljeselskap baseres i større grad på GP sin erfaring, og i mindre grad på finansielle lærebokmodeller.

Argentum (03.10.2011) utdyper at vurderingsmetodene er dynamiske og i kontinuerlig utvikling, og at læringsprosessene i PE blir effektivisert. PE-fondene er blitt mer kritiske og systematiske i måten det arbeides på. I den forbindelse valgte vi å utfordre respondentene ved å be dem ta stilling til om det gjennomføres grundigere screening/due diligence av

⁵¹ Spesielt med tanke på at majoriteten av respondentene representerer såkorn og VC, som beskrevet i delkapittel 6.1.

porteføljeselskaper nå enn før finanskrisen. 3 av 13 respondenter indikerer at slikt er tilfellet, mens 9 av 13 peker på det motsatte. 1 respondent angir svaralternativet *vet ikke*⁵². Områdene PE-aktørene gjennomfører grundigere screening/due diligence på, er samtlige alternativer skissert i tabell 6.4. foruten svaralternativ (3), som initialt ble vurdert som et mindre viktig vurderingselement. Kriteriene (1) gjennomgå forretningsplan og (6) kvantitativ verdsettelse ble begge ilagt økt viktighet av to respondenter, hvorav de øvrige kriteriene ble vektlagt økt viktighet av en respondent⁵³. I henhold til tidligere litteratur er det ikke overraskende at det er større fokus på kriteriet (1) gjennomgå forretningsplan. Derimot var økt viktighet av (6) kvantitativ verdsettelse litt mer overraskende.

Når det gjelder profittmarginer, viser studien gjennomført av Puri & Zarutskie (2010) at lønnsomhet ikke er av avgjørende faktor under screeningprosessen. Påstanden begrunnes ved at PE-finansierte selskaper ikke er mer lønnsomme enn øvrige selskaper før selskapet realiseres av PE-aktøren. Økt fokus på kvantitativ verdsettelse kan rasjonaliseres av at exitmarkedet er vanskelig og de makroøkonomiske framtidsutsiktene er usikre – som eksemplifisert ved at industrilandene står trolig ovenfor en forsterket og langvarig lavkonjunktur (DNB Markets, 2011; Norges Bank, 2011). På grunn av at markedet er urolig, og vanskelig å predikere, kan PE-aktørene tendere til å legge mer vekt på egen kvantitativ verdsettelse av porteføljeselskapet.

6.2.3 Evalueringskriterier etter hovedgruppe

Baum et al. (2010) har i sitt arbeid gjennomgått litteratur som har fokusert på å avdekke hvilke evalueringskriterium PE-aktører baserer seg på. Hovedkategoriene av evalueringskriterier blir av forfatterne identifisert til ni kategorier; ledelse, marked, produkt, avkastning, exit, avtalen, strategi, kunder og konkurranse. For å kontrollere respondentene våre i forhold til validitet, benytter vi Baum et al. (2010) sin kategoriinndeling. Årsaken er på grunn av at den er relativt spesifisert, i motsetning til Franke et al (2008). På den måten

⁵² Korrigeres datamaterialet ytterligere for den respondenten som ikke besvarte spørsmålet tilknyttet tabell 6.2. er fordelingen den følgende; 2 av 12 indikerer at det gjennomføres grundigere due diligence, 9 av 12 indikerer at det motsatte er tilfellet, mens 1 respondent angir *vet ikke*.

⁵³ Den følgende gjennomgang reflekterer de to respondentene som angir grundigere due diligence nå vs. før finanskrisen.

kontrollerer vi for innholdsvaliditet ved å vurdere resultatene våre i forhold til tidligere studier (Gripsrud et al, 2004)⁵⁴.

Svar	1		2		3		4		5		6		7		8		9		Total	
	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y
1 Ledelsen	7	7	2	4	1	3	2	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12	22
2 Markedet	1	1	5	10	3	9	2	8	1	5	0	0	0	0	0	0	0	0	12	33
3 Produktet/tj	3	3	3	6	3	9	1	4	1	5	0	0	1	7	0	0	0	0	12	34
4 Konkurransen	0	0	0	0	3	9	5	20	2	10	0	0	1	7	1	8	0	0	12	54
5 Kunder	1	1	2	4	1	3	1	4	5	25	1	6	1	7	0	0	0	0	12	50
6 Strategi	0	0	0	0	0	0	0	0	2	10	6	36	2	14	1	8	1	9	12	77
7 Avkastning	0	0	0	0	0	0	1	4	0	0	0	0	5	35	2	16	4	36	12	91
8 Exitstrategi	0	0	0	0	1	3	0	0	1	5	4	24	1	7	5	40	0	0	12	79
9 Avtalen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6	1	7	3	24	7	63	12	100

Tabell 6.5: Evalueringskriterier. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

Tabell 6.5 illustrerer våre respondenters svar på de ni hovedkategorier av evalueringskriterier identifisert av Baum et al (2010). Horisontalt oppgis respondentenes besvarelser på kriteriene fra (1) mest viktig til (9) minst viktig basert på absolutt grad av viktighet – det vil si uten relasjon til finanskrisen. Årsaken til hvorfor vi spør respondentene om absolutt grad av viktighet er på grunn av at vi ønsker å benytte resultatene fra tabell 6.5. som basis til resultatene fra våre 25 evalueringskriterier. Y-kolonnen angir frekvens vektet med grad av viktighet fra (1) til (9). Dess lavere totalscore, dess viktigere er evalueringskategorien.

Vi ser at 7 av 12 respondenter angir ledelseskarakteristika, som det den viktigste hovedkategori av evalueringskriterier. Ledelsesrelaterte kriterium vurderes som klart viktigst med total vektet sum lik 22. Deretter følger marked- og produktrelaterte kriterier med hhv. total vektet sum lik 33 og 34. Exitstrategi, avkastning og avtalen rangeres som lite viktig for PE-aktørene, mens strategi, kunder og konkurranse er underliggende av produkt og marked.

Vi har dernest gjennomført korrelasjonsanalyse på de nevnte hovedkriterium og resultatene er oppgitt i Appendix 10.4. Vi finner at 5 av korrelasjonene er statistisk signifikant, hvorav 2

⁵⁴ Gripsrud et al (2004): Innholdsvaliditet gjelder i hvilken utstrekning den målemetoden vi benytter dekker hele det teoretiske begreps domene. Vi kontrollerer for innholdsvaliditet ved å sammenligne resultatene fra rangeringen av kriteriene (1) til (9) med utgangspunkt i Baum et al (2010), for å på den måten forstå hvordan våre respondenter tolker evalueringskriterienes absolutte viktighet annerledes enn hva som fremkommer i andre studier.

er positivt korrelert. Positiv korrelasjon finner vi mellom kriteriene *produktet/tjenesten* og *strategi*, hvor korrelasjonskoeffisienten er 0,817**. Både MacMillan et al (1985;1987) og Muzyka et al (1996) illustrerer at PE-aktører henvender seg til porteføljeselskapets strategi når porteføljeselskapet analyseres. Dotzler (2001) fremmer i delkapittel 2.7.2. at strategisk rådgivning er blant viktigste bidrag GP gir bedriftsledere. Samtidig er strategi, teoretisk, relatert til produktet (Hill & Jones, 2009). Dette innebærer at korrelasjonskoeffisienten ikke er overraskende, men en bekreftelse på at våre resultater korresponderer med fagteorien. Implikasjonen ved avkastning og exitstrategi er at PE-fondene vurderer kriteriene med stor samvariasjon, hvilket ikke er overraskende med tanke på at begrepene har tett sammenheng (Metrick & Yasuda, 2010A). Dernest er det positiv korrelasjon mellom *exitstrategi* og *avtalen*, med koeffisient lik 0,866**. Begge kriteriene er lavt rangert i tabell 6.5, hvilket fordrer at respondentene er konsistente i rangeringen av de gjeldende kriterier.

Muzyka et al (1996) konkluderer sin studie med at PE-aktørene, som gruppe, vil investere i porteføljeselskap som representerer et godt lederteam med rimelige produkt-markedskarakteristika, selv om investeringsmuligheten per se ikke tilfredsstiller finansierings- og avtalerelaterte kriterium. Det avdekkes negativ korrelasjon mellom variablene *produktet* og *avtalen* (-0,735**), *konkurranse* (som er markedsrelatert) og *avkastning* (-0,623*), *strategi* og *exitstrategi* (-0,645*), og *strategi* og *avtalen* (-0,846**). Resultatene underbygger at exitstrategi og avtalen er relativt konsistent lavt rangert av respondentene.

Respondentene indikerer videre at det som minst relevant for vurdering av porteføljeselskapet er exit, avkastning og avtalen, hvilket indikerer at tendensene i vårt datamateriale samsvarer med det funn Muzyka et al (1996) har gjort på tvers av europeiske PE-aktører.

6.2.4 Risikofaktorer

I kapittel 4 ble det påpekt at MacMillan et al (1985) anvendte faktoranalyse for å avdekke hvilke evalueringskriterier PE-aktører baserer seg på ved selektering av porteføljeselskap. Vi tar utgangspunkt i deres identifisering av risikokriterier for å undersøke hvorvidt PE-fondenes risikoholdning har endret seg siden før finanskrisen. I vår studie valgte vi å inkludere faktorene (1) til (5), og utfordret respondentene til å svare på hvor viktig hver risikofaktor var før finanskrisen, og deretter hvor viktig de ulike faktorer er etter

finanskrisen⁵⁵. Forfatterne tar utgangspunkt i kriteriene (1) til (5). Diskusjonen vil også knytte seg mot Tyebjee & Bruno (1981;1984) av hensyn til diskusjonen i kapittel 4.1.3, hvor det vises at de nevnte studier korresponderer godt med MacMillan et al (1985).

Vi gjennomførte krysskorrelasjoner på datamaterialet tilknyttet faktorene, hvor resultatene er oppgitt i Appendix 10.5. Analysen tar utgangspunkt i to a priori antagelser. Den første a priori antagelsen er dersom risikokriteriene ikke korrelerer høyt med absolutt fortegn på tvers av hverandre innen samme tidsperiode, impliserer dette at PE-aktørene ikke har konsensus om hvilke risiko som er mest, og minst, viktig. Den neste a priori antagelse er dersom PE-fondene ikke vurderer risiko som endret ved evaluering av perioden før og etter finanskrisen, så burde risikoene være korrelert med hensyn til pre- og post finanskrise.

I tabell 6.6. er resultatene fra spørreundersøkelsen gjengitt. For spørsmålet som omhandlet før finanskrisen mottok vi 11 svar, mens for spørsmålet som tok for seg risikoelementer etter finanskrisen mottok vi 12 svar. Krysskorrelasjonsanalysen er følgelig korrigerert for forskjellig antall observasjoner, ved å utelate respondenten som kun har besvart det sistnevnte spørsmål. Respondentene ble bedt om å rangere de oppgitte risiko fra (1) minst viktig til (5) mest viktig.

Før finanskrisen		1		2		3		4		5		Total	
Kriterie		X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y
1	Competitive risk	4	4	2	4	4	12	1	4	0	0	11	24
2	Bail-out risk	1	1	1	2	2	6	6	24	1	5	11	38
3	Investment risk	1	1	2	4	3	9	0	0	5	25	11	39
4	Management risk	4	4	2	4	1	3	3	12	1	5	11	28
5	Implementation risk	1	1	4	8	1	3	1	4	4	20	11	36

Etter finanskrisen		1		2		3		4		5		Total	
Kriterie		X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y
1	Competitive risk	5	5	3	6	2	6	1	4	1	5	12	26
2	Bail-out risk	1	1	2	4	2	6	5	20	2	10	12	41
3	Investment risk	1	1	3	6	3	9	3	12	2	10	12	38
4	Management risk	3	3	1	2	4	12	3	12	1	5	12	34
5	Implementation risk	2	2	3	6	1	3	0	0	6	30	12	41

Tabell 6.6: Risikofaktorer før og etter finanskrisen. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

⁵⁵ Vi valgte å ikke inkludere MacMillan et al (1985) sin faktor (6), Leadership Risk. Dette på grunn av at faktoren var konstruert av kun en variabel. Videre bakgrunn for å ta utgangspunkt i MacMillan et al (1985) sine faktorer, og ikke Tyebjee & Bruno (1981;1984), begrunnes ved at (1) resultatene mellom studiene er konsistente og (2) at faktorene i MacMillan et al (1985) er anerkjent som ulike elementer av risiko PE-aktøren må ta stilling til (Baum et al, 2010).

Horisontalt oppgis respondentenes besvarelser på kriteriene fra (1) minst viktig til (5) mest viktig. X-kolonnen angir frekvens, mens Y-kolonnen angir frekvens vektet med grad av viktighet fra (1) til (5).

I. Faktorene korreleres ikke høyt på tvers av faktorer innen samme tidsperiode

Korrelasjonsanalyse avdekker ingen statistisk korrelasjon på tvers av kriteriene før finanskrisen, hvilket impliserer at det ikke påvises konsensus om hvilke risiko som var mest relevant før finanskrisen av våre respondenter. Etter finanskrisen, finner vi at Bail-out Risk korreleres med Implementation Risk. Korrelasjonskoeffisient er (-0,742*).

Vi ser at både Bail-Out- og Implementation Risk vektet med en totalsum på 41, hvilket betyr at det er de to nevnte risiko er angitt som viktigst for PE-fondene etter finanskrisen. Studerer vi tabell 6.7 finner vi at det er to ulike grupper av respondenter som har rangert kriteriene. Svaralternativ (1) indikerer lite viktig, mens svaralternativ (5) indikerer mest viktig. Den ene gruppen vurderer risiko tilknyttet strategi og tidspunkt for exit høyt, og tilsvarende risiko tilknyttet implementering av porteføljeselskapet lavt. Ideelt, med et større datasett, ville vi av den årsak ha utført en *cluster analysis*⁵⁶, for å undersøke om det kan påvises ulike grupper respondenter med hensyn til dette, og øvrige, spørsmål.

	Bail-out Risk					Sum	
	1	2	3	4	5		
Imp. Risk	1	-	-	-	1	1	2
	2	-	-	-	2	1	3
	3	-	-	-	1	-	1
	4	-	-	-	-	-	0
	5	1	2	2	1	-	6
	Sum	1	2	2	5	2	-

Tabell 6.7: Avkastningsrisiko og implementeringsrisiko. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

⁵⁶ Agresti & Franklin (2009): Cluster random sample identifiserer klynger av subjekter, og beregner simple random sample av klyngene. Ulempen med Cluster sample er at det vanligvis kreves stort utvalg for å oppnå et spesifikt nivå hva gjelder feilmargin.

For å kartlegge hvilke fond som rangerer hhv. avkastnings- og implementeringsrelatert risiko som viktigst, gjennomførte vi krysskorrelasjonsanalyse mellom risikovariablene fra (1) til (5) etter finanskrisen og hvilken spesialisering PE-fondene opererer etter, som diskutert i delkapittel 2.4. Vi fant ingen signifikant krysskorrelasjon mellom risikovariablene og hhv. bransjefokus og sektorvalg, hvilket innebærer at datamaterialet vårt ikke tydelig angir hvilke typer fond som vurderer risikoenes viktighet forskjellig.

Vi testet deretter for sammenheng mellom risikovariablene (1) til (5) med hvor lenge PE-fondet har vært aktivt. Antagelsen er at et fond med eldre vintage year er konsentrert rundt avkastningsrelatert risiko av årsak til at porteføljeselskapene er tettere opp mot likvidering når PE-fondet nærmer seg dato for terminering. På den annen side vil PE-fond med yngre vintage year være mer konsentrert om implementering porteføljeselskapet. Det ble ikke påvist signifikant krysskorrelasjon med hensyn til de 5 risikovariablene. Derimot, for ledelsesrelatert risiko etter finanskrisen finner positiv korrelasjon med vintage year. Vi kommer tilbake til dette faktum under neste underoverskrift.

II. Faktorene er korrelert innad i samme faktor på tvers av tidsperiode

Sterkest sammenheng finner vi mellom variablene Competitive Risk før og etter finanskrisen, med korrelasjonskoeffisient på 0,856**. Diskusjonen i delkapittel 4.1.5 stadfester at Competitive Risk relativt sett mindre viktig for PE-aktøren ved evaluering av porteføljeselskap. I delkapittel 6.2.3 fremkommer det at absolutt rangering av konkurranserelaterte evalueringskriterier er vurdert til femte viktigste kategori.

Studerer tabell 6.6. ser vi at våre respondenter gir uttrykk for at konkurranserelatert risiko er det minst viktige av de fem alternativene både før og etter finanskrisen, hvilket underbygges av korrelasjonskoeffisienten. Tore Mengshoel (i McKinsey, 2007) utdyper at det er viktig for PE-aktøren at markedet, som porteføljeselskapet skal etablere seg i, er i vekst og at det er mindre krevende å komme inn på et voksende, enn et etablert marked. Observasjonen samsvarer med MacMillan et al (1987) og Metrick & Yasuda (2010A), hvilket berettiger at fokuset på konkurranserelatert risiko er lavt. Årsaken begrunnes ved at PE-aktørene ikke ønsker å investere i porteføljeselskaper som, ved tidspunkt for investeringsbeslutningen, opererer i et marked hvor profittmarginer konkurreres vekk.

Dernest indikerer respondentene konsistens i holdning til Investment Risk før og etter finanskrisen. Variablene har krysskorrelasjon med koeffisienten 0,695*. Deskriptiv studie av

tabell 6.6 viser at investeringsrelatert risiko vurderes fra moderat til stor grad av viktighet etter finanskrisen i forhold til før finanskrisen. Investment risk tilknytter seg sannsynligheten for at investeringen går tapt. Litteraturen tilknytter evalueringskriteriet med betydelig markeds karakteristika, hvor Tyebjee & Bruno (1981;1984) fremhever markedets vekstpotensial og markedsstørrelse. Våre respondenter angir at evalueringsfaktorens grad av viktighet er betydelig kontra Tyebjee & Bruno (1981;1984) og MacMillan et al (1985). Førstnevnte finner at *market factors* har et assosiasjonsnivå med investeringsbeslutningen lik 0,30, fjerde høyest av i alt fem kriterier. Vi identifiserer deskriptivt at respondentene vurderer risikofaktoren som det viktigste kriteriet før finanskrisen, og moderat viktig etter finanskrisen – men derimot at vektet score, i tabell 6.6., er tilnærmet likt. Tolkningen er at det er relativt konsistens mellom svarene til de respektive PE-fond når det gjelder investeringens risiko før og etter finanskrisen.

