Hållbara investeringar: VC-bolagens roll

En kvalitativ studie om Venture Capital-bolagens hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag

Författare: **Mikael Kullås (980927) och Konrad Mattsson (981002)**

VT23

Företagsekonomi, Självständigt arbete, avancerad nivå, 30 HP

Ämne: Företagsekonomi, Ekonomistyrning

Handelshögskolan vid Örebro universitet

Handledare: Kristian Kallenberg

Rättande lärare: Hans Englund

Examinator: Magnus Hansson

Förord

Vi vill i första hand rikta vår största tacksamhet till vår handledare och vår bisittare, Kristian Kallenberg och Magnus Frostenson, som alltid har varit hjälpsamma, engagerade och givit oss konstruktiv kritik för att utveckla studiens kvalitet. Fortsättningsvis riktar vi även ett tack till våra opponenter som även de har hjälpt oss att tänka utifrån nya perspektiv. Ett stort tack riktas även till de respondenter som deltagit i denna studie.

Örebro Universitet - Maj 2023

Mikael Kullås & Konrad Mattsson

Abstract

The Venture Capital-market is focused on small firms with limited resources; therefore, resource efficiency and control are highly regarded. With the upcoming regulations related to sustainability, a development of the understanding for sustainability management is necessary. This study aims to explore how Venture Capital-firms use Management Control Systems to manage sustainability towards their portfolio companies. The study also regards different access to information between Venture Capital-firms and their portfolio companies, also known as information asymmetries. The study is of qualitative character and based on semi-structured interviews to collect data that was processed through a content analysis. The findings explain how Venture Capital-firms balance control systems to achieve optimal sustainability management. The conclusion is that there is no optimal solution that can be implemented by any company, rather it depends on the specific situation that the Venture Capital-firm and the portfolio company appears to be in. The conclusions also show that the beliefs system is a vital part of sustainability management, and that it may be the basis for the other systems.

Keywords: Venture Capital, Management Control Systems, Sustainable Management Control Systems, Levers of Control, Information asymmetry.

Innehållsförteckning

1. Inledning **6**
1.1. Bakgrund 6
1.2. Problematisering 9
1.3. Studiens syfte 11
1.4. Forskningsfråga 11
1.5. Avgränsningar 12
2. Teoretisk referensram **13**
2.1. Tidigare forskning 13
2.1.1. Informationsasymmetri 14
2.2. Management Control Systems 15
2.3. Simons' Levers of Control 16
2.3.1. Värdebaserade kontrollsystem 16
2.3.2. Gränssättande kontrollsystem 17
2.3.3. Diagnostiska kontrollsystem 17
2.3.4. Interaktiva kontrollsystem 18
2.3.5. Utveckling av Levers Of Control 18
2.3.6. Sustainability Management Control Systems 19
2.4. Sammanfattning av den teoretiska referensramen 21
2.5. Studiens teoretiska analysmodell 22
3. Metod **23**
3.1. Metodval 23
3.2. Litteratursökning 24
3.3. Urval 24
3.4. Intervjustruktur 25
3.4.1. Intervjuguide, se bilaga 1 26
3.5. Analysmetod 26
3.6. Etiska överväganden 28
3.7. Studiens trovärdighet 29
4. Empiri **31**
4.1. Inledning till empiri 31
4.2. Vision 31
4.3. Hållbarhetsmål 33
4.4. Kontroll 34
4.4.1. Intressekonflikter 35
4.5. Stöd & Rådgivning 36
4.6. Rapportering och uppföljning 37
5. Analys **40**
5.1. Inledning 40
5.2. Värdebaserade kontrollsystem 41
5.2.1. Företag 2 41
5.2.2. Företag 3 41
5.2.3. Företag 4a och 4b 42