Det tredje kriteriet hvor vi identifiserer statistisk signifikant krysskorrelasjon, er mellom variablene Management Risk før og etter finanskrisen. Koeffisienten er 0,720*. Implikasjonen er at risiko tilknyttet porteføljeselskapets ledelse er, relativt sett, like viktig både før og etter finanskrisen. I diskusjonen i delkapittel 6.2.3 finner vi at ledelsesrelaterte evalueringskriterier er vurdert viktigst for PE-aktørene. I tabell 6.6. finner vi at ledelsesrelatert risiko vurderes lav både før og etter finanskrisen. Den følgende tolkning er at PE-aktørene er svært fokusert på å investere i porteføljeselskaper hvor ledelsens kvaliteter og egenskaper er fremtredende. I visshet om at PE-aktøren har selektert ønskede kvalifikasjoner av hensyn til porteføljeselskapets ledelse, illustrerer den observerte risikoholdning til ledelsen at PE-fondene har tiltro til ledelsen i selskapet som mottar finansiering.

Litteraturen vektlegger, som diskutert i delkapittel 3.4.3., eksistensen av potensielle agentkostnader tilknyttet adverse selection, hold up og moral hazard. Nevnt under forrige underoverskrift, fant vi signifikant krysskorrelasjon mellom ledelsesrelatert risiko, etter finanskrisen, og PE-fondenes levetid. Korrelasjonskoeffisienten er 0,589*. Tolkningen er at dess eldre vintage year fondet har, dess større risiko tilknyttet porteføljeselskapets ledelse. Resultatet er ikke overraskende i forhold til agentteori. Resonnementet er at dess eldre PE-fond er, dess mer utviklet er porteføljeselskapet gjennom PE-aktørens aktive eierskap. Kontantstrømmen i selskapet vil være mer solid etter hvert som selskapet er mer utviklet, og risiko tilknyttet moral hazard vil følgelig økes ved at ledelsen har større andel fri kontantstrøm tilgjengelig.

Når det gjelder risikoholdning tilknyttet strategi og tidspunkt for avhending av porteføljeselskapet og risiko tilknyttet implementering av porteføljeselskapet finner vi ingen statistisk signifikant korrelasjon med hensyn på hver faktor på tvers av tidsperiode. Implikasjonen er at respondentene har endret sin risikoholdning fra situasjonen før, til etter, finanskrisen. Dette faktum illustreres ved deskriptiv studie av tabell 6.6. hvor Bail-out Risk og Implementation Risk er rangert som hhv. 2 og 3 viktigste risikoelement før finanskrisen, og mest viktig etter finanskrisen. Tolkningen av resultatet er essensielt. Ved at variablene ikke innehar statistisk krysskorrelasjon, innebærer dette at PE-fondene som rangerte kriteriene før finanskrisen, ikke rangerer kriteriene med hensyn til etter finanskrisen konsistent som før finanskrisen. Ergo, risikoholdning blant PE-aktørene har blitt endret.

Øvrige tendenser

Forøvrig finner vi at Bail-out Risk etter finanskrisen korreleres med Implementation Risk før finanskrisen, med korrelasjonskoeffisient lik (-0,766**). Bail-out risk før finanskrisen korreleres derimot ikke statistisk signifikant mot Implementation Risk etter finanskrisen. Implikasjonen er at respondenter som vurderte risiko tilknyttet implementering av porteføljeselskapet før finanskrisen, ikke vektlegger Bail-out risk etter finanskrisen. Derimot, respondenter som vektla Bail-out risk før finanskrisen, fordrer ikke konsensus oppfatning om implementeringsrelatert risiko etter finanskrisen.

I relasjon til diskusjonen i delkapittel 6.2.3 belyses det at ledelsen er den viktigste evalueringskategorien i forhold til absolutt grad av viktighet. Ved korrelasjonsanalyse finner vi at Implementation Risk etter finanskrisen korrelerer med koeffisient lik 0,624*. Implikasjonen er at ledelsen er i særklasse viktig for PE-aktører som er konsentrert om implementeringsrelatert risiko.

Når det gjelder Bail-Out Risk etter finanskrisen finner vi statistisk signifikant korrelasjon mot screeningkriteriet ledelsen. Korrelasjonskoeffisient er (-0,604). Av tabell 6.5. vet vi at ledelsen er høyest rangert av våre respondenter, mens tabell 6.6. illustrerer at Bail-out Risk er rangert som mest viktig, sammen med Implementation Risk. Implikasjonen er at respondenter konsentrert om avkastningsrelatert risiko vurderer ledelsesrelaterte evalueringskriterier mindre viktig. Funnet underbygger vår påstand om at datamaterialet inkluderer minimum to grupper respondenter hva gjelder Implementation- og Bail-out Risk.

Av hensyn til resultater som fremkommer i delkapittel 6.4.1 angående makroøkonomisk påvirkning på bedriftens målmarked, kan det være at operasjonaliseringen av konkurranserelatert risiko ikke er tilstrekkelig i forhold til at faktoren inkluderer sensitivitet til økonomiske sykler. Like mulig kan det være at respondentene vurderer risikokriteriet som kortsiktig, hvilket betyr at respondentenes svar ikke reflekterer den makroøkonomiske situasjonen i dag.

Evaluerings- og risikokategorier – et tilbakeblikk

I den foregående diskusjon i delkapittel 6.2.3 slås det fast at PE-aktørene fokuserer i første rekke på ledelsen, markedet og produktet ved selektering av porteføljeselskap. Gjennomgangen i delkapittel 6.2.4 fremhever at risiko tilknyttet avhending av porteføljeselskapet har fått økt fokus, samt at tilsvarende er tilfellet for risiko tilknyttet implementering av porteføljeselskapet. PE-aktører som fokuserer på implementeringsorientert risiko er i tillegg konsentrert om porteføljeselskapets ledelse. Etter finanskrisen fordres det negativ samvariasjon med ledelsens grad av viktighet. Implikasjonen dette fordrer er til tross for at risikoholdning er endret, gjenspeiler ikke rangering av evalueringskategoriene dette. Vi kan ikke fastslå dette faktum i lys av implementeringsorientert risiko, da ledelse påvises svært relevant.

Derimot, når det gjelder avhendingsrelatert risikos relative viktighet, kan det stilles spørsmål til hvorfor exitstrategi og avkastning rangeres som hhv. 7 og 8 av i alt 9 kriterium. Det påvises i delkapittel 6.2.1, at markedet for avhending av porteføljeselskapet i dag er vanskelig. Det kan dermed tenkes at risikoholdningen er av kortsiktig karakter, slik at selekteringskriteriene i delkapittel 6.2.3 ikke reflekterer dette, og derav korresponderer våre resultater med funn gjort i Muzyka et al (1996). Det må ikke overses at PE er karakterisert av langsiktige, illikvide investeringer, som diskutert i delkapittel 2.1., slik at funn gjort i 6.2.3, kan reflektere langsiktighet. I tillegg, ved operasjonalisering av spørsmålet avkastning i tabell 6.5. spesifiserte vi stikkordet *avkastningsestimater gitt fra entreprenør*. Samtidig, ved å kontrollere for respondentene som angir Bail-out Risk som mest viktig etter finanskrisen, ser vi at samtlige respondenter angir kvantitativ verdsettelse ved vurdering av

porteføljeselskapet, som diskutert i delkapittel 6.2.2. Følgelig kan forventet avkastning være relevant, men vi har ikke operasjonalisert kriterier om PE-fondets eget avkastningsestimater⁵⁷.

6.3 Hvordan påvirker makroøkonomi PE-markedet?

Diskusjonen fra delkapittel 2.4 fremhever at PE-fond ikke foretrekker sykliske bransjer på grunn av at konjunkturfølsomhet øker risiko. Både makroøkonomi og bransjerelaterte faktorer, som kapasitet i markedet, kan medføre at bransjen blir syklisk. I denne seksjonen vil vi konsentrere oss om førstnevnte av hensyn til at den vestlige verdensøkonomien har gjennomgått et betydelig økonomisk tilbakeslag siden Lehman Brother-kollapsen i oktober 2008.

Duffner (2003) skriver at kapitalvolumet innen spesielt VC er volatilt og i stor grad avhengig av aksjemarkedets utvikling. Næs, Skjeltorp og Ødegaard (2011) forklarer at teoretisk skal aksjemarkedet reflektere nåverdien av forventede kontantstrømmer for selskapene på børsen og når markedsaktørene opplever nedgangskonjunktur tilsier dette at aksjekursene skal falle. Phalippou & Zollo (2005) finner at PE-fond sin avkastning er prosyklisk, og varierer positivt med både konjunktorene og det noterte aksjemarkedet. Med hensyn til det overnevnte vil vi se nærmere på konjunkturutviklingen de senere år.

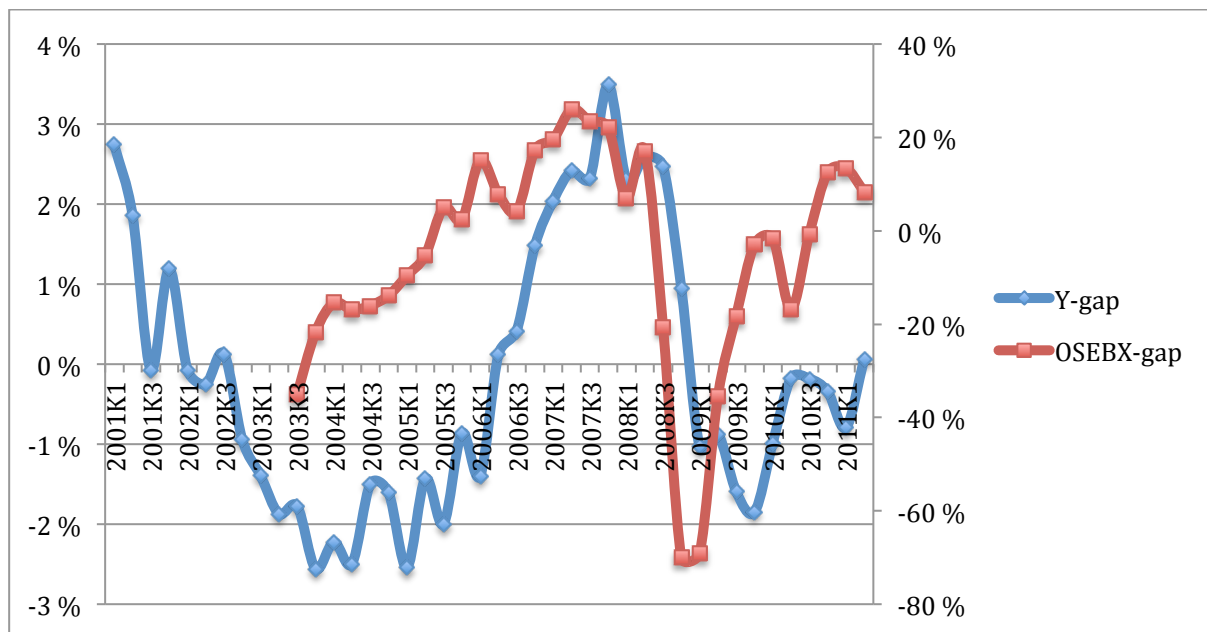
For å identifisere konjunkturforløpet benyttes Hodrick Prescott-filteret⁵⁸ for å beregne potensiell produksjon, som er trendkomponenten, som forklart i delkapittel 3.1. Figur 6.3 illustrerer kvartalsvis produksjonsgap over perioden 2001 til og med andre kvartal 2011. BNP-indikatoren er Fastlands-Norge, angitt til markedsverdi og er sesongjustert⁵⁹. I samme graf har vi også valgt å framstille gapet mellom observert OSEBX indexdata og estimert trendlinje for OSEBX, også ved anvendelse av HP-filter. For begge seriene er lambda i HP-filteret satt til 1600, jamfør Grytten (2010C) og Norges Bank (2004). Når det gjelder OSEBX har vi kun fått hende i indexdata, kvartalsvis, fra og med 2003. Korrelasjonstest av annualiserte størrelser for BNP Fastlands-Norge og OSEBX fra 2000 til 2010 angir en

⁵⁷ Vi finner ei heller statistisk signifikant korrelasjon mellom evalueringskriterier 24, redegjort for i delkapittel 4.2, og Bail-out Risk etter finanskrisen.

⁵⁸ Hodrick Prescott-filteret er redegjort for i Appendix 10.6

⁵⁹ SSB (u.d.): For å gjøre dataene sammenlignbare, sesongjustertes tallmaterialet slik at dataseriene tillater analyse av den underliggende aktivitetsutviklingen – som uttrykker konjunkturforløpet fra et kvartal til et annet.

korrelasjonskoeffisient lik 0,7496, mens korrelasjonskoeffisienten var kvartalsdata er 0,6016 fra tredje kvartal 2003 til andre kvartal 2011.



Figur 6.3: Produksjonsgap. Prosentvis produksjonsgap vist kvartalsvis gjennom tidsperioden 2001- 2011. Kilde: SSB

Økonomien beveger seg i sykler, hvor økonomien svinger rundt en trendlinje . Etter en betydelig vekst i norsk økonomi fra våren 2003 og gjennom 2007 pekte tradisjonelle konjunkturprosesser mot en ny norsk konjunkturedgang. Den siste konjunkturoppgangen hadde en sterk vekst gjennom lang tid og bidro til en kraftig oppbygning av produksjonskapasitet. Det var press i økonomien, og resultatet impliserte en markant høykonjunktur, hvilken kan tolkes i lys av displacement og overtrading i henhold til Minsky sin modell i delkapittel 3.2. Avlesning av figur 6.3 identifiserer konjunkturtoppen til siste kvartal 2007, med et produksjonsgap på 3,5 %.

De første klare tegnene på en finanskriser viste seg så smått i 2007, og konjunkturomslaget kom allerede i årsskiftet 2007-2008. Fra tredje kvartal 2008 bevegde økonomien seg fra et produksjonsgap på 2,48 % til negativt press i økonomien ut vår dataserie⁶⁰. I henhold til

⁶⁰ Det bemerkes at valg av lambda i HP filteret har implikasjon for beregning av produksjonsgapet. Vår analyse av makroøkonomisk utvikling i Norge har intet formål om å etablere når, og i relativ styrke, økonomien opplevde negativ vekst i produksjon – og vi følgelig betviler ikke valg av lambda lik 1600 etablert gjennom tidligere empiri og forskning.

Minsky sin krisemodell bevegde økonomien seg følgelig fra monetary expansion til revulsjon i løpet av 2008.

Det var betydelig usikkerhet rundt utviklingen i den internasjonale økonomien, særlig stor for flere av de europeiske land. Norsk økonomi kom relativt gunstig ut av finanskrisen, og er et av få industriland der produksjonen er over nivået fra før krisen. Konjunkturbunnen er nå passert, og veksten har tatt seg opp igjen, hvilket innebærer at discred-it-fasen (Minsky, delkapittel 3.2) for Norges vedkommende ikke har vært sammenlignbar med Europa for øvrig. Likevel har ikke økonomien stabilisert seg på grunn av internasjonal uro og økt usikkerhet blant flere av markedsaktørene.

For å undersøke om datamaterialet vårt samsvarer med Duffner (2003) sin påstand og Phalippou & Zollo (2005) sin observasjon, gjennomfører vi en enkel regresjonsanalyse⁶¹. En viktig føringslinje iht. Duffner (2003) er at vi fokuserer på det aggregerte PE marked, slik at såkorn- og oppkjøpsfond også er inkludert i analysen.

Vårt datasett for regresjonsanalyse inkluderer annualiserte observasjoner for årene 2001 til 2010. Grunnet datasettets størrelse er det begrenset mulighet for å gjøre regresjonsanalyse generelt, og begrenset mulighet for å trekke konklusjoner spesielt. Vi anvender som sådan metoden for å se om vi kan trekke ut tendenser fra PE-markedet.

Regresjonsmodellen har R^2 lik 0,746, og justert R^2 lik 0,557 hvilket er relativt høy forklaringskraft. Modellen er statistisk signifikant på 5% nivå, hvorav den uavhengige variabel har et signifikansnivå på 1,3%. Grunnet den høye korrelasjonen mellom variablene har vi også testet for autokorrelasjon, hvorav Durbin-Watson koeffisienten er 1,078 – hvilket impliserer at det er tendens til positiv autokorrelasjon⁶².

Regresjonsanalysen impliserer at det er hold i Duffner (2003) sin påstand hvor PE aktivitet i relasjon med børsen. Teoretisk skal børsen reflektere underliggende, fundamental verdi og gitt at antagelsen har hold impliserer dette at total investert kapital i det norske PE-markedet fra 2001 til 2010 forklares godt av Oslo Børs sin utvikling, og derav også av realøkonomien.

⁶¹ Regresjonsanalyse er redegjort for i Appendix 10.7.

⁶² Initialt gjennomførte vi regresjonsanalyse med BNP Fastlands-Norge som uavhengig variabel og total investert kapital som avhengig variabel. Av hensyn til for høy korrelasjon mellom avhengig og uavhengig variablene (0,9431), måtte modellen forkastes.

6.4 Evalueringskriteriene

6.4.1 Topp ti evalueringskriterier

I den foregående diskusjon i delkapittel 6.2.2 og delkapittel 6.2.3 har vi identifisert hvilke hovedtyper av evalueringskriterier PE-aktørene vurderer som mest viktig, i tillegg til hvilken holdning til ulike risiko PE-fondene har. Vi har også redegjør for hvordan makroøkonomi påvirker total investert kapital i det norske PE-markedet i delkapittel 6.3. Med dette i mente vil vi nå lede diskusjonen inn på spesifiserte evalueringskriterium. I alt stilte vi respondentene spørsmål om 25 evalueringskriterier, inndelt i 4 hovedkategorier; ledelsen, markedet, produktet og finans, i henhold til inndeling i Franke et al (2008). Vi utdyper at Franke et al (2008) og Baum et al (2010) sine inndelinger av evalueringskategorier ikke er rivaliserende, men komplementære.

Resultatene fra de 25 evalueringskriteriene er oppgitt i Appendix 10.8 med gjennomsnitt og standardavvik⁶³. Som poengtert i delkapittel 5.3, ønsket vi opprinnelig å undersøke om observert gjennomsnitt avviker statistisk fra nullhypotesen om at det ikke har inntruffet endring i PE-aktørenes holdning til de ulike evalueringskriteriene før, kontra etter, finanskrisen. Korrelasjonsanalyse av våre 25 evalueringskriterier er oppgitt i Appendix 10.9. Samtlige 25 evalueringskriterium, med unntak av ett, avviker positivt fra nullhypotesen, hvilket kan innebære at vi har self-reporting biased resultater i vårt datamateriale. Årsaken er på grunn av at vi ber respondentene rangere kriteriene a priori. Implikasjonen er at PE-aktørene ikke vurderer noen kriterier til mindre viktig, selv om det i realiteten er tilfellet. Likeså kan det hende at alle kriteriene har blitt viktigere, ettersom perioden vi undersøker er ekstraordinær sett i forhold til makroøkonomisk utvikling i Norge og Europa de senere år.

Individuelt er kriteriet *nåværende finansiering av bedriften* det kriteriet som rangeres som viktigst av våre respondenter. Korrelasjonsanalyse avdekker at kriteriet er svært høyt korrelert med variabelen *entreprenørens kompetanse i lederteamet er balansert*, hvilket indikerer at PE-aktører som rangerer *nåværende finansiering av bedriften* høyt finner det verdifullt at lederteamet er balansert. Korrelasjonskoeffisienten er 0,732**. I tillegg er

⁶³ Vi henviser til gjennomsnitt og standardavvik i Appendix 10.8. Antall observasjoner for hvert av de 25 spørsmålene er 13, slik at vi ikke kan anvende kvantitative metoder ved analysen. Av den hensikt begrenser vi oss til å ikke diskutere standardavviket tilknyttet hvert spørsmål, og baserer rangeringen på gjennomsnitt alene. Er det likt gjennomsnitt for noen kriterier, vil gi rangere kriteriene likt.

variabelen positivt korrelert med *makroøkonomisk påvirkning på bedriftens målmarked* med korrelasjonskoeffisient lik 0,625* og variabelen bedriften har klarert at de har tilgang til ressursene som behøves for å produsere og/eller distribuere produktet, hvor korrelasjonskoeffisienten er 0,648*. Sist, finner vi positiv korrelasjon med variabelen nåværende drifts- og resultatmarginer, lik 0,606*. Implikasjonen er at respondenter som ilegger vekt på nåværende finansiering også er konsentrert rundt makroøkonomi, bedriftens tilgang til ressurser og lønnsomhet.

De to nest viktigste evalueringskriteriene angitt av våre respondenter er *entreprenørens evne til å evaluere og respondere på risiko* og *entreprenørens evne til å reagere på endringer i de økonomiske omgivelsene for bedriften*. Variablene korreleres lik 0,729**, de begge er ledelsesrelatert, og funnene som sådan korresponderer med litteraturen fra delkapittel 4.1 avdekker at førstnevnte kriterium er kategorisert som essensielt for PE-aktøren av MacMillan et al (1985). Det belyses videre at observasjonene korresponderer med a priori antagelse hva gjelder kriteriene, som diskutert i delkapittel 4.2.

Rangert som det fjerde høyeste evalueringskriterium er *makroøkonomisk innvirkning på bedriftens målmarked*. Variabelen har positiv korrelasjon mot kriteriet for hvorvidt *bedriften har klarert at de har tilgang til ressursene som behøves for å produsere og/eller distribuere produktet*. Korrelasjonskoeffisienten er 0,606*. I tillegg påvises det samvariasjon mellom makroøkonomi og variabelen *nåværende drifts- og resultatmarginer*, lik 0,648*. Nåværende finansiering har allerede blitt nevnt i diskusjonen over. Vi finner i tillegg statistisk signifikant krysskorrelasjon med en øvrig variabel fra spørreundersøkelsen, hvilket vi kommer tilbake til senere i delkapittel 6.4.

Det femte viktigste evalueringskriteriet er *bedriften opererer i et etablert marked*. Korrelasjonsanalyse avdekker at kriteriet har negativ krysskorrelasjon med *produktet er patentbeskyttet* (-0,645*), hvilket indikerer at patentbeskyttelse ikke er av viktighet for PE-fond som har økt fokuserer på etablerte markeder. Videre finner vi at variabelen korrelerer statistisk mot *betydningen av bedriftens geografiske lokalisering i forhold til fondet*, hvor korrelasjonskoeffisienten er 0,614*.

Det sjettede høyeste rangerte evalueringskriteriet etter endret grad av viktighet siden før finanskrisen er om hvorvidt *produktet er skalerbart*. Standardavviket er det høyeste observert i våre resultater, hvor 8 av 13 respondenter indikerer at kriteriet ikke har fått

verken økt eller redusert viktighet siden finanskrisen. 2 av 13 indikerer at kriteriet har fått større grad av viktighet, mens 3 av 13 respondenter angir kriteriet for å ha stor viktighet kontra før finanskrisen. Kriteriet har størst krysskorrelasjon med ledelseskriteriet *entreprenørens evne til å utvikle porteføljeselskapet fra stadiet som nyetablering til modent selskap*, hvor korrelasjonskoeffisienten er 0,864**. Implikasjonen er at PE-aktøren foretrekker at porteføljeselskapets ledelsesteam kan stå løpet ut ved skalerbart produkt. Kriteriet for skalerbarhet er også svært høyt korrelert med *produktet er unikt/veldifferensiert*, hvor korrelasjonskoeffisienten er lik 0,826**. Videre avdekker spørreundersøkelsen at kriteriet *produktets grad av imitasjon* med korrelasjonskoeffisient lik 0,707**. Variabelen korrelerer ikke mot noen finansrelaterte kriterier, men det pekes på at *first-movers advantage* (0,656*), *balansert kompetanse i lederteamet* (0,689**) og *ledelsens evne til å evaluere og respondere på risiko* (0,558*) er viktige kriterier for PE-aktører som søker skalerbare egenskaper i produktet.

Individuelt sett er kriteriet for høyteknologisk produkt ikke vurdert som endret betydning siden finanskrisen, men korrelasjonsanalyse avdekker at det tenderer til at høyteknologi har positiv samvariasjon med patentbeskyttelse og beskyttelse mot imitasjon og produktets grad av unikhhet med korrelasjonskoeffisient lik hhv. 0,940**, 0,570* og 0,713*. Det tenderer følgelig til at det er svært høy korrelasjon produktkriteriene i mellom, hvilket er unikt for datamaterialet tatt i betraktning de øvrige variablene hva gjelder ledelse, marked og finans.

At *produktet er unikt/veldifferensiert* er for øvrig rangert av respondentene som det syvende viktigste evalueringskriteriet. PE-aktører som allokterer større grad av viktighet til at produktet er unikt, fokuserer i tillegg på *estimert avkastningsstørrelse ved exit* (0,589*). Vi har allerede nevnt at produktrelaterte kriterier er tett korrelert innad med hverandre, hvilket også gjelder for kriteriet for hvorvidt produktet er unikt. Kriteriet korrelerer ikke mot markedsrelaterte kriterier. Derimot påvises det samvariasjon med *ledelsens evne til å utvikle selskapet* (0,708**), *balansert kompetanse innad i lederteamet* (0,686**), *ledelsens motivasjon* (0,770**) og *ledelsens eierskap i porteføljeselskapet* (0,575*).

For de to kriteriene som er rangert som åttende høyest når det gjelder endret grad av viktighet siden før finanskrisen er *nåværende drifts- og resultatmarginer i bedriften* og *fondets tillitt til fakta som presenteres i bedriftens forretningsplan*. Førstnevnte variabel korrelerer med fem øvrige evalueringskriterier. Kriteriene er *makroøkonomisk påvirkningskraft* (0,648*), *bedriftens geografiske lokalisering* (0,607*), *klarert*

ressurstilgang (0,798**), *investeringssum* (0,775**) og, allerede nevnte, *nåværende finansiering* (0,606*), hvilket er sentrale korresponderende kriterier for respondenter som fokuserer på drifts- og resultatmarginer. Korrelasjonsanalyse av variabelen *fondets tillitt til fakta som presenteres i bedriftens forretningsplan* identifiserer fire tilfeller av statistisk signifikans. Variablene *forretningsplan* korrelerer mot *entreprenørens personlige motivasjon* (0,655*), *produktet klassifiseres som høyteknologisk* (0,606*), *summen dere må investere i bedriften* (0,613*) og *nåværende finansiering av bedriften* (0,606*).

Datasettets tiende høyeste rangerte evalueringskriteria deles mellom kriteriene *summen dere må investere i bedriften* og kriteriet for *hvorvidt bedriften har klarert at de har tilgang til ressursene som behøves for å produsere og/eller distribuere produktet*. Diskusjon i delkapittel 2.5. fastslår at *investeringssum* har betydning for ønsket om å gjennomføre koinvesteringer. Kriteriet korreleres med *nåværende drifts- og resultatmarginer i bedriften* med korrelasjonskoeffisient lik 0,775** og *fondets tiltro til forretningsplan* lik 0,613*. For sistnevnte kriterium, *bedriften har klarert at de har tilgang til ressursene som behøves for å produsere og/eller distribuere produktet*, korreleres variabelen utelukkende med øvrige variabler diskutert i dette delkapittel 6.4.1.

6.4.2 Faktoranalyse

Resultatene fra 6.4.1 illustrerer at blant våre 11 kriterier som utgjør topp 10 evalueringskriterier, tenderer det til at et stort mangfold av variablene korreleres med variabler innad i den angitte oversikten. Kun et fåtall variabler korreleres med øvrige variable. Årsaken er intuitiv, og forklares ved at respondentene ble, i spørreskjemaet, spurt om å evaluere relativ viktighet av kriteriene, hvor korrelasjonen naturlig nok er størst mellom kriterier som er relativt likt rangert. Likevel påvises det relativt sterk sammenheng med kriterier som er relativt lavt rangert, hvilket tyder på at samsvaret mellom enkelte respondenter er svært høyt.

Vi gjennomførte derfor en faktoranalyse på datasettet for å identifisere eventuelle underliggende dimensjoner PE-aktørene tilskriver økt grad av viktighet etter, kontra før, finanskrisen. I faktoranalysen inkluderer vi kun de 11 høyest rangerte kriteriene, som er redegjort for i delkapittel 6.4.1. Valget begrunnes ved at spørsmålene i undersøkelsen er utformet til å vurdere relativ endring, hvor variabelen (3) er angitt som *uendret*. Av årsak til at vi søker å forklare potensielle endringer, er vi av den oppfatning at å inkludere flere

variabler, med observert gjennomsnitt nærere 3 enn de 11 utvalgte kriteriene, vil medføre at tolkningen av datamaterialet ikke blir hensiktsmessig. Dette underbygges ved at gjennomsnittsbesvarelsen av de 25 evalueringskriteriene er lik 3,43 og medianen er 3,38, hvor kriteriet rangert som nummer 12 har et gjennomsnitt på 3,38. Den nevnte begrunnelsen er en kvalitativ og subjektiv begrunnelse, og det kan likeså argumenteres for at vi burde inkludert alle 25 evalueringskriteriene i faktoranalysen. Likevel, av hensyn til at vi ikke kan statistisk fastslå om et spesifikt evalueringskriterium avviker fra nullhypotesen, står vi ved beslutningen om å begrense input i faktoranalysen av hensyn til usikkerhet rundt variabelenes statistiske grad av viktighet.

Faktoranalyse er en statistisk metode som kan benyttes for å analysere sammenhengen mellom mange variabler og forklare eventuelle sammenhenger ut fra variabelenes felles underliggende dimensjoner. Formålet er å forenkle komplekse sammenhenger mellom mange observerte variabler, slik at sammenhengene blir lettere å oppdage og fortolke (Gripsrud et al, 2004). I Appendix 10.10 redegjør vi i større detalj for faktoranalysens metodikk⁶⁴.

Faktor 1		Faktor 2		Faktor 3	
Kriteria	Factor load	Kriteria	Factor load	Kriteria	Factor load
12	0,795	14	0,928	1	0,733
17	0,860	19	0,860	3	0,664
21	0,757	25	0,607	8	0,830
22	0,960				
23	0,689				

Tabell 6.8: Faktorladninger, Varimax-rotasjon. Kilde: Primærdata, spørreundersøkelse.

I tabell 6.8. illustreres faktorladninger beregnet ved Varimax-rotasjon. Vi har illustrert høyeste faktorladning tilhørende hvert kriterium i tabellen⁶⁵. Under kalkulasjon ekskluderte vi alle faktorladninger under 0,5 og beregnet faktorladning i henhold til egenverdi over 1. Gripsrud et al (2004) forklarer at faktorladning over 0,7 er bra, samt at faktorladning kan

⁶⁴ Vi diskuterer faktormodellens reliabilitet i delkapittel 7.3.

⁶⁵ Kriterium (25) ladet også på Faktor 1 med faktorladning lik 0,504, mens kriterium (23) lader 0,577 på faktor (2). I tillegg ladet kriterium (1) på faktor 2 med faktorladning lik 0,571.

brukes for å beregne begrepsvaliditet. Dillon & Goldstein (1980; i Gripsrud et al, 2004) fremhever at faktorladning over 0,3 er et praktisk krav. Vi øker følgelig kravet til 0,5 av hensyn til at vi har lite datamateriale og ønsker å være ekstra forsiktig med de resultater som fremkommer. Resultatet vår faktoranalyse gir er tre faktorer. Studeres faktorene, ser vi at vi kan identifisere kategorier PE-fondene iletter mest vekt på etter, kontra før, finanskrisen.

Fenn et al (1995) utdyper i delkapittel 2.8 at due diligence innen VC og BO skilles ved at førstnevnte fokuserer primært på porteføljeselskapets ledelse, samt de økonomiske utsiktene tilknyttet produktet, eller tjenesten, bedriften skal levere. For BO derimot, vektlegges grundig gjennomgang, kartleggelse og forståelse, av den eksisterende virksomheten. Fra delkapittel 6.1. vet vi at det er hovedsakelig såkorn- og VC-fond som har besvart undersøkelsen.

Faktor 1 kjennetegnes av evalueringskriterier som tar for seg faktum for porteføljeselskapet i dag, og kan som sådan benevnes *Nåværende virksomhet*. Evalueringskriteriene er makroøkonomisk påvirkning, bedriftens distribusjonskanaler, investeringssum, drifts- og resultatmarginer og nåværende investering. Faktoren forklarer 34,5% av variasjonen i evalueringskriteriene. Av hensyn til hvordan tilnærming til due diligence i BO tenderer det til at vurdering av etablerte forhold i og rundt porteføljeselskapet er viktig for PE-aktøren i dagens marked.

Faktor 2 inkluderer topp 10 listens produktkriterier, samt forretningsplanen. Kriteriet kan følgelig benevnes *Tiltro til produktet*. Det er tydelig at PE-aktørene fokuserer på økt tiltro til forretningsplanen når porteføljeselskapets produkt vurderes, og da i sær produktets potensial for å kunne diversifiseres og produktets skalerbare egenskaper. Faktoren forklarer 25,352% av variasjonen i evalueringskriteriene.

Faktor 3 inkluderer våre to ledelsesrelaterte kriterier, samt viktigheten av at markedet er etablert. Respondentene angir at det knyttes økt fokus til at markedet er etablert, og derav av et tilgjengelig, identifisert marked, hvilket følgelig impliserer lav risikovillighet. Samtidig vektlegges det at porteføljeselskapet evner å evaluere, og handle, på risiko og endrede økonomiske forhold i markedet. Faktoren kan kvalitativt benevnes *Markedsrisiko* av hensyn til det overnevnte, hvor faktoren forklarer 20,16% av variasjonen i evalueringskriteriene.

Faktoranalysen bidrar til å redusere datamengden, og identifiserer tre områder våre respondenter vurderer som viktigere etter, kontra før, finanskrisen. Områdene er nåværende

virksomhet, tiltro til produktet og markedsrisiko. Kvalitativt tenderer det til at respondentene heller i retning av risikoaversjon. Årsaken er på grunn av at det illegges større fokus på BO-due diligence metodikk, til tross for at majoriteten av respondentene fokuserer på såkorn og VC. Derneft pekes det på at aktørene er mer kritisk til porteføljeselskapets produkt, samt at viktigheten av at ledelsen kan operere i et etablert, og per dags dato, uforutsigbart marked har blitt langt viktigere.

Vi har nå produsert grunnbasis for den videre diskusjon, hvor vi vil diskutere resultatene fra 6.4 i større detalj, samt bringe inn resultater fra 6.2.3, 6.2.4 og 6.3.

6.5 Empirisk diskusjon

Den foregående diskusjon i delkapittel 6.4.1 og 6.4.2 belyser sentrale problemstillinger for PE-aktøren i dagens marked. Faktoranalyse avdekker at PE-fond i dag tilordner økt viktighet til nåværende virksomhet, tiltro til produktet og markedsrisiko. I det følgende vil vi diskutere våre resultater nærmere.

6.5.1 Tradisjonelle evalueringskriterier

Resultatene fra delkapittel 6.4.1 tenderer til å illustrere at PE-aktørene allokerer økt viktighet til evalueringskriterium som i litteraturen er angitt som viktig; ergo tradisjonelle evalueringskriterier. Topp 10 oversikten angir 2 ledelsesrelaterte kriterier, 2 markedsrelaterte kriterier, 3 produktrelaterte kriterier og 3 finansrelaterte kriterier, foruten 1 av 1 kriterier for porteføljeselskapets forretningsplan. Foruten kriteriet *nåværende finansiering*, som påvises størst endring når det gjelder situasjonen før, kontra etter, finanskrisen, ser det ut til at rangeringen gjenspeiler resultatene fra delkapittel 6.2.3. Det vies større oppmerksomhet til porteføljeselskapets ledelses evne til å evaluere og respondere på risiko og endringer i porteføljeselskapets økonomiske omgivelser, hvilket av MacMillan et al (1985) konkluderes som et av de viktigste ledelsesrelaterte kriterier i sin studie. Dubini (1989) fremhever at ledelsens evne til å håndtere risiko er essensiell for PE-aktøren når det er vanskelig å objektivt predikere markedsutviklingen. Situasjonen beskrevet av Dubini (1989) er status quo som gjenspeiles i dagens marked, hvor den statsfinansielle krisen i Europa er med på å prege forventet økonomisk vekst i Norge i månedene og årene fremover (Handelsbanken Capital Markets, 2011A; Handelsbanken Capital Management 2011B).

Dernest tilordnes det større fokus til at porteføljeselskapets målmarked er stort og etablert, hvilket MacMillan et al (1985;1987) og Metrick & Yasuda (2010A) utdyper som ideell strategi for PE-investering. Videre fokuseres det på at produktet er unikt, hvilket fremheves av Tyebjee & Bruno (1984), Muzyka et al (1996) og Metrick & Yasuda (2010A). Skalerbare egenskaper i porteføljeselskapets produkt er også allokert endret viktighet, hvor skalerbarhet fremheves av Koller et al (2010) som kilde til konkurransefortrinn, og av NVCA (2011A) utdypes som ønskelig i et marked med høyt vekstpotensial. Sist, er nåværende drifts- og resultatmarginer av MacMillan et al (1987) angitt som et essensielt element ved suksessfulle PE-investeringer, og også et viktig kriterium for modne selskaper og BO (Bowles, 1987).