5.2.4. Företag 5 42
5.2.5. Jämförande analys av värdebaserade kontrollsystem 42
5.3. Gränssättande kontrollsystem 43
5.3.1. Företag 2 43
5.3.2. Företag 3 43
5.3.3. Företag 4a och 4b 44
5.3.4. Företag 5 44
5.3.5. Jämförande analys av gränssättande kontrollsystem 45
5.4. Diagnostiska kontrollsystem 45
5.4.1. Företag 2 45
5.4.2. Företag 3 46
5.4.3. Företag 4a och 4b 46
5.4.4. Företag 5 47
5.4.5. Diagnostiska incitamentsprogram 47
5.4.6. Jämförande analys av diagnostiska kontrollsystem 47
5.5. Interaktiva kontrollsystem 48
5.5.1. Företag 2 48
5.5.2. Företag 3 49
5.5.3. Företag 4a och 4b 50
5.5.4. Företag 5 50
5.5.5. Jämförande analys av interaktiva kontrollsystem 51
5.6. Interaktion mellan kontrollsystem 52
5.7. Balans på företagsnivå 53
6. Slutsats och slutdiskussion 55
6.1. Slutsatser 55
6.2. Slutdiskussion 56
7. Studiens begränsningar, bidrag och framtida forskning 58
7.1. Begränsningar 58
7.2. Teoretiskt bidrag 58
7.3. Praktiskt bidrag 59
7.4. Förslag till vidare forskning 59
8. Författardeklaration 60
Referenslista 61
Appendix 66

1. Inledning

Följande avsnitt innehåller en beskrivning av bakgrunden till studien och en förklaring av problemet som mynnar ut i studiens syfte och forskningsfråga. Inledningen avslutas genom att definiera avgränsningarna som har tillämpats.

1.1. Bakgrund

Svenska småföretag med 0–49 anställda utgjorde år 2019 arbetsgivare för cirka 45 procent av näringslivet, och stod för cirka 40 procent av både omsättning och förädlingsvärde (Tillväxtverket, 2022). Enligt Ertan (2021) utgör små och medelstora företag en viktig del av en nations ekonomiska tillväxt. Detta påstående förstärks av Svenskt Näringsliv (n.d.), som hävdar att små och medelstora företag är avgörande för Sveriges näringsliv och att dessa företag har rätt förutsättningar för att utvecklas är nödvändigt.

En avgörande faktor för den svenska småföretagssektorns tillväxt är tillgången till kapital. Enligt Svenska Bankföreningen (2020) stod riskkapital för åtta procent av finansieringen till företag i Sverige år 2018. De visar även att små och medelstora företag har svårt att få finansiering från banker. Enligt Ertan (2021) har införandet av den nya redovisningsstandarden IFRS 9 år 2018 inneburit att banker behöver göra större avsättningar för eventuella framtida kreditförluster. Implementeringen av IFRS 9 ledde även till att bankernas utlåning till små och medelstora företag minskade med 16 procent. En minskad utlåning till små och medelstora företag kan därför innebära en ökad efterfrågan av riskkapital för dessa företag.

Riskkapital är en bekant metod för små och medelstora företag att resa kapital, utöver exempelvis banklån eller statliga subventioner. De två främsta typerna av riskkapitalbolag är Venture Capital (VC) och Private Equity (PE). Riskkapitalbolagen stödjer sina portföljbolag genom att tillföra kompetens och kapital. Även om VC- och PE-bolag båda är riskkapitalbolag, finns det generella skillnader i deras affärsmodeller. PE-bolag arbetar främst med stabila bolag med högre mognadsgrad, där de hjälper till att tillföra kapital för investeringar, öka rörelsekapitalet, stärka balansräkningar och vara behjälpliga vid ägandekonflikter. VC-bolags verksamhet är i stället riktad mot nystartade och små företag som har tillväxtpotential och behöver finansiering och kompetens för att växa (Klonowski, 2010).

PE- och VC-bolag är betydande aktörer i Sveriges näringsliv. Sedan 2007 har de investerat 420 miljarder kronor i Sverige, vilket motsvarar 4,7 procent av Sveriges totala BNP. Portföljbolagen som PE och VC-bolagen investerar i sysselsätter cirka 240 000 personer (Swedish Private Equity & Venture Capital Association, 2022). Sverige överträffar andra OECD-länder (Organization for Economic Cooperation and Development) i termer av total investeringsstorlek, och 2021 investerade VC-bolag mer än dubbelt så mycket i Sverige jämfört med OECD-genomsnittet (OECD, n.d.). Enligt en rapport från Tillväxtanalys (2023) stod icke-publika VC-bolag för cirka 34 procent av den totala summan som investerades i

svenska bolag under 2021, medan statliga investeringar svarade för cirka sex procent och utländska investeringar för cirka 60 procent. Detta indikerar en hög grad av internationell närvaro i Sveriges investeringslandskap, där utländska investerare har en betydande inverkan på tillväxten i svenska företag.

Historiskt har VC-bolag generellt varit mer aktiva inom det land där de är verksamma. En stor anledning till detta är den geografiska fördelen av att vara nära sina portföljbolag, för att kunna tillföra mervärde i form av exempelvis stöd och rådgivning. På senare tid har tillgängligheten för globala informationsflöden gjort det enklare för utländska investerare att agera på flera marknader och därmed investera internationellt (Mäkelä & Maula, 2006). Utländska investerare tenderar att inte leda investeringar, utan i stället ta en mindre ägarandel och en passiv roll. De inhemska VC-bolagen är mer sannolika att vara aktiva i sina portföljbolag fram till ett utköp eller börsintroduktion (Cumming & Dai, 2010; Devigne, Manigart & Wright, 2016).

Trots de generella skillnaderna i tillvägagångssätten mellan inhemska och internationella VC-bolag har tidigare forskning kunnat fastställa tre huvudsakliga faser i deras investeringsprocess. Den första fasen består av sållning, där VC-bolagen eliminerar mindre intressanta företag utifrån satta kriterier (Fried & Hisrich, 1994; Klonowski, 2007; Tyebjee & Bruno, 1984). Denna bedömningsprocess kan utföras genom två distinkta strategier, antingen genom en negativ granskning, där icke-kompatibla företag avlägsnas, eller genom en positiv granskning, där företag som uppfyller kriterierna aktivt väljs ut (Botsari & Lang, 2020). Dessa strategier är av central betydelse för VC-bolagens riskhantering och utgör en väsentlig del av deras initiala investeringsarbete (Proksch, Stranz, Pinkwart & Schefczyk, 2016).

Fas två av VC-bolagens investeringscykel inleds med en investering i ett företag och kallas post-investment. Under denna fas uppvisar portföljbolaget ofta en stark tillväxt, trots att det finansiella resultatet inte alltid reflekterar denna tillväxt. Denna omständighet kan motiveras av positiva hållbarhetsaspekter som stärker portföljbolagets affärsmodeller. Under post-investment fasen övervakar VC-bolagen portföljbolaget och spelar en aktiv roll i strategiska beslut genom aktivt ägande, ägarstyrning och rådgivning. Utöver detta erbjuder VC-bolag ofta nätverksbyggande och operativt stöd till portföljbolaget (Proksch et al. 2016). Den tredje och slutliga fasen kännetecknas av VC-bolagens uttåg ur portföljbolaget, vilket ofta sker genom uppköp eller börsnotering när portföljbolaget har uppnått en tillräcklig mognadsgrad. Om ett bolag inte anses vara ekonomiskt hållbart, är konkurs och likvidering också ett möjligt utfall i detta stadie (Klonowski, 2010).