6.5.2 Aktualisering - Nåværende virksomhet, tiltro til produktet og markedsrisiko

Vi observerer at rangert som 1 av 25 evalueringskriterier er nåværende finansiering av porteføljeselskapet. I tillegg inkluderer topp 10 evalueringskriterier 2 øvrige finansrelaterte evalueringskriterier; nåværende drifts- og resultatmarginer og summen PE-fondet må investere i porteføljeselskapet. Av studiene vi har gjennomgått, poengteres det av Poindexter (1976; i Tyebjee & Bruno, 1984) og MacMillan et al (1987) at porteføljeselskapets finansiering og resultathistorikk har betydning for PE-aktøren ved vurdering av et porteføljeselskap. MacMillan et al (1987) uttrykker spesifikt at nåværende drifts- og resultatmarginer er avgjørende faktor for hvorvidt en PE-investering blir suksessfull eller ikke. Hill & Jones (2009) definerer at et selskap har konkurransefortrinn når selskapets lønnsomhet er større enn gjennomsnittlig lønnsomhet i målmarkedet, og at et selskap har vedvarende konkurransefortrinn dersom bedriften er i stand til å holde lønnsomhet større enn markedets gjennomsnittlige lønnsomhet over flere år.

Faktoranalysen i 6.4.2 viser at PE-aktørene i svært stor grad allokere økt fokus til *nåværende virksomhet*, hvor også forhold som makroøkonomisk påvirkningskraft og klarerte distribusjonskanaler er essensielt. Argentum (03.10.2011) fremhever at spesielt innen VC tenderer aktørene til å bli mer fokusert og spesialisert, i tillegg til å legge større vekt på selskaper som i større grad er etablert i markedet. Delkapittel 2.8 peker på at due diligence innen VC og BO skiller seg ved at førstnevnte i all hovedsak fokuserer på porteføljeselskapets ledelse, samt økonomiske utsikter tilknyttet produktet. For sistnevntes vedkommende, tilskrives det større fokus når det gjelder kartleggelse og forståelse av den eksisterende virksomheten (Fenn et al, 1995). Følgelig tenderer vårt datamateriale til at

respondentene, som er dominert av såkorn og VC, tilnærmer seg en mer BO-orientert due diligence-prosess.

Fokuset på *nåværende virksomhet* rasjonaliserer følgelig en sådan påstand. Koller et al (2010) fremhever at når en bedrift har tilgang til unike ressurser, fordrer dette et potensial for å skape et konkurransefortrinn. Hill & Jones (2009) underbygger Koller et al (2010) ved at tilgang til ressurser er essensiell for å skape et konkurransefortrinn, hvor følgelig klarert tilgang til ressurser nødvendig for å produsere og/eller distribuere produktet er viktig for PE-aktøren. Derimot når det gjelder profittmarginer, viser studien gjennomført av Puri & Zarutskie (2010) at lønnsomhet ikke er av avgjørende faktor under screeningprosessen. Påstanden begrunnes ved at PE finansierte selskaper ikke er mer lønnsomme enn øvrige selskaper før selskapet realiseres av PE-aktøren. Også Silva (2004) poengterer at finansielle fremtidsprognoser er mindre viktig – spesielt for tidlig VC. Indikasjonen våre respondenter gir er at nåværende finansiering og resultathistorikk er av større betydning for PE-aktørene i dagens marked. McKinsey & Co (2007) fremhever at finansiering og sikker kontantstrøm er essensielle faktorer for vekstselskaper, samtidig som Koller et al (2010) fokuserer på at solid kontantstrøm er vel så viktig for et modent selskap.

Av hensyn til at respondentene angir økt viktighet til porteføljeselskapets lønnsomhet, ved nåværende drifts- og resultatmarginer, aktualiseres to punkt.. For det første underbygger observasjonen at PE-aktørene ikke fokuserer på porteføljeselskaper som stimulerer et nytt marked. Årsaken er på grunn av lønnsomhet i nytt marked følger J-struktur i drifts- og resultatmarginene av hensyn til behovet for ekspansjon, med påfølgende kapitalkostnader (Koller et al, 2010). Samtidig impliserer et nytt marked større grad av usikkerhet om fremtidig lønnsomhet, på grunn av at markedsstørrelse må anslås på forhånd, mens dersom porteføljeselskapet opererer i et etablert marked vil informasjonen i større grad være gitt. Faktoren markedsrisiko vektlegger i tillegg porteføljeselskapets evne til å evaluere, og respondere, på eksternaliteter, hvor porteføljeselskapets målmarked er av større betydning. Dubini (1989) fremhever at ledelsens evne til å håndtere risiko er sentralt når det er vanskelig å objektivt predikere markedsutviklingen. Utfordringen for PE-fondene i dag er å selekttere selskaper hvor ledelsen evner å lede, ekspandere og utvikle selskapet i et etablert marked hvor det, per dags dato, tilskrives relativt betydelig makroøkonomisk usikkerhet. Zacharakis & Meyer (1998) poengterer at ledelsen er kun viktig for PE-aktøren når fondet besitter relativt liten informasjon om porteføljeselskapets målmarked. Når PE-aktøren har

relativt betydelig markedsinformasjon, er ledelsen tilsvarende mindre viktig. Forfatterne underbygger som sådan Dubini (1989), ved at det er vanskelig å besitte markedsinformasjon om et marked som er vanskelig å predikere.

Vår undersøkelse finner at PE-aktørenes tiltro til porteføljeselskapets forretningsplan er rangert som det åttende viktigste evalueringskriteriet angående endring i relativ viktighet. Allokeringen til dette kriteriet kan følgelig bidra til å argumentere for at PE-aktørene opptrer mer risikoavers, og at det ikke er *kun* redusert kapitalinngang som har forårsaket at investeringsnivået i PE-markedet har blitt strupt, som fremhevet i delkapittel 1.2. Faktoranalysen i delkapittel 6.4.2. grupperer forretningsplan med produktets differensierbare og skalerbare egenskaper, hvor faktoren er benevnt *tiltro til produktet*. Både kriteria for hvorvidt produktet er unikt og har skalerbare egenskaper, hvilket er fremhevet i delkapittel 6.5.1. som tradisjonelle evalueringskriterier.

Påstand om økt grad av risikoaversjonen kan forsvares ved at tiltro til forretningsplanen skal være sterk per se, med tanke på at evalueringskriterier som omhandler eksisterende virksomhet er vurdert som viktigere av PE-aktøren. Vi finner for øvrig at forretningsplan har faktorladning 0,504 mot *nåværende virksomhet*, hvilket bekrefter at forretningsplan for status quo vurdering av porteføljeselskapet, i tillegg til framtidsutsikter.

6.5.3 Investeringssummens størrelse

Kanskje det mest interessante kriteriet i vår studie er summen PE-fondet må investere i porteføljeselskapet. Tyebjee & Bruno (1984) finner at investeringssummens størrelse ikke er relevant ettersom PE-fondene har fleksibilitet når det gjelder øvre grense for investeringsbeløp. Derimot er det tre argumenter, som taler for at investeringssummens størrelse rettfærdiggjør økt fokus.

For det første er kapitalinngangen i PE-markedet noe lav, hvor NVCA (2011A) rapporterte at majoriteten av kapitalinngangen i 2010 ble allokert til relativt få aktører. I tillegg poengterer Argentum (03.10.2011) at såkorn-aktørene er i praksis tom for kapital, samt at det for VC har i de siste årene vært vanskelig å innhente ny kapital. Tidligere, før finanskrisen og under dot-com-boblen, var det mange PE-fond i bransjen og desto flere investeringer. Argentum fremhever at investeringene fra sent på 1990-tall, til tidlig 2000-tall, har ikke vist god avkastning, noe som har medført at kapitalinngangen har blitt mindre, av hensyn til at investor engasjerer seg innen PE av finansiell begrunnelse, som diskutert i delkapittel 2.6.2.

NVCA (2011B) viser at gjennomsnittlig investeringssum for ny- og oppfølgingsinvesteringer er relativt betydelig redusert siden før finanskrisen⁶⁶. Kapitalnivået i PE-bransjen i Norge har som sådan bidratt til å strupe investeringsnivået. Av den årsak legitimeres fokuset på investeringssummens størrelse, ved at Committed Capital ikke investeres i 100% i et spesifikt porteføljeselskap. I tillegg er det momenter tilknyttet diskusjonen ført i delkapittel 3.4.3, hvor LP kan kreve restriksjoner på investeringer.

For det andre poengteres det av Petty (2009) at Committed Capital er en knapp ressurs for PE-aktøren. Etter hvert som tilgjengelig kapital til investering blir mindre, fokuserer PE-aktørens på å identifisere porteføljeselskaper som har et tilfredsstillende samsvar når det gjelder egenskaper med den kapital fondet har til rådighet. Forfatteren skriver at beslutningskriteriene er dynamiske og kriterienes relative viktighet kan variere. Selv om evalueringskriteriene med liten sannsynlighet vil variere sterkt fra en investering til en annen, vil beslutningsprosessen preges av at kapital er en knapp ressurs. Følgelig kan det stilles strengere krav til porteføljeselskaper PE-aktøren står ovenfor nå, enn hva som var situasjonen tilsa før finanskrisen.

For det tredje peker Fenn et al (1995) på at investeringssummens størrelse har betydning for ønsket om å syndikere PE-investeringen, som diskutert i delkapittel 2.5. I intervju med Argentum 03.10.2011 kom det frem at koinvesteringer er en økende trend i PE-markedet i dag. Muzyka et al (1996) viser i sin studie at syndikering ikke er av avgjørende betydning for finansieringsvalget. Vår spørreundersøkelse angir ikke et enstydig svar på om det er en tendens til at syndikering har blitt viktigere. 8 av 13 respondenter angir at det har blitt viktigere nå, enn før finanskrisen, at også en annen PE-aktør investerer sammen med dem når investeringsbeslutningen foretas, mens 5 av 13 angir at kriteriet ikke har blitt viktigere siden før finanskrisen. Argentum (03.10.2011) begrunner årsaken til økningen av antall gjennomførte koinvesteringer ved kompetanseutveksling på tvers av fondene, og at syndikering per se realiserer merverdi både i holding period og avhending av porteføljeselskapet ved å ha et større nettverk stilt til rådighet.

Argentum utdyper videre at enkelte PE-aktører har som prinsipp å ikke investere alene, og spesielt gjelder dette ved investeringer i porteføljeselskaper som krever internasjonal

⁶⁶ Se Appendix 10.1.

gjennomslagskraft. Den økende trenden til syndikering er likeså relatert til at færre fond ønsker å investere alene i kapitalkrevende bedrifter. For øvrig finner vi ved korrelasjonsanalyse statistisk signifikant korrelasjon mellom variabel for koinvestering og makroøkonomisk innvirkning på bedriftens målmarked. Korrelasjonskoeffisienten er (-0,592*), hvilket impliserer at PE-aktører som fokuserer på økt makroøkonomisk påvirkning ikke poengterer at syndikering har blitt viktigere nå, enn før, finanskrisen.

Diskusjonen ført i dette delkapittel kan dermed støtte opp om Argentum (03.10.2011) sin påstand gjengitt i delkapittel 1.2, der det fremheves at PE-aktørenes investeringsvillighet ikke er redusert som følge av konjunktorene. Årsaken er fordi det pekes på at redusert kapitalinngang i PE-markedet bidrar til å redusere investeringsnivået.

6.5.4 Makroøkonomiske uroligheter

Av hensyn til delkapittel 6.5.3 aktualiserer vi makroøkonomisk påvirkning på PE-aktørene. Vi finner at det fjerde høyeste rangerte evalueringskriteriet er makroøkonomisk påvirkningskraft på bedriftens målmarked. Variabelen knytter seg til nåværende virksomhet, som redegjort for i delkapittel 6.4.2, og vurderes av PE-aktørene på lik linje med nåværende finansiering, drifts- og resultatmarginer, investeringssummens størrelse og distribusjonskanaler.

Makroøkonomisk innvirkning framkommer i form av ukontrollerbar, ekstern risiko. Ledelsens evalueringsevne og handlekraft, relatert til risiko og endrede økonomiske utsikter for porteføljeselskapet har, som diskutert i delkapittel 6.4.1 og 6.4.2, mottatt større fokus av PE-fondene, samt at ledelsen er generelt rangert som den viktigste evalueringskategorien, jamfør 6.2.3. Diskusjonen i delkapittel 6.3 viser at Oslo Børs Hovedindeks har relativt betydelig forklaringskraft for totalt investeringsnivå i PE-markedet, hvorav OSEBX er svært tett korrelert med realøkonomien, identifisert ved BNP Fastlands-Norge.

Diskusjonen i delkapittel 2.9.1 viser at det norske PE-markedet har i mindre grad vært utsatt for de makroøkonomiske urolighetene de senere år, hvor Argentum (03.10.2011) supplerer med at Danmark og Sverige har hatt større vanskeligheter med å få i gang aktiviteten i PE markedet enn hva tilfellet er for Norge. Videre fremheves det at det spesielt er det nordiske BO-markedet som er attraktivt for utenlandske investorer – da i første rekke Sverige. Norden er relativt skjermet fra den europeiske, hvor landene har stabile statsfinanser og økonomisk vekst. Foruten dette poengterer Argentum (03.10.2011) at norske selskaper per se er

attraktivt for utenlandske investorer på grunn av makroøkonomiske forhold. I tillegg utdypes det videre at PE-markedet er konjunkturfølsomt – i gode tider er kapitalinngangen høy, mens i dårlige tider er kapitalinngangen reduseres. Påstandene reflekteres av vår diskusjon i delkapittel 2.9.1.

Det hevdes videre at investeringsvilligheten til PE-fondene ikke er påvirket av konjunktorene, i den grad man ser bort fra exitmuligheter. Derimot ser vi i delkapittel 6.5.1 at det stilles sterkere krav blant PE-aktørene tilknyttet, empirisk, viktige evalueringskriterier. Argentum (03.10.2011) poengterer imidlertid at på grunn av at det er færre aktører i bransjen nå, enn tidligere, er det også mindre konkurranse blant PE-aktørene, slik at man på den måten kan stille sterkere krav til porteføljeselskapet.

Makroøkonomi kan påvirke et selskap på flere måter, og skape både kortsiktige og langsiktige svingninger i bedriftens lønnsomhet og likviditet. I sær er sistnevnte stor kilde til solvens-problemer i selskaper (Johnsen, 2010). Sykliske selskaper kjennetegnes av å akkumulere kapitalbase i form av finansielle eiendeler for å reservere seg for infleksibilitet i framtiden. Koller et al (2010) definerer sykliske selskaper til selskaper hvor profittutviklingen følger et signifikant mønster av økning og reduksjon.

Phalippou & Zollo (2005) finner i sin studie at PE-fond sin avkastning er medsyklisk og varierer også positivt med både konjunktorene og det noterte aksjemarkedet. Fra porteføljeselskapets ståsted kan makroøkonomi påvirke porteføljeselskapet ved i all hovedsak tre innfallsvinkler. Profitt reduseres som følge av reduserte salgsinntekter, profitt reduseres som følge av økte råvarepriser (Pindyck & Rubinfeld, 2005) og selskapets kontantstrøm påvirkes av økte gjeldskostnader (Koller et al, 2010).

De to førstnevnte punktene impliserer økt viktighet på nåværende drifts- og resultatmarginer, mens sistnevnte korresponderer med økt fokus på bedriftens nåværende finansiering. Pecking Order Theory, at et selskap foretrekker å anvende internt generert kapital på grunn av at finansieringsformen, innebærer fleksibilitet for selskapets kontantstrøm. Er selskapet finansiert med gjeld, vil rentevolatilitet ha påvirkning på selskapets likviditet, hvilket påvirker selskapets rentedekning og betalingsdyktighet til kreditorer. Kreditorer har et juridisk krav i selskapet, mens PE-fondet, som er egenkapitalinvestor, er nedprioritert når det gjelder kreditors krav (Johnsen, 2010)

Følgelig er det berettiget at PE-fondene i vår undersøkelse både vektlegger økt fokus på nåværende finansiering og drifts- og resultatmarginer, når det i tillegg uttrykkes økt fokus på makroøkonomisk innvirkning på porteføljeselskapets målmarked. Viktigheten av hvordan porteføljeselskapet håndterer selskapet. I lys av dagens makroøkonomiske uroligheter, understrekes det av PE-fondene allokere økt fokus til porteføljeselskapets ledelses evne til å evaluere, og håndtere, risiko – og håndtere økonomiske endringer – i relasjon til drift av selskapet.

6.5.5 Økt grad av risikoaversjon blant PE-fondene?

Av hensyn til diskusjonen ført i delkapittel 6.5, kan det tendere til at det gis uttrykk for økt grad av risikoaversjon blant respondentene når det gjelder tilnærming til porteføljeselskapet før investeringsbeslutningen foretas. Drøftelsen i delkapittel 6.1 viser at norske PE-aktører muligens har vært i større grad risikosøkende enn hva litteraturen anbefaler. Diskusjonen i delkapittel 6.2.4. illustrerer at risiko tilknyttet implementering av porteføljeselskapets har blitt viktigere nå kontra før finanskrisen. Samtidig viser diskusjonen i delkapittel 6.2.3. at respondentene vurderer evalueringskategoriene ledelsen, markedet og produktet konsistent som viktig i absolutt tilnærming, hvilket samsvarer med tidligere studier. Foruten det, understrekes det i 6.2.4 at respondenter som fokuserer på implementeringsorientert risiko er svært fokusert på ledelsen i porteføljeselskapet.

For å kartlegge eventuell risikoaversjon spurte vi respondentene eksplisitt om det er bransjer, eller typer bedrifter, PE-fondene prinsipielt ikke investerer i nå, men som aktørene kunne ha investert i før finanskrisen. 5 av 13 respondenter indikerte at så var tilfellet, mens 8 respondenter deler ikke samme oppfatning. Alle 5 respondentene som indikerte at PE-fondet opptrer, tilsynelatende, mer risikoavers nå enn før finanskrisen spesifiserte hvilke typer bransjer eller bedrifter man unngår. 3 av 5 PE-fond utdyper at kapitalintensive bransjer og/eller bedrifter ikke er ønskelig, mens 1 av 3 utdyper at det er essensielt med koinvestor dersom det foretas investeringer i kapitalintensive bransjer/bedrifter. Begrunnelsen ilegges ønsket om å maksimere avkastning, hvor potensielle exitmuligheter er kapitalkrevende per se. Det poengteres ytterligere av våre respondenter at uroen i verdensøkonomien medfører at markedene for bekvemmelighetsgoder ilegges større risiko, slik at det legges større fokus på råvarer som bransje, i tillegg til at målmarkedet til porteføljeselskapet generelt er stort.

Petty (2009) skriver at en bedrifts strategi kan bli justert av hensyn til å utnytte nye muligheter, holde fast ved en etablert posisjon eller tilpasse seg til endrede markedstrender, eller markedsforhold. En bedrifts strategi kan derfor bli karakterisert som dynamisk, skriver forfatteren. På samme måte tenderer våre respondenter til å vurdere etablerte evalueringskriterier med større viktighet i dagens marked, enn hva situasjonen tilsa tidligere. I tillegg fokuserer respondentene, som domineres av såkorn- og VC-fond, i større grad på *nåværende virksomhet*. Funnene våre i delkapittel 6.2.3 reflekterer at PE-aktørene holder fast med rangeringen av evalueringskriterier som litteraturen har angitt som viktig. Delkapittel 6.5.1 viser derimot at det illegges større vekt på etablerte evalueringskriterier, samtidig som finansielle kriterier har blitt viktig. Muzyka et al (1996) sin konklusjon er som sådan korresponderende med våre funn, dog med en viss grad av moderasjon. Tendensen vi finner er at PE-aktørene, som gruppe, vil investere i porteføljeselskap som representerer et godt lederteam, med rimeligere produkt-markedsforhold og attraktive finansielle realiteter. Når det gjelder spesifikt om avtalen, kan vi ikke fastslå annet enn at delkapittel 6.2.3 finner at PE-aktørene, som gruppe, evaluerer avtalen til minst viktig av i alt 9 kriterier.

Påstanden om økt grad av risikoaversjon kan som sådan berettiges. Argumentet er som følger. Ved å øke fokuset på tradisjonelle, i sær viktige, evalueringskriterier som kjennetegnes PE, observerer vi at PE-fondene stiller strengere krav til porteføljeselskapet i seleksjonsprosessen. Dernest fokuseres det på at porteføljeselskapet skal være stabilt og operere hensiktsmessig fra og med investeringsbeslutningen. I tillegg skal porteføljeselskapet representere en attraktiv, objektiv, investeringsmulighet ved å henvise til finansiell rapportering og besitte klarert ressurstillgang hva gjelder produksjon og/eller distribusjon av bedriftens produkt. Dernest indikeres det, som nevnt i 6.5.4, at PE-aktørene tilordner større fokus på makroøkonomisk påvirkningskraft for et marked som i utgangspunktet ikke investerer i sykliske selskaper, jamfør delkapittel 2.4.

7. Kritisk diskusjon

Til slutt ønsker vi å se nærmere på kritiske elementer som kan påvirke våre resultater fra studien.

7.1 Tilfeldige besvarelser

En av truslene når man gjennomfører en spørreundersøkelse med svaralternativer er faren for at respondentene skal svare på spørsmålene helt tilfeldig uten å ta stilling til hva egentlig spørsmålet er. Etter at vi har vært gjennom alle besvarelsene vi har mottatt, så det ikke ut til at noen av respondentene som har gjennomført spørreundersøkelsen har levert tilfeldig besvarelser. Vi fant ingen eksempler der respondenter har gitt mange like score på flere av spørsmål etter hverandre, og heller ingen antydning til kraftige motsigelser. Også responstiden, som Qualtrics måler, indikerer ikke at vi har mottatt tilfeldige besvarelser, da det er ingen ekstremnivåer i negativ retning.

7.2 Viktige faktorer som ikke presenteres i spørreundersøkelsen

En feilkilde knyttet til vår studie, og følgelig også vår konklusjon, er at spørreskjemaet anvender i vid utstrekning på forhånd satte svaralternativer. Vi er av oppfatning av at gjennomgangen av kapittel 4 gir oss god basis for å benytte en slik metodikk. Derimot kan tilfellet være at spørreskjemaet ikke fanger opp variabler som har påvirket PE-fondene, og at vi derav ikke konkluderer på valid basis.

For å kontrollere for dette faktum har vi inkludert åpne spørsmål i undersøkelsen, som spør om andre faktorer PE-fondene finner relevant, hvilket omhandler validitet. Selv med åpne spørsmål er det ikke garantert at vi vil fange opp variabler som påvirker PE-fondene. På spørsmål om det finnes andre faktorer som respondentene vurderer som viktig når et potensielt porteføljeselskap evalueres mottok vi 3 svar. Predikerbarhet, bankforhold, finansieringsevne hos andre investorer, strategiske samarbeidspartnere, industriens verdsettelse og M&A er momenter som nevnes. Av hensyn til vår spørreundersøkelse aktualiserer vi kun syndikering av de overnevnte punkter. Dernest, på spørsmål om PE-aktørene har iverksatt noen tiltak, som følge av finanskrisen, som ikke fremkommer i vårt spørreskjema mottok vi 5 svar. 4 av 5 rapporterer at ikke slikt er tilfellet, mens residualen

poengterer at aktøren har styrket krav til løpende rapportering fra porteføljeselskapene. Av hensyn til sistnevnte spørsmål, føler vi oss trygge på at spørreundersøkelsen har god dekning og evalueringskriteriene vi har inkludert er valide. Derimot fremhever vi at vi kun dekker 1 av 6 forhold 3 respondenter angir som viktige forhold i relasjon til evaluering av porteføljeselskap.

7.3 Reliabilitet

Reliabilitet viser *"hvor godt vi måler det vi måler"*, og en måling blir mer reliabel dess mindre tilfeldige feilene er (Gripsrud et al, 2004).

For å kontrollere for reliabiliteten utføres det etterprøving av resultatene. En kan da undersøke i hvilken utstrekning undersøkelsen gir det samme resultat som andre liknende undersøkelser som er blitt gjort, eller om undersøkelsen ville gitt det samme resultatet dersom den hadde blitt gjentatt mange ganger. I delkapittel 4.1 har vi ikke aktualisert studier som var gjort innenfor akkurat det bestemte tidsrommet vi har satt av årsak til at vi ikke har kunnet oppdrive det. Dermed er det vanskelig å komme med en eksakt påstand om denne studiens reliabilitet, basert på sammenligning med andre studier. Vi har likevel funnet tendenser til at våre resultater korresponderer med tidligere studier, blant annet i delkapittel 6.2.3.

En annen måte å etterprøve resultatene, som sagt over, er å undersøke om samme resultatet ville gjentatt seg ved at undersøkelsen hadde blitt gjennomført flere ganger. På denne måten kan man undersøke konsistens og stabilitet i målingene. I denne studien har vi dessverre ikke mulighet gjennomføre undersøkelsen flere ganger blant utvalget for å prøve å påvise konsistens og stabilitet gjennom målingene.

Gjennom hele studien har vi gjort en rekke tiltak for å tilstrebe pålitelig data for å øke reliabiliteten. I spørreundersøkelsen har vi gjort tiltak, som nevnt over, og i litteraturstudien i delkapittel 6.1. har vi fokusert på å være kritisk, grundig og nøyaktig.

Vi har videre tatt konkrete steg for å undersøke reliabiliteten i vår undersøkelse. For å måle reliabilitet i vår undersøkelse anvender vi Cronbachs alfa for å vurdere våre 11 kriterier som utgjør topp-ti oversikten. Faktoranalysen i delkapittel 6.4.2. identifiserte tre faktorer ved eksplorerende faktoranalyse. Vi ønsker å kontrollere for reliabilitet i variablene som sammen

konstruerer de tre faktorene, av årsak til det er i all hovedsak resultatene fra de 11 kriteriene som underbygger vår analyse og senere konklusjon. Metodikk for Cronbachs alfa er oppgitt i Appendix 10.11.

Cronbachs alfa skal ideelt overstige 0,7 for at resultatene skal være reliabel, men derimot ikke være for nære 1 (Gripsrud et al, 2004). Statistisk undersøkelse av variablene i faktor 1, 2 og 3 gir Cronbachs alfa på hhv. 0,886, 0,778 og 0,690. Faktor 1 og faktor 2 har Cronbachs alfa over 0,7, og er likevel ikke faretruende nære 1. Variablene som inngår i faktoren fordrer følgelig tilfredsstillende reliabilitet. Derimot er Cronbachs alfa for faktor 3 lik 0,69, hvilket ikke overstiger 0,7, men er svært nære. Nivået på alfa er såpass nære 0,7 at vi føler oss komfortabel med de resultater vi har fått.

7.4 Validitet

Vurdering av validitet er generelt vanskelig og man må studere gyldigheten og påliteligheten til måleinstrumentene som benyttes. Ved bruk av spørreundersøkelse er det flere problemstillinger som må tas tak i av hensyn til validitet. Konvergent validitet impliserer om hvorvidt spørsmålene er ment å fange opp variabler som a priori vil korreleres. Et annet eksempel på validitet er om spørsmålet dekker hele det teoretiske begrepets domene, hvilket er innholdsvaliditet (Gripsrud et al, 2004).

Et av de viktigste elementene for å oppnå validitet i en studie, er at de som svarer på spørreundersøkelsen, og/eller blir intervjuet, har kjennskap til temaet det forespørres om. Vi er av den oppfatning av at følgende problemstilling ikke er aktuell i forhold til våre analyser, ettersom vi har forespurt fondene om selektering, hvilket er en kjernefunksjon i et PE-fond. Intervjuet med Argentum ble gjort med Investment Director i Argentum, Henning Fredriksen og Associate Jon Fredrik L. Vassengen. Av den årsak er vi komfortabel med de svar vi har fått fra Argentum. For å være tilstrekkelig sikker på at PE-fondene svarte på vår spørreundersøkelse i tråd med vår intensjon, spesifiserte vi i spørreskjemaet at vi ønsket besvarelser fra PE-fond som opererte også før finanskrisen. Dette har medført at vi kun har

fått tilbakemelding fra et PE-fond, som ikke besvarte undersøkelsen av hensyn til overnevnte⁶⁷.

Like viktig er det at den som gjennomfører studien forstår de ulike begrepene. Før vi sendte ut spørreundersøkelsen foretok vi en omfattende litteraturstudie for å identifisere evalueringskriterier og språkbruk. I ledd for å kvalitetssikre spørsmålene henvendte vi oss til Finn Kinserdal ved Ernst & Young, som bidrog med innspill hva gjelder operasjonalisering av de utvalgte spørsmål.

Hvorvidt en kan generalisere fra et utvalg til en populasjon, og i hvor stor grad en kan overføre resultatene av en undersøkelse til andre områder og situasjoner, kalles *ytre validitet* (Johannessen et al., 2004). Den ytre validiteten i vår studie er ikke optimal på grunn av datamaterialets størrelse. Relevant svarrate var 28% av utvalget. Utvalget er basert på PE-fond som har besvart NVCA (2011A), hvor vi har utelatt fond med lokalisering i utlandet. Selve det norske PE-markedet er større enn NVCA sine medlemmer, som pr 15. februar 2010 talte 90 medlemmer (NVCA, 2011C). Likevel vil våre funn kunne hjelpe med å få et oversiktsbilde over hvordan finanskrisen kan ha påvirket PE-fondene i Norge fra markedsforholdet før, til etter, finanskrisen.

7.5 Studiens kvalitet

For å kontrollere studiens kvalitet har vi gjennomført en feilstudie, der vi har sammenlignet PE-fond som har svart undersøkelsen med PE-fond som ikke har svart undersøkelsen. Metodikken har vært stikkprøve hvor offentlig informasjon publisert fra fond som ikke besvarte undersøkelsen ble sammenlignet mot resultatene fra undersøkelsen. Informasjonen korresponderer med enkelte av elementene i vår undersøkelse. Derimot, for å kontrollere studien bør det gjennomføres en oppfølgingsstudie.

Videre har vi sammenlignet hva tre ulike fond, som besvarte undersøkelsen, presenterer som viktig på deres internettside med de svarene de har svart i spørreundersøkelsen. Det var godt samsvar mellom holdningene, noe som tyder på scorene som representantene har gitt i spørreskjemaet representerer holdningene fondet representerer, og ikke bare selve

⁶⁷ For et tilbakeblikk, se diskusjonen i delkapittel 6.1.

respondentens egne meninger. Det nevnte faktum er positivt for generaliserbarheten til studien og kan da tyde på at svarene som er blitt gjort i spørreundersøkelsene representere holdningene og fokuset til hele fondet. Vi understreker derimot at dette er stikkprøver.

Det er 15 av 45 PE-fond som har besvart studien, noe som gir en responsrate på 33%. Ved korrigerende av manglende besvarelser av de 25 evalueringskriteriene ble relevant svarrate 28%. Svrraten må innrømmes skuffende opp mot forventet responsrate, hvor vi forventet opp mot 50%.

Studiens største svakhet er datamaterialets størrelse. Det er to forhold som bør nevnes. For det første er datamaterialet ikke tilstrekkelig til å ukritisk generalisere resultatet. For det andre har vi ikke statistisk konklusjonsvaliditet. Derimot, av hensyn til intervju med Argentum, NVCA sin rapportering, og respondentenes besvarelser i relasjon til resultater fra tidligere litteratur, er vi av oppfatning at resultatene muligens kan, innenfor VC og såkorn, generaliseres til andre norske fond.

Vi generaliserer derimot ikke resultatene, og poengterer at resultatene av studien kan tyde på tendenser i PE-markedet. Av hensyn til at Norge har vært relativt lite berørt av finanskrisen, og av hensyn til at kapitalinngangen i det norske PE-markedet har utviklet seg positivt i forhold til våre naboer og Europa, kan vi påstå at tendensene gjenspeiles av PE-fond lokalisert i andre land i våre naboland, og absolutt ikke generalisere resultatene ut over Norges grenser.

8. Oppsummering og konklusjon

Vi har i denne oppgaven diskutert det norske PE-markedet i forhold til utviklingsforløpet forut for, og etter, finanskrisen.

Vi finner at våre resultater fra 6.2.3 stemmer godt overens med resultater fra Muzyka et al (1996), Zacharakis & Meyer (1998), Franke et al (2008), Petty (2009), Baum et al (2010) når det gjelder absolutt viktighet av evalueringskategorier. Både vi og Muzyka et al (1996) finner at PE-aktørene vurderer ledelsen som det viktigste kriteriet, dernest markedet og produktet. Lavest vurdert er avkastning, exit og avtalen. Punktet vår studie avviker fra Muzyka et al (1996) er finansrelaterte kriterier. Vår gjennomgang i delkapittel 6.2.3. om evalueringskategoriene inkluderer ikke spesifikt finansrelaterte kriterier, kun indirekte via avkastning. Dersom vi hadde inkludert finans spesifikt i delkapittel 6.2.4. om risikokriterier, er det mulig at kategorien ville blitt vurdert relativt betydeligere av PE-aktørene enn det fremkommer av resultatene i delkapittel 6.4.1. om topp ti evalueringskriterier.

Den generelle holdning til risiko blant PE-aktørene har endret seg siden finanskrisen, som diskutert i delkapittel 6.2.4. Før finanskrisen var det rettet mest fokus rundt risiko tilknyttet at investeringen kunne gå tapt, mens nå fokuserer aktørene på avkastningsrelatert risiko og risiko tilknyttet implementering av porteføljeselskapet. Fokuset på avkastning gjenspeiles av vanskelige forhold i dagens exitmarked, og implementeringsrisiko korresponderer med viktigheten av at porteføljeselskapet evner å utvikle seg i positiv retning. Resultatene fra MacMillan et al (1985) korresponderer med Tyebjee & Bruno (1981). Sistnevnte finner at viktigste risikoelementer er ledelsen, dernest avkastning og implementeringsrisiko. Videre vurderes investeringsrelatert risiko og kompetitiv risiko med minst betydning. Våre resultater i 6.2.4 avviker fra Tyebjee & Bruno (1981) og MacMillan et al (1985) for både før og etter finanskrisen.

Resultatene fra rangeringen av evalueringskriteriene i delkapittel 6.4.1 kan ikke direkte sammenlignes med Tyebjee & Bruno (1981), Tyebjee & Bruno (1984), MacMillan et al (1985) og MacMillan et al (1987). Årsaken er fordi de nevnte forfatterne lar respondentene evaluere absolutt viktighet, mens vi ber respondentene evaluere relativ viktighet i relasjon til finanskrisen. Likevel finner vi at evalueringskriterier, som av litteraturen er angitt som viktig, samsvarer med våre resultater for topp 10 rangerte evalueringskriterier, som har blitt allokert størst endring i viktighet siden før finanskrisen.

Vi identifiserer at PE-aktørene har allokeret økt viktighet til nåværende virksomhet, tiltro til produktet og markedsrisiko tilknyttet porteføljeselskapet. Respondentene tenderer til å ha økt fokus på evalueringskriterier som omhandler porteføljeselskapets ledelses håndtering av eksterne, ukontrollerbare risikofaktorer, samt den generelle viktigheten av makroøkonomisk innvirkning på porteføljeselskapets målmarked. Dubini (1989) fremhever at de nevnte egenskaper hos porteføljeselskapet er ønskelig hos PE-aktøren når det objektivt er vanskelig å predikere markedsutviklingen.

Våre respondenter er i hovedsak såkorn- og VC-fond, og økt fokus på nåværende virksomhet impliserer en mer BO-orientert due diligence-prosess. Aktuelle kriterier er da bedriftens finansiering, drifts- og resultatmarginer og klarert ressurstilgang på investeringstidspunktet. Argentum (03.10.2011) fremhever at trenden for VC-fond er økt fokus på mer utviklede porteføljeselskaper med beliggenhet senere ut på livssyklusmodellen. Dette kan forklare hvorfor PE-fondene i større grad fokuserer på den nåværende virksomheten i forhold til fremtidig vekst. Om det er en kausal sammenheng mellom VC-fonds spesialiseringsvalg og finanskrisen kan vår analyse ikke fastslå.

Et siste moment våre resultater aktualiserer er Argentum (03.10.2011) sin påstand redegjort under problemstillingen i delkapittel 1.2. Argentum fremhever at PE-aktørenes investeringsvillighet ikke er påvirket av konjunkturer, men at investeringsnivået i dagens PE-marked forklares av redusert kapitalinngang. Våre resultater bekrefter ikke direkte en slik påstand, men det tenderer til at PE-aktørene vier større oppmerksomhet til investeringssummens størrelse enn tidligere. Petty (2009) poengterer at kapital er en knapp ressurs for PE-aktøren, og kravene som må oppfylles hos porteføljeselskapet for at PE-aktøren skal investere i bedriften reflekterer dette. Som sådan kan investeringsnivået forklares ved at tilgjengelig kapital rasjoneres.