Generellt kan VC-bolagens investeringsstrategi sammanfattas till att investera i unga tillväxtföretag för att sedan ha en aktiv roll i deras tillväxtresa tills de är tillräckligt mogna för att mindre riskvilliga aktörer ska ta över (Klonowski, 2010). Denna strategi, som lägger stort fokus på lönsamhet och avkastning, kan idag anses utdaterad och otillräcklig för att tillfredsställa VC-bolagens intressenter (Worldfavor, n.d.). Anledningen är att det globala företagsklimatet på senare tid har förändrats. Fokus har skiftat från att maximera värdet för aktieägarna till ett bredare perspektiv där företag tar hänsyn till andra intressenter än

ägarkretsen. Företag fokuserar i högre grad på hur de kan arbeta med hållbarhet, hur de tar ansvar för sin omgivning och hur de påverkar sina intressenter. Dessa förändringar i företagsklimatet kan sammanfattas under konceptet Corporate Social Responsibility (CSR) (Borglund et al. 2021).

CSR är ett brett koncept och graden av engagemang varierar mellan företag. Inom ramen för CSR finns det företag som enbart arbetar med hållbarhet för att det krävs av dem, men det finns även företag där hållbarhet är nära kopplat till kärnverksamheten. Företag kan implementera ett aktivt hållbarhetsarbete i varierande grad inom konceptet. Tidigare forskning har visat att det finns en positiv korrelation hos företag som har ett aktivt hållbarhetsarbete och finansiell lönsamhet (Anon, 2021). Shared Value är ett begrepp som förklarar denna typ av företag, det innebär att de ökar sin konkurrenskraft samtidigt som de bidrar till bättre ekonomiska och sociala förhållanden i sina marknader. Hållbarhetsarbetet finns i kärnan av affärsmodellen och företagsstrategin (Porter & Kramer, 2011).

Ett populärt koncept för hållbarhet är ESG som står för *Environment, Social* och *Governance*. Begreppet kan anses vara ett samlingsnamn för hållbara investeringsstrategier och medför en tydlighet i vad företag ska arbeta med för att främja hållbar utveckling. Begreppet ESG används flitigt inom forskningen, ofta i samband med investeringar kopplat till hållbarhet (Mansouri & Momtaz, 2022; Schanzenbach & Sitkoff, 2020; Schramade, 2016). Vidare förekommer också ESG inom företagsrapportering och är en drivande faktor i utvecklingen (Arvidsson & Dumay, 2022).

Till följd av det ökade intresset för hållbart företagande har det under de senaste två decennierna utvecklats lagar, direktiv och ramverk för att säkerställa att utvecklingen av hållbart företagande drivs framåt. Utvecklingen kontrolleras av såväl statliga som icke-statliga organisationer (Borglund et al. 2021). Parisavtalet är ett initiativ med grund i hållbar utveckling, det infördes efter beslut under FNs klimatkonferens 2015 och innebär nya initiativ för att minska de aktuella klimatförändringarna. Det resulterade i målsättningen att den globala uppvärmningen som mest får öka med 1,5 °C. Avtalet är lagstadgat mellan FN:s 193 medlemsländer, med slutmålet att stoppa global uppvärmning (United Nations, n.d.).

Utöver Parisavtalet står FN även bakom Sustainable Development Goals (SDG). SDG är ett ramverk bestående av mål kopplade till olika aspekter av hållbarhet. SDG härstammar från 2015 då FN:s medlemsländer godkände Agenda 2030. Agenda 2030 och SDG består av 17 övergripande mål, 169 delmål och 244 indikatorer som gemensamt skapar riktmärken för organisationers hållbara utveckling (FN, 2021). Vidare används SDG av företag som ett verktyg för att integrera, kommunicera, mäta och planera sitt bidrag till en hållbar utveckling. Agenda 2030 ska hjälpa aktörer i ländernas ekonomier och bistår med en grundlig plan för hur en hållbar framtid ska uppnås för planeten, dess befolkning och ekonomin (United Nations, 2015).

En del av den hållbara utvecklingen sker i det finansiella systemet. För att adressera det på en global nivå har FN utformat direktivet *Principles for Responsible Investment* (PRI). PRI är ett

ramverk bestående av sex principer som ska vägleda företag i implementeringen av ESG i sin investeringsprocess. De sex principerna följs av ett antal förslag på för hur varje princip ska införlivas. En av principerna innefattar aktivt ägande kopplat till hållbarhet där ägare uppmuntras till att vara delaktiga i processer för att utveckla policys och standarder. PRI grundades i ett sammankallande av FN:s generalsekreterare år 2005 och har utvecklats utifrån det (Principles for Responsible Investment, n.d.).

I linje med FN:s strategi har även EU fastställt tydliga målsättningar för hur fossila utsläpp ska minskas. För att nå dessa målsättningar har direktiv skapats som syftar till att styra företagen i rätt riktning. Kopplat till hållbarhetsredovisning har företag tidigare följt *Non Financial Reporting Directive* (NFRD). Direktivet anses ha svagheter vilket har föranlett att EU-kommissionen ersatt direktivet med *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD). CSRD kommer att beröra fler företag och tydligare specificera kraven för vad hållbarhetsredovisningen ska innehålla (Almér, n.d.).

Ytterligare ett direktiv från EU är taxonomiförordningen, som har utvecklats för att fortsätta främja en minskad negativ klimatpåverkan av företags verksamheter, men även för främjandet av finansiellt hållbara investeringar (Regeringskansliet, 2022). Syftet med taxonomin är att klassificera om en ekonomisk verksamhet är miljömässigt hållbar utifrån sex miljömål, dessa mål ska hjälpa investerare att identifiera miljömässigt hållbara investeringar (Finansinspektionen, 2022b; Regeringskansliet, 2022). Två av miljömålen är klimatrelaterade och har implementerats som krav i hållbarhetsredovisningen hos de företag som omfattas av Årsredovisningslagen. De berörda miljömålen är *begränsning av klimatförändringar* och *anpassning till klimatförändringar* (Finansinspektionen, 2022b). Utöver taxonomiförordningen planeras även en ny taxonomi som fokuserar på sociala aspekter i investeringar. Den ska skapa en högre grad av medvetenhet kring hållbara investeringar ur ett socialt perspektiv (Funds Europe, 2022).

1.2. Problematisering

I Sverige är det lagstadgat att bolag som uppfyller specifika kriterier ska upprätta en hållbarhetsrapport i enlighet med årsredovisningslagen (SFS 2022:1028). Dessa kriterier riktar sig till större bolag. Ett kommande direktiv som ska tillämpas av företag som omfattas av Årsredovisningslagens kriterier om att upprätta en hållbarhetsrapport är Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Det innebär att företag ska identifiera hållbarhetsfaktorer i sin egen verksamhet och integrera dessa i hanteringen av hållbarhetsrisker i relevanta processer (Finansinspektionen, 2022a). Utöver CSRD, är även taxonomiförordningen ett krav för de företag som omfattas av årsredovisningslagens krav på hållbarhetsrapportering (Regeringskansliet, 2022).

CSRD och taxonomiförordningen i kombination med standarder från Global Reporting Initiative (GRI) sätter press på företag genom ökade krav på transparens. CSRD, taxonomin och GRI innebär i längden att även små och medelstora noterade bolag ska följa dessa krav.

Det kan därmed vara en tidsfråga när det börjar gälla även för onoterade bolag (Finansinspektionen, 2022a).

I nuläget finns det inga motsvarande krav på hållbarhetsredovisning för mindre företag. Trots detta är hållbarhet ett aktuellt koncept som implementeras för att utveckla affärsidéer, stärka varumärken, kommunicera medvetenhet till intressenter och vinna konkurrensfördelar vilket gynnar företagen affärsmässigt (Mansouri & Momtaz, 2022). Hållbarhetsarbete kan vara en prioriterad fråga för att generera värde i ett tidigt skede för mindre företag, nackdelen är att det är resurskrävande. Det innebär att många mindre företag har svårt att prioritera den typen av verksamhet utan att lönsamheten påverkas negativt (Arvidsson & Dumay, 2022).