Vi observerer at PE-markedet i Norge har blitt påvirket av den makroøkonomiske uroligheten som har preget det norske- og vestlige markedet de senere år. PE-fondene rapporterer at den aktive søken etter potensielle porteføljeselskaper ikke er endret, ei heller at det er færre porteføljeselskaper som kontakter PE-fondene. Det indikeres av PE-fondene at gjennomførte oppfølgingsinvesteringer er klart økende, hvilket bekreftes av NVCA. Det store antall oppfølgingsinvesteringer er drevet av forhold i exitmarkedet, hvilket reflekteres av PE-fondene ved at risiko tilknyttet avhending av investeringen vektlegges svært mye. Regresjonsanalyse av total investert kapital, rapportert fra NVCA mot OSEBX viser at PE

har en tett sammenheng med utviklingen i aksjemarkedet, og som sådan også realøkonomien. Petty (2009) skriver at en bedrifts strategi kan bli justert av hensyn til å utnytte nye muligheter, holde fast ved en etablert posisjon, eller tilpasse seg endrede markedstrender.

Vi finner at PE-aktørene i større grad verdsetter tradisjonelle evalueringskriterier innen PE, samt at såkorn- og VC-fondene i større grad fokuserer på at porteføljeselskapet representerer en attraktiv investeringsmulighet i forhold til driftens status quo i dag. Per i dag har nåværende finansiering og drifts- og resultatmarginer, samt at produktet er skalerbart og unikt, med et tilhørende etablert målmarked fått økt betydning. Funnet tenderer til å representere økt risikoaversjon blant PE-aktørene, som nå fokuserer mer på porteføljeselskapets kortsiktige overlevelsessevne i et uforutsigbart marked.

Til slutt, i vårt datamateriale finner vi at PE-aktørene som gruppe, vil investere i porteføljeselskap som representerer et godt lederteam, med rimeligere produkt-markedsforhold og attraktive finansielle realiteter.

9. Litteraturliste

Argentum (03.10.2011) Intervju med Henning Fredriksen, Investment Director og Jon Fredrik L. Vassengen, Associate.

Argentum (2011): *A Quick Guide to Private Equity*.

<http://www.argentum.no/Main-categories/Nordic-PE/What-is-P-E/> (15. september 2011).

Agresti, A. & Franklin, C. (2009): *Statistics: The Art and Science of Learning from Data*. Second Edition. Pearson Education International.

Axelsson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. (2007): *Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis*. Forelesningsnotat i Venture Capital, Private Equity and IPO, NHH Vår 2011: Leveraged Buyouts.

Babbie, E. (2004): *The practice of social research* (10 ed.). Belmont, California: Thomson/Wadsworth.

Balnaves, M. & Caputi, P. (2001): *Introduction to Quantitative Research Methods – An investigative approach*. London: Sage Publications.

Bance, A. (2004): *Why and How to Invest in Private Equity*. EVCA Investor Relations Committee Paper, 2005.

Baum, J.R., Heller, C., Khanin, D. & Mahto, R.V. (2010): *Venture Capitalists' Investment Criteria: 40 years of Research*. Small Business Institute Research Review. Vol 35 2008.

Benedictow, A. & Johansen, P. (2005): *Prognoser for internasjonal økonomi*. Økonomiske analyser 2/05, s. 13-20. Statistisk Sentralbyrå.

<http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/200502/benedictow.pdf> (12.oktober 2011).

Berk, J., & DeMarzo, P. (2011): *Corporate Finance*, 2. Utgave, kapittel 14. Pearson Education.

Bienz, C. (2010): Forelesningsnotat i Venture Capital, Private Equity and IPO's, NHH vår 2011: *Contracts*.

Bishop, K. & Nixon, D.N. (2006): *Venture Opportunity Evaluations Comparisons Between Venture Capitalists and Inexperienced Pre-Nascent Entrepreneur*. *Journal of Developmental*

Entrepreneurship, 11(1), 19-33.

Bjørnland, H., Brubakk, L. & Jore, A. (2004): *Produksjonsgapet i Norge – en samling av beregningsmetoder*. Penger og Kreditt 4/04, s. 199-209. Norges Bank. http://www.norges-bank.no/upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2004-04/bjornland.pdf (12. oktober 2011).

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2009): *Investments*, eight edition. McGraw Hill, International Edition.

Botazzi, L & Da Rin, M. (2002): *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*. Cesifo Conference Centre, Munich, November 2002 .

Bowles, E. (1987): *Middle-Market LBO*. Financial Executive, 1987, Vol. 3 Issue 3, p32-34

Braut, G. S. (2006): *Validitet*. Store norske leksikon. http://snl.no/.sml_artikkel/validitet (6. oktober 2011).

Chan, Y. S. (1983): *On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information*. Journal of Finance. Vol. 38 no 5, pp 1543-1568.

De Vaus, D. (2001): *Research Design in Social Research*. London: Sage Publications.

DNB Markets (2011): *OECD maner til handling*, Morgenrapport 29.november. <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/valutamorgen/MR111129.pdf> (29. November 2011).

Dotzler, F. (2001): *What do Venture Capitalists Really Do, and Where Do They Learn to Do It?* DeNovo Ventures http://www.denovovc.com/articles/2001_Dotzler.pdf (27.november 2011).

Dubini, P. (1989): *Which venture capital backed entrepreneurs have the best chances of succeeding?* Journal of Business Venturing, 4, 123-132.

Duffner, S. (2003): *Principal- Agent Problems in Venture Capital Finance*. University of Basel, WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 11/03.

Eisenhart, K. (1989): *Agency Theory: An assessment and review*. Academy of Management Review, 1989, vol. 14, No 1, p. 57-74.

Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. & Polonchek, A. (1995) *How Venture Capital Firms Differ* Journal of Business Venturing 10, 157-179

Fenn, G., Liang, N. & Prowse, S. (1995): *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

Finanstilsynet (2011): *Finansielt utsyn 2011*

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2011/Finansielt_utsyn_2011.pdf , (9. Nov 2011).

Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D. & Henkel, J. (2008): *Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience*. Entrepreneurship Theory and Practice, May 2008, 459 – 489.

Frøyland, E. & Nymoen, R. (2000): *Produksjonsgapet i norsk økonomi – ulike metoder, samme svar?* Penger og Kreditt 1/00, s. 22-28. Norges Bank. http://www.norges-bank.no/upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-01/produksjonsgapet.pdf (12.oktober 2011).

Gärtner, M. (2006): *Macroeconomics, Second Edition*. FT Prentice Hall

Gorton, K. & Doole, I. (1989): *Low-cost marketing research: a guide for small businesses (2.utg.)*. Chichester: Wiley.

Gomper, P. & Lerner, J. (1996): *The Use of Covenantes: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, Journal of law and economics, Vol. 39, No 2., side 463- 498. The University of Chicago Press.

Gripsrud, G., Olsson, U.H., & Silkoset, R., (2004): *Metode og dataanalyse, med fokus på beslutninger i bedrifter*. Kristiansund: Høyskoleforlaget AS.

Grünfeld, L. & Jakobsen, E. (2007): *Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster?*. Norsk Økonomisk Tidsskrift 121 s. 39-54.

Grønmo, S (2004): *Samfunnsvitenskapelige metoder*. 2. opplag 2207, Vigmostad & Bjørke AS.

Grytten, O. (2010A): Forelesningsnotat i Krakk og kriser NHH høst 2010; *Introduksjon-Dagens finanskriser*.

Grytten, O. (2010B), Forelesningsnotat i Krakk og kriser NHH høst 2010; *Hyman Minskys krisemodell*.

Grytten, O. (2010C): Forelesningsnotat i Krakk og kriser NHH høst 2010; *Tidsserieanalyse*

Handelsbanken Capital Markets (2011A): *Konjunkturrapport* 24. oktober 2011

Handelsbanken Capital Markets

<http://research.handelsbanken.se/Attachments/16373/Konjunkturrapport%20Norge%2024%20october%202011.pdf> (15. desember 2011).

Handelsbanken Capital Markets (2011B): *Fast Comment Norway* 14. Desember 2011.

<http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/Norway/publication/16778/fast-comment-norway> (15. Desember 2011).

Hatton, L. & Moorehead, S. (1996): *Determining Venture Capitalists Criteria in Evaluating New Ventures*. <http://sbaer.uca.edu/research/usasbe/1996/pdf/07.pdf> (22. november 2011).

Hellevik, O. (1999): *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap*. Oslo: Universitetsforlaget.

Hill, C. & Jones, G. (2009): *Theory of Strategic Management*, Eight Edition, South-Western Cengage Learning.

Høgh-Krohn, J. (2004): *Viktige problemstillinger og utviklingstrekk i moderne kapitalforvaltning*. Praktisk økonomi og finans 03/2004.

Høgh-Krohn, J. (2011): Forelesningsnotater. FIE426 Kapitalforvaltning. 23. februar 2011.

Jacobsen, D.I. (2005A): *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. 2. utg., Kristiansand: Høyskoleforlaget.

Jacobsen, D. I (2005B): *Kvantitative metoder – datainnsamling*. Undervisningsmateriale ved Universitet i Oslo.

http://www.uio.no/studier/emner/jus/afin/FINF4002/v09/undervisningsmateriale/metode4_finf4002.pdf (13. oktober 2011).

Jacobsen, D. & Thorsvik, J. (2007) *Hvordan organisasjoner fungerer*, 3. Utgave. Fagbokforlaget.

Jensen & Meckling (1976): *Agency costs and the theory of the firm*. Journal of Financial Economics 3 (1976) p. 305-360.

Johannessen, A., Kristoffersen, L. & Tufte, P.A. (2004): *Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag*. Oslo: Abstrakt Forlag AS.

Johnsen, T. (2010) Forelesningsnotater i FIE402 Corporate Finance, NHH Høst 2010: *Capital Structure*.

Johnsen, T. (2011A) Forelesningsnotater i FIE426 Kapitalforvaltning, NHH Vår 2011: *Introduksjon; Forvaltningsprinsipper*.

Johnsen, T. (2011B) Forelesningsnotater i FIE426 Kapitalforvaltning, NHH Vår 2011: *Alternative investeringer*.

Kaplan & Stromberg (2003): *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies Volume 70, Issue 2, Artikkel først publisert online: 3 JUL 2003.

Kaplan, S. & Schoar, A. (2004): *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*, University of Chicago Graduate School of Business, 2004.

Kaplan & Stromberg (2009): *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 23 Issue 1, p121-146, 26p.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D (2010): *Valuation*. 5. utg, Hoboken, New Jersey.

MacMillan, I. C., Siegel, R. & Subba Narasimha, P. N. (1985): *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals*. Journal of Business Venturing, Vol 1 pp119 – 128

MacMillan, I. C., Zemann, L. & Subba Narasimha, P. N. (1987): *Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process*. Journal of Business Venturing, Vol 2: 123 – 137, 1987

McKinsey & Co (2007): *Fra idé til ny virksomhet*. 2 utgave. Universitetsforlaget.

Mehmetoglu, M. (2004): *Kvalitativ metode for merkantile fag*. Bergen: Fagbokforlaget.

Metrick, A. & Yasuda, A. (2010A): *Venture Capital & the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Second Edition.

Metrick, A. & Yasuda, A. (2010B): *Venture Capital and Other Private Equity: A Survey*. European Financial Management; Sep2011, Vol. 17 Issue 4, p619-654.

Mishkin, F. (2007): *An Economic Analysis of Financial Structure*, kap 8 i The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 8 utg., s 181-198.

Muzyka, D., Birley, S. & Leleux, B. (1996): *Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists*. Journal of Business Venturing 11, 273-287, New York.

Myers, C. (1984): *The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance, Vol 39, no 3, july 1984.

Nationen (2008): *Tabbe å overse småinvestorene*. Nationen kronikk 3. oktober 2008.
<http://www.nationen.no/meninger/Kronikk/article3824232.ece> (1. oktober 2011)

Norges Bank. (2003): *Inflasjonsrapport 1/03*. Norges Banks rapportserie nr 1/03, sside 40.
<http://www.norges-bank.no/upload/import/front/rapport/no/ir/2003-01/ir-2003-01.pdf>
(18.Oktober 2011).

Norges Bank (2004): *Inflasjonsrapport 2/04*. Norges Banks rapportserie nr 3/04.
<http://www.norges-bank.no/upload/import/front/rapport/no/ir/2004-02/ir-2004-02.pdf>
(18.Oktober 2011).

Norges Bank (2011): *Hovedstyrets vurdering*. Pressemelding 19.oktober 2011,
http://www.norges-bank.no/pages/87119/PPR_311_hovedstyre_web.pdf (29.november 2011).

NVCA (2003): *Analyse av aktivitet I det norske venture- og private equity markedet 2002*.
http://nvca.no/userfiles/Aktivitetsanalyse_2002.pdf (september 2011) .

NVCA (2004): *Analyse av aktivitet I det norske venture- og private equity markedet- 2003*.
http://nvca.no/userfiles/Aktivitetsanalyse_2003.pdf (september 2011).

NVCA (2005): *En oppsummering av aktivitetsnivået i bransjen- 2004 i ord og tall..*
http://nvca.no/userfiles/Aktivitetsanalyse_2004.pdf (september 2011).

NVCA (2006): *Bransjeanalyse- Venturemarkedet 20005*.
http://nvca.no/userfiles/Aktivitetsanalyse_2005.doc.pdf (september 2011).

NVCA (2007): *Årsundersøkelsen for de aktive eierfondene i Norge 2006*.
http://nvca.no/userfiles/rsunderskelsen_for_de_aktive_eierfondene_i_Norge_2006.pdf
(september 2011).

NVCA (2008): *Active Ownership in Norway. Activity survey for private equity, venture capital and seed funds in Norway 2007- Full focus on investment!*
http://nvca.no/userfiles/Norsk_Venture_-_Aktivitetsunderskelse_2007.pdf (september 2011).

NVCA (2007): *Verdiskapning og aktive eierforfold i Norge*.
http://nvca.no/userfiles/Norsk_Venture_-_Verdiskapning_og_aktive_eierfond_i_Norge.pdf
(september 2011).

NVCA (2009A): *The venture capital and private equity industri in Norway: Activity survey for 2008*. http://nvca.no/userfiles/Aktivitetsanalyse_2008.pdf (september 2011).

NVCA (2009B): *De aktive eiersfodenenes rolle i Norge*.
http://nvca.no/userfiles/De_aktive_eierfondenenes_rolle_i_samfunnet.pdf (september 2011).

NVCA (2010A): *Aktivitetsundersøkelsen for norske aktive eierfond- helår 2009* (september 2011)
<http://menon.no/upload/2011/09/26/aktivitetsunderskelsenfornorskeaktiveeierfond2009.pdf>
(september 2011).

NVCA (2010B): *De aktive eierfondenes rolle i norsk økonomi.*

http://nvca.no/userfiles/De_aktive_eierfondenes_rolle_i_norsk_ekonomi_-_NVCA_rbok_2010_web_10.pdf (september 2011).

NVCA (2011A): *Aktivitetsundersøkelse for de norske aktive eierfondene – helår 2010.*

http://nvca.no/userfiles/Norsk_Venturekapitalforening_-_Aktivitetsunderskelse_helr_2010.pdf (september 2011).

NVCA (2011B): *Aktivitetesundersøkelse for de aktive eierfondene i Norge 3. kvartal 2011.*

http://nvca.no/userfiles/NVCA_-_Aktivitetsunderskelse_for_3._kvartal_2011.pdf (september 2011).

NVCA (2011C) *Om foreningen.* <http://nvca.no/foreningen/index.aspx?id=1737&mid=1044> (08.12.2011).

Næs, R., Skjeltopp, A. & Ødegaard, B. (2011): *Stock Market Liquidity and the Business Cycle*, *Journal of Finance*, februar 2011.

Petty, J. (2009) “*The dynamics of venture capital decision making*” Academy of Management Annual Meeting Proceedings; 2009, p1-6, 6p

Phalippou, L. & Zollo, M. (2005): *What drives Private Equity Fund Performance?*. Working Papers, Financial Institutions Center at The Wharton School, 2005, Preceding p1-29, 30p. Kan også finnes her: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0541.pdf> .

Pindyck, R. & Rubinfeld, D. (2005) *Microeconomics, Sixth Edition*. Pearson Prentice Hall.

Pran, A. (2002): *Due diligence I forbindelse med fusjoner og oppkjøp*. Magma 5/2002

Prowse, S. D. (1998): *The economics of the private equity market*. Economic Review 3rd Quarter, p21, 14p.

Puri, M. & Zarutskie, R. (2010): *On the Lifecycle Dynamics of Venture Capital- and Non-Venture Capital-financed firms*. Working paper, Duke University.

PwC (2011): *Deals*. <http://www.pwc.no/no/tjenester/deals/index.jhtml> (16. September 2011).

Regjeringen (2008): St. meld. Nr 7. *Et nyskapende og bærekraftig Norge*. Tiltråding fra Nærings- og handelsdepartementet av 5. desember 2008.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/2008-2009/stmeld-nr-7-2008-2009-.html> (29. november 2011).

Ross, S. A. (1977): *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. Bell Journal of Economics, vol. 8 (Spring 1977), pp. 23–40.

Sahlman, W.A. (1990): *The Structure of Governance of Venture-Capital Organizations*, Harvard Business School, Boston.

Shepherd, D., Etterson, R. & Crouch, A. (2000) “*New venture strategy and profitability: A venture capitalist’s assessment*”. Journal of Business Venturing 15, 449–467

Silva, J. (2004): *Venture capitalists’ decision-making in small equity markets: a case study using participant observation*. Venture Capital, April- September 2004, VOL. 6, NO. 2/3, 125 – 145.

Silver, A. D. (1985): *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*. New York, N.Y.: Wiley & Sons.

Smith, A. (1776) *The Wealth of the Nations*. W. Strahan and T. Cadell, London.

Straub, D., Gefen, D., & Boudreau, M.C. (2004): *The ISWorld Quantitative, Quantitative, Positivist Research Methods in Information System*. <http://dstraub.cis.gsu.edu:88/quant/> (16.oktober 2011).

SSB (u.d.) *Om sesongjustering av kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR)*. SSB. <http://www.ssb.no/emner/09/01/knr/sesongjustering.html> (08.12.2011).

Sue, V. M. and Ritter, L. A. (2007): *Conducting Online Surveys*. Sage: Los Angeles.

Tyebjee, T. & Bruno, A. (1981): *Venture capital decision making: Preliminary results from three empirical studies*. In K.H. Vesper (Ed.), *Frontiers of Entrepreneurial Research* (pp. 281–320). Wellesley, MA: Babson College.

Tyebjee, T. & Bruno, A. (1984): *A model of venture capitalists investment activity*. Management Science, 30, 1051–1066.

Ueda, M. (2004): *Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening and Expropriation*, Journal of Finance vol 59 no 2 2004 pp 601-22.

Vale, 2006: *Ekspropriering – kort innføring*. Jusstorget.no
<http://www.jusstorget.no/article.asp?Key=2&FagKey=26> (16. september 2011).

Winton, A. & Yerramilli, V. (2008): *Entrepreneurial Finance: Banks versus Venture Capital*, *Journal of Financial Economics*, Vol 88 no 1 2008, pp 51-79.

Yin, R.K. (2003): *Case study research: design and methods* (3 utg.) Thousand Oaks, California: Sage.

Zacharakis, A. & Meyer, G. (1998) "A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process?" *Journal of Business Venturing* 13, 57–76

10. Appendix

10.1 Gj.s. ny- og oppfølgingsinvestering, NVCA.

Nyinvesteringer		2007		2008		2009		2010		2011*
		H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1
	Såkorn	2,69	3,44	13,13	2,44	3,33	1,50	1,50	0,80	0,00
	Venture	13,58	16,31	29,36	17,85	16,56	12,50	12,40	9,65	10,77
	Buyout	150,25	159,73	151,20	165,25	26,00	295,10	184,13	199,63	303,44

Oppfølg.inv.		2007		2008		2009		2010		2011*
		H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1
	Såkorn	4,75	3,60	4,40	4,33	2,14	2,00	2,00	0,00	1,50
	Venture	7,70	8,84	7,07	7,15	3,32	3,20	3,48	3,50	2,52
	Buyout	37,00	39,50	200,00	33,88	9,17	41,17	36,40	42,44	30,91

Gjennomsnittelig investeringssum for ny- og oppfølgingsinvesteringer. Kilde: NVCA (2011B).

10.2 Investeringsrater

1	2	3	4	%
90	15	10	5	5,6 %
150	30	10	3	2,0 %
200	50	20	10	5,0 %
50	4	2	2	4,0 %
200	50	3	2	1,0 %
50	10	3	1	2,0 %
100	15	5	2	2,0 %
100	25	4	4	4,0 %
50	10	2	3	6,0 %
120	50	5	2	1,7 %
150	30	5	3	2,0 %
40	10	2	1	2,5 %
70	15	6	4	5,7 %
105	24	6	3	3,3 %

- 1 Hvor mange bedrifter vurderer/analyserer dere lett/overfladisk hvert år? Ca antall.
- 2 Hvor mange bedrifter vurderer/analyserer dere grundig hvert år? Ca antall.
- 3 Hvor mange bedrifter forhandler/due dilligence/lager dere avtale med hvert år? Ca antall
- 4 Hvor mange bedrifter investerer dere i hvert år? Ca antall.

10.3 Korrelasjonsanalyse

I vår analyse ønsker vi å gjennomføre krysskorrelasjonsanalyse på variablene i spørreskjemaet for å undersøke om det er kriterier PE-fondene fordrer samvariasjon til. På den måten kan vi identifisere variabler som PE-fondene vurderer som positivt samvariasjon, irrelevant eller negativ samvariasjon, for å bedre forstå hvilke evalueringskriterier, som har blitt allokert større, mindre, eller uendret grad av viktighet siden før finanskrisen.

Av hensyn til at vi gjennomfører spørreundersøkelse reflekterer datasettet de novo og krysskorrelasjonsanalyse fordrer lag 0, hvilket er korrelasjonskoeffisienten Pearson Product Moment Correlation.

Pearson Product Moment Correlation er en statistisk metode som måler lineær samvariasjon mellom variabler. Korrelasjon betegnes standardisert kovarians, og korrelasjonen varierer mellom -1 og +1, hvor absoluttverdi av 1 impliserer sterk samvariasjon, mens 0 impliserer ingen samvariasjon (Gripsrud et al, 2004). Kovarians mellom to variabler X og Y for et utvalg er definert som

$$Cov(X, Y) = \frac{\sum_{i=1}^n (X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{n - 1}$$

Korrelasjon betegnes ved formel

$$Corr(X, Y) = \frac{Cov(X, Y)}{s_x s_y} = \frac{\sum_{i=1}^n (X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (X - \bar{X})^2 \sum_{i=1}^n (Y - \bar{Y})^2}}$$

Diskusjonen i delkapittel 5.2.2. fastslår at våre data i spørreundersøkelsen er på nominalt og ordinalt målenivå. Pearson Product Moment Correlation forutsetter at dataene er på intervall- eller forholdstallsnivå. Gripsrud et al (2004) fremhever at det er vanlig å anta intervallnivå for data som egentlig er kun på ordinalt målenivå. Spearman rangkorrelasjon, *SR*, er en korrelasjonsmetode som er spesifikt utformet for å beregne korrelasjonskoeffisienten mellom variabler på ordinalt målenivå. Spearmans rangkorrelasjon er definert i følgende formel

$$SR = 1 - \frac{6 * \sum_{i=1}^n d_i^2}{n^3 - n}$$

hvor d = differansen mellom to rangeringer og n er utvalgsstørrelsen. Ved beregning av rangkorrelasjon mellom variabel X og variabel Y , må vi starte med å rangere observasjonene. Vi tilordner de største rangtallene til den største X -verdien og største Y -verdien, og deretter samme prinsipp med de nest største rangtallene. Like observasjoner vil få samme rangtall, men slik at summen av rangtallene holdes konstant lik

$$1 + 2 + 3 + \dots + n = \frac{n(n + 1)}{2}$$

Av hensyn til input til korrelasjonsanalyse i vårt datamateriale er på ordinalt nivå, er det optimalt å benytte Spearman rangkorrelasjon for å foreta beregningene. Det er poengtert av Gripsrud et al (2004) at det er relativt vanlig å behandle data på ordinalt nivå på intervallnivå. Derimot vil vår analyse benytte data generert fra faktoranalyse, som benytter Pearson Product Moment Correlation som input ved beregning av faktorene og faktorladningene. Vi står følgelig ovenfor valget mellom det beste av to onder. Enten kan vi utføre Spearman Rangkorrelasjon, hvilket er korrekt i henhold til målenivå, men som kan medføre inkonsistens med resultatene fra faktoranalysen. Eventuelt kan vi behandle data på ordinalt nivå som data på intervallnivå, hvilket ikke er teoretisk optimalt, men vil være konsistent av hensyn til faktoranalysen.

Av praktisk årsak velger vi sistnevnte fremgangsmåte og beregner korrelasjonene ved Pearson Product Moment Correlation.

10.4 Evalueringskriterier etter hovedgruppe

Resultater av krysskorrelasjonsanalyse

Pearson Correlations

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Ledelsen	1,000								
2 Markedet	0,273	1,000							
3 Produktet/tjenesten	-0,479	0,111	1,000						
4 Konkurransen	0,097	-0,020	0,322	1,000					
5 Kunder	-0,240	-0,321	-0,467	-0,419	1,000				
6 Strategi	-0,403	0,464	.817**	0,224	-0,513	1,000			
7 Avkastning	0,220	-0,244	-0,554	-.623*	0,379	-0,374	1,000		
8 Exitstrategi	0,057	-0,265	-0,543	-0,538	0,188	-.645*	0,158	1,000	
9 Avtalen	0,284	-0,405	-.735**	-0,354	0,376	-.846**	0,235	.866**	1,000

* Signifikant på 5%-nivå.

** Signifikant på 1%-nivå.

Kriteriene (1) til (9) er identisk for vertikal og horisontal akse. Navnebeskrivelsen er kun angitt høyre akse.

10.5 Risikofaktorer

Resultater av krysskorrelasjonsanalyse

Pearson Correlation

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Før finanskrise	1 Competative risk	1,000									
	2 Bail-out risk	0,254	1,000								
	3 Investment risk	-0,436	0,134	1,000							
	4 Management risk	-0,190	-0,454	-0,452	1,000						
	5 Implementation risk	-0,271	-0,591	-0,326	-0,070	1,000					
Etter finanskrise	6 Competative risk	.856**	-0,155	-0,425	0,067	-0,134	1,000				
	7 Bail-out risk	0,146	0,020	0,313	0,368	-.776**	0,393	1,000			
	8 Investment risk	-0,514	0,273	.695*	-0,454	-0,075	-0,501	0,010	1,000		
	9 Management risk	-0,100	-0,173	-.756**	.720*	0,230	-0,186	-0,338	-0,465	1,000	
	10 Implementation risk	-0,296	0,032	0,167	-0,521	0,525	-0,544	-.766**	0,007	-0,046	1,000

* Signifikant på 5%-nivå (two-tailed)

** Signifikant på 1%-nivå (two-tailed)

Kriteriene (1) til (10) er identisk for vertikal og horisontal akse. Navnebeskrivelsen er kun angitt vertikal akse.

10.6 Hodrick-Prescott-filter

På grunn av at potensiell produksjon, og dermed også produksjonsgapet, er en ikke-observerbar størrelse medfører dette at den må estimeres. Norges Bank⁶⁸ poengterer at problemstillingen i praksis kan løses ved, blant annet, å fastsette produksjonens trendmessige utvikling.

En mye benyttet metode tilknyttet trendberegning er Hodrick-Prescott-filteret (heretter HP-filter), som skiller mellom økonomisk trend og – sykluser i økonomiske tidsserier (Frøiland & Nymoen (2000), Bjørnland et al (2004) og Benedictow & Johansen (2005)). Fordelen med HP-filteret er at det er en univariat metode og benytter derfor kun data fra tidsserien i seg selv til å beregne trend, noe som gjør den til en relativt enkel og hyppig brukt metode for trendanalyse av økonomiske data. HP-filteret forutsetter at en tidsserie Y_t kan dekomponeres i en trendkomponent U_t og en syklisk komponent C_t – uttrykt i følgende likning i Frøiland & Nymoen (2000),

$$Y_t = U_t + C_t$$

HP-filteret tillater følgelig at man kan skille mellom permanente, trend, og temporære, sykliske, komponenter i en tidsserie. HP-metoden tillater gradvise endringer i potensiell produksjon over tid, mens kortsiktige fluktuasjoner antas å gjenspeile sykliske variasjoner for etterspørselen i økonomien⁶⁹. Framgangsmåten ved anvendelse av HP-filteret innebærer å finne den verdi på potensiell produksjon som minimerer avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon, samtidig som det legges begrensninger på hvor mye veksten i den potensielle produksjonen kan være. Minimeringsproblemet i HP-metoden er angitt som⁷⁰

$$\text{Min}\{Y_t^*\}_{t=1}^T \left\{ \sum_{t=1}^T (y_t - y_t^*)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(y_{t+1}^* - y_t^*) - (y_t^* - y_{t-1}^*)]^2 \right\}$$

Det første leddet i likningen er kvadratet av avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon, mens det andre leddet er kvadratet av endringen i veksten i potensiell produksjon.

λ er en parameter hvor $0 \leq \lambda \leq \infty$, som bestemmer hvor mye variasjon i trenden som tillates. Er $\lambda=0$ forstås det som at alle endringer i faktisk produksjon tolkes som endring i potensiell

⁶⁸ Norges Bank. (2004)

⁶⁹ Norges Bank. (2003)

⁷⁰ Frøiland & Nymoen (2000).

produksjon. Desto større lambda er, desto mindre variasjon tillates i trenden – og desto større vil et gitt produksjonsgap bli.

λ bestemmes følgelig eksogent, noe som er en svakhet ved HP-filteret, fordi metoden blir avhengig av kvalitativ vurdering av gjeldende parameter. Lambda settes for årlige dato til 100 som standard (Grytten, 2010C).

En annen ulempe med HP-metoden poengtert av blant annet Frøyland & Nymoen (2000) knytter seg til endepunktsproblematikk. Endepunktsproblematikken innebærer at nivået i potensiell produksjon blir mer påvirket av faktisk produksjon i endepunktene av datasettet enn i datasettet for øvrig. Dette har sin årsak i at HP-filteret benytter observasjoner både forover og bakover i tid for å beregne den potensielle produksjonen for et gitt tidspunkt. Mot endepunktene skapes problemene ved at det ellers tosidige HP-filteret opererer mer som et ensidig filter. Endepunktsproblematikken øker desto større λ beregningen baserer seg på (Bjørnland et al., 2004). Frøyland & Nymoen (2000) poengterer imidlertid at problemet knyttet til endepunktene kan løses ved å utvide dataserien og i analysedelen fokusere på et smalere intervall enn selve datamaterialet som ligger til grunn for beregningen.

10.7 Redegjørelse for regresjonsanalyse

Enkel regresjonsanalyse benyttes for å evaluere sammenhengen mellom en uavhengig variabel, X_k , en avhengig variabel, Y , og feilledet ε (Gripsrud et al, 2007). Regresjonsmodellen representeres av følgende likning

$$Y_i = \beta_0 + (\beta X_{ki}) + \epsilon_i$$

hvor β_0 er regresjonsmodellens konstantledd og angir den verdi som ville vært gjeldende for den avhengige variabel den uavhengige variabel var lik null. β er regresjonsmodellens parameter, som beskriver retningen og styrken på relasjonen mellom den uavhengige variabel og den avhengige variabelen. Feilledet ϵ_i inneholder alle andre faktorer enn X_{ki} , som påvirker Y . Regresjonsmodellens formål er i hovedsak å studere hvordan endringer i den uavhengige variabelen forklarer endringer i den avhengige variabelen.

Statistiske antagelser

Statistiske antagelser som må tilfredsstilles for at regresjonsanalysen skal være valid (Gripsrud et al, 2007) belyses i det følgende. (1) Feilleddet ϵ skal være gjennomsnittlig lik 0. (2) Variansen til feilleddet ϵ skal være konstant, hvilket innebærer fravær av heteroskedastisitet. (3) Feilleddet ϵ fra en observasjon kan videre ikke være korrelert med feilleddet ϵ fra en annen observasjon, hvilket innebærer fravær av autokorrelasjon. (4) Feilleddet ϵ skal være normalfordelt, (5) modellens uavhengige variabler $X_1, X_2, X_3 \dots X_k$ skal ikke være korrelert med feilleddet ϵ og (6) regresjonsligningen skal være lineær i parameterne.

Begrunnelse for anvendelse av multippel regresjonsanalyse

Formålet ved å anvende multippel regresjonsanalyse er for å teste om det eksisterer statistisk signifikant relasjon mellom totalt investeringsnivå i det norske PE-markedet og aktiviteten på Oslo Børs. Duffner (2003) understreket at VC er tett korrelert med aksjemarkedet. Under ren teoretisk antagelse skal aksjemarkedet reflektere nåverdien av forventede kontantstrømmer for selskapene på børsen, hvilket påvirkes av realøkonomisk utvikling. Vi har allerede studert brutto nasjonalprodukt mot Oslo Børs – hvor korrelasjonen er 0,7496. – og vi har også funnet korrelasjon på 0,745 mellom hovedindeksen (OSEBX) og total investert kapital innen PE over datasettet på 10 år.

Datasettet er på $N=10$ observasjoner fra 2001 til 2010. Vi har data for halvår 2011, men å inkludere årstallet i datasettet vil gi et skjevt bilde av serien. Dessverre har vi ikke data lenger bak enn 2001 hva gjelder totalt investeringsnivå, som er den avhengige variabelen vi ønsker å undersøke. Grunnet datasettets begrensede størrelse har vi utfordringer knyttet til regresjonsanalyse. Gripsrud et al (2007) poengterer at ved multippel regresjonsanalyse bør ratioen mellom antall observasjoner og uavhengige variabler være maksimalt 10 til 1, dvs. $N/k = 10$. Denne ratioen får vi ved å bruke regresjonsanalyse med en uavhengig variabel, og vi forholder oss som sådan til kun en uavhengig variabel.

Resultat regresjonsanalyse.

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Tot_Inv_Sum	3889,10	1918,246	10
OSEBX	299,060	133,2466	10

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.746 ^a	.557	.502	1353,953	1,078

a. Predictors: (Constant), OSEBX b. Dependent Variable: Tot_Inv_Sum

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	675,463	1099,714		,614	,556
	OSEBX	10,746	3,387	,746	3,173	,013

a. Dependent Variable: Tot_Inv_Sum

10.8 Respondentenes rangering av 25 evalueringskriterier

Kriterie	Rangering	Gjennomsnitt	Standardavvik
1	2	3,85	0,55
2	12	3,38	0,77
3	2	3,85	0,55
4	18	3,23	0,60
5	18	3,23	0,44
6	15	3,31	0,63
7	12	3,38	0,51
8	5	3,62	0,77
9	24	3,08	0,64
10	12	3,38	0,77
11	15	3,31	0,63
12	4	3,77	0,60
13	25	3,00	0,71
14	7	3,54	0,66
15	22	3,15	0,38
16	22	3,15	0,38
17	10	3,46	0,78
18	15	3,31	0,48
19	6	3,62	0,87
20	18	3,23	0,60
21	10	3,46	0,66
22	8	3,54	0,78
23	1	4,23	0,60
24	21	3,23	0,73
25	8	3,54	0,78

I følgende tabell er evalueringskriteriene rangert. Antall observasjoner hvert kriterium var 13, som nevnt i kapittel 6. Av hensyn til at datamengden ikke tillater statistisk analyse, skiller vi ikke mellom kriterier hva gjelder standardavvik. Rangeringen baserer seg ene og alene på observert gjennomsnitt. Er observert gjennomsnitt likt, rangeres kriteriene likt.

10.9 Krysskorrelasjonsanalyse 25 evalueringskriterier

Pearson Correlation

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
1	1,000																										
2	0,346	1,000																									
3	.729**	0,150	1,000																								
4	0,366	.697**	0,116	1,000																							
5	0,501	0,457	0,158	0,415	1,000																						
6	0,385	.596*	0,147	.679	.626	1,000																					
7	0,525	0,231	0,228	0,232	0,318	.643	1,000																				
8	0,436	0,130	0,241	.571	0,286	0,093	-0,231	1,000																			
9	0,036	.613	-0,198	-0,050	0,228	0,143	0,158	-0,443	1,000																		
10	0,150	0,293	0,346	0,515	0,457	.596	0,016	0,272	-0,235	1,000																	
11	0,147	-0,265	0,147	-0,204	0,325	-0,048	0,120	-0,079	-0,064	0,079	1,000																
12	-0,116	0,209	-0,366	0,393	0,220	0,204	0,042	0,153	0,050	0,209	-0,017	1,000															
13	0,212	0,460	0,000	.787**	0,537	.561	0,000	.614	-0,184	.614	-0,374	0,393	1,000														
14	0,473	.708**	0,245	0,502	.686**	.770**	.575	-0,051	0,485	0,379	0,370	0,130	0,179	1,000													
15	0,523	.645*	0,123	.570	.776**	.839**	0,539	0,222	0,293	0,356	-0,217	0,171	.628*	.646*	1,000												
16	0,123	0,366	0,123	-0,171	0,272	0,487	0,539	-.645	.640	0,067	0,135	-0,199	-0,314	.646*	0,409	1,000											
17	-0,015	0,376	-0,015	0,469	0,395	0,196	-0,277	0,323	-0,077	0,376	-0,144	.606*	.607*	0,125	0,308	-0,264	1,000										
18	0,505	.782**	0,505	.601	0,426	0,487	0,158	0,348	0,188	0,330	-0,339	-0,022	0,491	0,485	.640	0,178	0,481	1,000									
19	.558	.864**	0,213	0,504	.689**	0,538	0,364	0,134	.656	0,115	0,082	0,135	0,271	.826**	.707*	0,451	0,285	.706**	1,000								
20	0,116	0,515	0,116	0,071	0,415	.679	0,507	-0,515	.601	0,334	0,017	-0,071	0,000	.713**	.570	.940**	-0,069	0,312	0,504	1,000							
21	-0,473	-0,051	-0,245	0,130	-0,111	0,231	-0,077	-0,114	-0,288	0,278	-0,169	0,502	0,179	-0,044	0,026	0,026	0,525	0,040	-0,246	0,130	1,000						
22	-0,179	0,043	-0,179	0,427	0,339	0,314	-0,147	0,376	-0,425	0,462	-0,026	.648*	.607*	0,038	0,264	-0,308	.798**	0,189	-0,038	-0,110	.775**	1,000					
23	0,366	0,334	0,116	0,304	.732*	0,458	0,232	0,209	0,167	0,334	0,238	.625	0,393	0,502	.570	0,199	.648	0,312	0,504	0,304	0,340	.606*	1,000				
24	0,096	.725*	0,096	.635	0,081	.743	0,419	-0,127	0,317	0,426	-0,351	0,133	.589*	.589*	0,471	0,471	0,091	0,497	0,417	.635	0,281	0,057	0,059	1,000			
25	0,015	0,323	-0,179	0,248	0,339	.655	0,489	-0,323	0,245	0,183	-0,026	0,469	0,152	0,525	0,550	0,550	0,383	0,189	0,332	0,606	.613	0,447	.606	0,501	1,000		

* Signifikant på 5%-nivå (two-tailed)

** Signifikant på 1%-nivå (two-tailed)

10.10 Faktoranalyse

Faktoranalyse er en statistisk metode som kan benyttes for å analysere sammenhengen mellom et flertall variabler og forklare eventuelle sammenhenger med utgangspunkt i variablenes felles underliggende dimensjoner.

En faktormodell framstilles som et system av p ligninger, en for hver observert variabel, x_i . Antall faktorer q er mindre enn p , hvilket fordrer datareduksjon. Algebraisk blir dette:

$$x_i = \lambda_{1,1}F_1 + \lambda_{1,2}F_2 + \cdots + \lambda_{1,q}F_q + \delta_1$$

$$x_i = \lambda_{2,1}F_1 + \lambda_{2,2}F_2 + \cdots + \lambda_{2,q}F_q + \delta_2$$

$$x_i = \lambda_{p,1}F_1 + \lambda_{p,2}F_2 + \cdots + \lambda_{p,q}F_q + \delta_p$$

Variabelen $\lambda_{i,j}$ er faktorladningen og viser i hvilken grad variabelen x_i måler faktor F_j . Dersom alle variablene er standardiserte, og faktorene er ukorrelerte, vil faktorladningene angi korrelasjonen mellom x_i og F_j . Variabelen δ_2 er faktormodellens feilledd, som inkluderes på grunn av at det ikke alene kan antas at faktorene forklarer all variansen i hver variabel (Gripsrud et al, 2004).

I faktoranalysen anvender vi Varimax rotasjonsmetode, som er en ortogonal metode. Ortogonal rotasjonsmetode impliserer at faktorene roteres like mye, slik at vinkelen mellom faktorene er 90 grader og ukorrelerte. Varimax roterer faktorene slik at variasjonen i de kvadrerte faktorladningene blir stor (Gripsrud et al, 2004).

Faktoranalyse skiller mellom eksplorerende og bekreftende faktoranalyse. Vi forholder oss til eksplorerende faktoranalyse, på grunn av at vi ønsker å identifisere potensielle sammenhenger i evalueringskriteriene i analysen vår. Eksplorerende faktoranalyse kjennetegnes av at man utforsker dataene for å finne eventuelle sammenhenger uten å tilpasse dataene til en bestemt struktur (Gripsrud et al, 2004).

Ved faktoranalysen eliminerer vi faktorladninger som er 0,5 eller mindre i absolutt verdi. Dillon & Goldstein (1980; i Gripsrud et al, 2004) fremhever at faktorladning over 0,3 er et praktisk krav. Årsaken er på grunn av at faktorladningene må kontrolleres for statistisk signifikans. Statistisk signifikans kontrolleres for ved å behandle faktorladningene som en

korrelasjon. Vi øker følgelig kravet til 0,5 av hensyn til at vi har lite datamateriale og ønsker å være ekstra forsiktig med de resultater som fremkommer.

Total Variance Explained			
	Eigenverdi	% av VAR	Kumulativ
Faktor 1	3,792	34,475 %	34,475 %
Faktor 2	2,789	25,352 %	59,827 %
Faktor 3	2,218	20,160 %	79,987 %

Total Variance Explained angir hvor stor andel av variasjonen i variablene faktorene evner å forklare. Kumulativt forklarer faktorene 79,987 % av variasjonen i datasettet. En vanlig utvelgelsesmetode innen faktoranalyse er å ekskludere dimensjoner med egenverdi lavere enn 1 (Gripsrud et al, 2004). Vi har benyttet oss av denne tommelfingerregelen.

10.11 Cronbachs alfa

Cronbachs alfa er en koeffisient som benyttes for å måle reliabilitet. Metoden bygger på den gjennomsnittlige korrelasjonen mellom alle spørsmål, eller items, i en undersøkelse og antallet utsagn. Reliabilitetskoeffisienten gir indikasjonen på hvilke spørsmål som er lavt korrelert med andre spørsmål, og som derav muligens bør utelates ved videre analyser.

Reliabilitetsmålet Cronbachs alfa, α , beregnes etter følgende formel

$$\alpha = \frac{a}{a-1} \left(1 - \frac{a}{a+2b} \right)$$

hvor a er antallet indikatorer, items, og b er summen av korrelasjonene mellom indikatorene.

Ved reliabilitetstesten beregner vi Cronbachs alfa for variablene innenfor hver av de tre faktorene. Gripsrud et al (2004) fremhever at alfa ideelt skal være større enn 0,7 for at resultatene er reliabel. Derimot skal ikke alfa være for nære 1. Implikasjonen er at dersom alfa er nær 1, kan det tyde på at variablene er for like hverandre og derav ikke fanger opp hele begrepets domene som ønskes undersøkt av operasjonaliserte spørsmål. Forfatterne poengterer at ved å forlange at alfa ikke er nær 1, håper man å unngå at slikt er tilfellet.

10.12 Spørreundersøkelsen

01.12.11

Survey | Qualtrics Survey Software

Denne studien er rettet mot private equity selskaper som investerer i porteføljeselskaper. Vær vennlig å besvar hvert spørsmål på så gode estimater som dere kan og fokuser på de investeringene dere gjør mest av. Dette er veldig viktig med tanke på avgrensningen vi har gjort i denne studien.

Spørreskjemaet er delt inn i flere seksjoner. Først spør vi om bakgrunnsinformasjon for fondet. Deretter stiller vi spørsmål om hvorvidt finanskrisen har påvirket fondets virksomhet generelt, og i forhold til spesifikke kriterier som bedriften det investeres i sin ledelse, markedet bedriften opererer i, produktet bedriften leverer, risiko tilknyttet investeringen og finansielle aspekter. Avslutningsvis lar vi dere få muligheten til å komme med øvrige innspill.

Vi har valgt å stille spørsmålene på ulike måter gjennom spørreskjemaet. I noen tilfeller stiller vi spørsmål som skal besvares med tekst, i andre tilfeller bli du bedt om å rangere ulike svaralternativer fra 1 til 5 etter hvor viktig dere vurderer kriteriet.

Skalaen er konstruert slik at: "I hvilken grad har følgende faktorer fått endret betydning etter finanskrisen?"

- 1 = Liten
- 2 = Mindre
- 3 = Uendret
- 4 = Større
- 5 = Stor

Deres respons på undersøkelsen er svært viktig for oss, og alle som besvarer den vil motta resultatet av undersøkelsen når dataene er bearbeidet. Vi håper og tror at resultatet av undersøkelsen kan være til nytte for dere.

Alle som besvarer spørsmålene vil bli anonymisert i masteroppgaven og rapporten dere vil motta. Den eneste grunnen til at vi spør om navn på fondet dere representerer er fordi vi skal ha muligheten til å sende en påminnelse til dem som ikke har besvart, og for å sende resultatet av undersøkelsen til kun de som besvarer spørsmålene.

Bakgrunnsinformasjon

Hva heter fondet du representerer?

Ranger følgende private equity markeder med hensyn til hva deres virksomhet har mest fokus på. Sett 1 som viktigst og fire som minst viktig.

Såkom

Buyout

Annet

Investerte dere i andre sektorer før, som dere ikke gjør etter finanskrisen? Hvis ja, kryss av for gjeldende sektor.

- IT
- Telekommunikasjon
- Bioteknologi/life science
- Olje

01.12.11

Survey | Qualtrics Survey Software

- Energi
- Miljøteknologi
- Andre sektorer

Hvilke sektorer opererer dere hovedsakelig innenfor idag? (merk av det som gjelder)

- IT
- Telekommunikasjon
- Bioteknologi/life science
- Olje
- Energi
- Miljøteknologi
- Andre sektorer
- Ingen bestemt sektor

Hvor mange bedrifter vurderer/analyserer dere lett/overfladisk hvert år? Ca antall.

Hvor mange bedrifter vurderer/analyserer dere grundig hvert år? Ca antall.

Hvor mange bedrifter forhandler/due dilligence/lager dere avtale med hvert år? Ca antall

Hvor mange bedrifter investerer dere i hvert år? Ca antall.

Hvor stor resterende kommitert kapitalbase har deres fond i dag? (NOK)

- <50 millioner 50 - 100 millioner 100 - 500 millioner 500 - 1 000 millioner >1 milliard
-

Hvor lenge har deres fond vært aktivt innen Private Equity

- <2 år 2-4 år 4-6 år 8-10 år >10 år
-

Har dere noen retningslinjer på minimumskrav som bedriftene må oppfylle når de søker om kapital?

Finanskrisens innvirkning på private equity sektoren

I denne seksjonen ønsker vi at dere skal svare på hvordan finanskrisen har påvirket dere.

Er det flere eller færre bedrifter som aktivt oppsøker dere nå enn før finanskrisen?

Færre

Uendret

Flere

Søker dere nå i større grad aktivt etter potensielle bedrifter å investere i enn før finanskrisen?

Færre

Uendret

Flere

Investerer dere i flere eller færre nye bedrifter etter finanskrisen?

Færre

Uendret

Flere

Gjennomfører dere flere eller færre oppfølgingsinvesteringer i eksisterende porteføljeselskaper etter finanskrisen?

Færre

Uendret

Flere

Er det blitt viktigere nå, enn før finanskrisen, at også en annen Private Equity-aktør investerer sammen med dere i bedriften når dere foretar investeringsbeslutningen?

Ja

Nei

Vet ikke

Investerer dere mer eller mindre i Norge nå enn før finanskrisen?

Mindre

Uendret

Mer

Opererer kun i Norge

>>

Hvilke metoder benyttes for å vurdere bedriften? Merk av alle alternativer som er gjeldende

- Gjennomgå forretningsplan
- Møte med investeringsprospektets ledelse
- Sammenligne forretningsplanen med tidligere investeringer
- Rådføre seg med personlige nettverk
- Ekstern due diligence
- Kvantitativ verdsettelse
- Andre

Gjennomføres det grundigere screening/due diligence nå enn før finanskrisen?

Ja

Nei

Vet ikke

Hvis ja, på hvilke områder blir det gjort grundigere due diligence?

- Gjennomgå forretningsplan
- Møte med investeringsprospektets ledelse
- Sammenligne forretningsplanen med tidligere investeringer
- Rådføre seg med personlige nettverk
- Ekstern due diligence
- Kvantitativ verdsettelse
- Andre

Er det bransjer eller type bedrifter som dere prinsipielt ikke vil investere i nå, men som dere kunne ha investert i før finanskrisen?

Ja

Nei

Vet ikke



Hvorfor unngår dere evt å investere i noen typer bransjer eller bedrifter?

Hvilket avkastningskrav benytter dere når dere verdsetter en investeringskandidat (minimum IRR, hurdle rate). Oppgi om WACC og egenkapitalkrav etter skatt. Oppgi i %.

Ved screening/due diligence-prosessen av en bedrift beskriver faglitteraturen utvalgsriterier. Vennligst ranger følgende utvalgsriterier med hensyn til hva du/dere vurderer som viktigst. Sett 1 som mest viktig og 9 som minst viktig.

Ledelsen - F.eks kompetanse, track record, commitment

Markedet - F. eks stimuleres nytt marked/first mover, markedets vekstpotensial, makroøkonomisk innvirkning

Produktet/tjenesten - F.eks unikhet, differensiert, eksisterer det velfungerende prototype, konkurransefortrinn

Konkurranse - Konkurranseintensitet i markedet, markedets aksept for nytt produkt, trussel fra etablerte markedsaktører

Kunder - Customer approval, markedsakspekt

Strategi - Entreprenørens strategiplan; f.eks strategisk posisjonering

Avkastning - Avkastningsestimater gitt fra entreprenør

Exitstrategi - Timing av exitmuligheter, sannsynlighet for suksessfull exit og potensielle exitalternativer

Avtalen - Kvaliteten på avtalen mellom Private Equity-forvaltningshuset og entreprenøren

Bedriftens ledelse:

Vi benytter entreprenøren som en samlebetegnelse på ledelsen, entreprenørteamet eller eventuelt et lederteam ansatt av entreprenøren hos investeringskandidaten.

I hvilken grad har følgende faktorer fått endret betydning etter finanskrisen?

- 1 = Liten
- 2 = Mindre
- 3 = Uendret
- 4 = Større
- 5 = Stor

Entreprenørens evne til å evaluere og respondere på risiko

1 2 3 4 5

Entreprenørens evne til å utvikle porteføljeselskapet fra stadiet som nyetablering til modent selskap

1 2 3 4 5

01.12.11

Survey | Qualtrics Survey Software

Entreprenørens evne til å reagere på endringer i de økonomiske omgivelsene for bedriften

1 2 3 4 5

Entreprenørens track record er relevant for målmarkedet

1 2 3 4 5

Entreprenørens kompetanse i lederteamet er balansert

1 2 3 4 5

Entreprenørens personlige motivasjon

1 2 3 4 5

Entreprenørens eierskap i entreprenørbedriften

1 2 3 4 5

Markedet

I hvilken grad har følgende faktorer fått endret betydning etter finanskrisen?

- 1 = Liten
- 2 = Mindre
- 3 = Uendret
- 4 = Større
- 5 = Stor

Bedriften opererer i et etablert marked

1 2 3 4 5

Bedriften identifiserer et nytt marked og realiserer et "first movers advantage"

1 2 3 4 5

Markedets vekst på evalueringstidspunktet og estimert vekstpotensial

1 2 3 4 5

Eksisterende konkurrerende bedrifters strategiske reaksjon på bedriftens inntreden i markedet

1 2 3 4 5

01.12.11

Survey | Qualtrics Survey Software

<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

Makroøkonomisk innvirkning på bedriftens målmarked

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Betydningen av bedriftens geografiske lokalisering i forhold til fondet

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Produktet

I hvilken grad har følgende faktorer fått endret betydning etter finanskrisen?

- 1 = Liten
- 2 = Mindre
- 3 = Uendret
- 4 = Større
- 5 = Stor

Produktet er unikt/veldifferensiert

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Produktets grad av imitasjon (sannsynligheten for at produktet kan kopieres)

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Produktet er patentbeskyttet

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Bedriften har klarert at de har tilgang til ressursene som behøves for å produsere og/eller distribuere produktet

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Estimerte kostnader for å utvikle/produsere produktet

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Produktet er skalerbart

1	2	3	4	5
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Produktet klassifiseres som high-tech

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Risiko

Risiko knyttet til investering i bedriften før finanskrisen; Ranger følgende risiko fra 1 minst til 5 mest

Competitive risk; Risiko tilknyttet konkurrenter og konkurranse

Bail-out risk; Risiko tilknyttet tidspunktet og strategi hva gjelder exit

Investment risk; Risiko tilknyttet sannsynlighet for at investeringen går tapt

Management risk; Risiko tilknyttet entreprenørselskapets ledelse

Implementation risk; Risiko knyttet til implementering av produktet

Risiko knyttet til investering i bedriften etter finanskrisen; Ranger følgende risiko fra 1 minst til 5 mest

Competitive risk; Risiko tilknyttet konkurrenter og konkurranse

Bail-out risk; Risiko tilknyttet tidspunktet og strategi hva gjelder exit

Investment risk; Risiko tilknyttet sannsynlighet for at investeringen går tapt

Management risk; Risiko tilknyttet entreprenørselskapets ledelse

Implementation risk; Risiko knyttet til implementering av produktet

Finans

I hvilken grad har følgende faktorer fått endret betydning etter finanskrisen?

1 = Liten

2 = Mindre

3 = Uendret

4 = Større

5 = Stor

Investeringssummens størrelse

1 2 3 4 5

Nåværende drifts- og resultatmarginer i bedriften

1 2 3 4 5

Nåværende finansiering av bedriften

1 2 3 4 5

Estimert avkastningsstørrelse ved exit

1 2 3 4 5

01.12.11

Survey | Qualtrics Survey Software



Fondets tillitt til fakta som presenteres i bedriftens forretningsplan

1



2



3



4



5



Annet

Finnes det andre faktorer som dere vurderer som viktig når dere evaluerer en bedrift?

Har dere iverksatt noen tiltak som følge av finanskrisen i deres organisasjon som ikke fremkommer av dette spørreskjemaet?

Takk for at du tok deg tid til å besvare denne undersøkelsen. Dersom du har noen kommentarer, eller spørsmål forøvrig, om undersøkelsen kan du benytte tekstboksen under, eller ta kontakt med oss direkte.

Cecilie Fagerbakke; TLF: 480 07 710 // E-post: s081912@stud.nhh.no
Christian O. Gausdal; TLF: 924 44 603 // E-post: s073194@stud.nhh.no