Trots att hållbarhetsarbete är resurskrävande och mindre företag generellt inte har utrymme att prioritera det, är små företag adaptiva och flexibla. Det gör att de lättare kan anpassa sig och implementera konkurrenskraftiga hållbarhetsaspekter i sina affärsmodeller, något som tar längre tid för större företag som förlitar sig på en trögrörlig forskning och utveckling (Battisti, Nirino, Leonidou & Thrassou, 2022). Det gör att mindre företag är viktiga för utvecklingen av ESG-initiativ eftersom de kan reagera direkt på händelser, direktiv och påtryckningar. Det ger även VC-bolag en viktig roll i sammanhanget eftersom de har möjligheten att tillföra kapital och kompetens för att bygga hållbara affärsmodeller i små företag.

Battisti et al. (2022) visar att VC-bolagsägande har en positiv effekt på hållbarhetsarbete, jämfört med företag utan VC-ägande. Det stärks även av Kortum och Lerner (2000) som visar att VC-bolag har en betydligt högre effektivitet gällande innovation och nyskapande än forskning och utveckling i större bolag. En del av VC-bolagens effektivitet kopplat till hållbarhetsarbete och innovation kan härledas till deras operationella involvering i portföljbolagen.

Klonowski (2010) förklarar att VC-bolag ofta representeras i portföljbolagens styrelser och att de därifrån kan engagera sig i portföljbolagens operationella verksamhet. Under styrelsemöten kan de påverka verksamheten, ställa krav och föra en kontinuerlig dialog med portföljbolagen. Att VC-bolagen är nära den operationella verksamheten i portföljbolagen är nödvändigt för att kunna möta de utmaningar och risker som kan uppstå i små tillväxtbolag. De Clerq och Manigart (2007) förklarar att VC-bolagen också involverar sig i portföljbolagens strategiska arbete och att engagemanget är viktigt för att skapa värde.

Tidigare forskning visar att VC-bolags stöd och kontrollerande åtgärder leder till en ökad sannolikhet för att portföljbolagen ska kunna växa och nå mognad. Det är till stor del på grund av den erfarenhet och kunskap som de besitter (Gompers & Lerner, 2002; Klonowski, 2010). Det är av ytterligare vikt när ett portföljbolag riskerar konkurs, då VC-bolagens kontrollsystem nyttjas i högre grad (Proksch et al. 2016; Kaplan & Strömberg, 2003). Vidare professionaliserar även VC-bolagen ledningen hos sina portföljbolag och kan implementera incitamentsprogram för att kontrollera motivationen i portföljbolagen (Arthurs & Busenitz, 2003; Cumming, 2010; Kaplan & Strömberg, 2001).

Enligt Cumming (2010) tenderar VC-bolag att utforma investeringskriterier utifrån ett övervägande av deras kontrollbehov i portföljbolagen. De kan därmed säkerställa högre rösträtt i styrelsen och således mer kontroll i portföljbolag där risken för intressekonflikter med företagsledning och övriga styrelsemedlemmar är hög. VC-bolagens högre mandat till kontroll utnyttjas således för att säkerställa att portföljbolagen agerar i linje med den uppsatta strategin. Det kan exempelvis innebära att ledningsposter byts ut, trots att det kan vara konflikterande med entreprenörens intresse.

Som tidigare nämnt kan den operationella involveringen i portföljbolagen skilja sig mellan VC-bolag som investerar på sin inhemska eller på en internationell marknad. VC-bolag som investerar på sin inhemska marknad fokuserar på att motivera personal och hantera kriser, de ser större vikt i att tillsätta en branschkunnig styrelsemedlem, de fokuserar även mer på redovisningsmässiga regler (Pruthi, Wright & Lockett, 2003). Till skillnad från inhemska VC-bolag tenderar internationellt aktiva VC-bolag i större utsträckning att begränsa sina portföljbolag och ha större fokus på ökad avkastning åt ägarna (Pruthi, Wright & Lockett, 2003). Enligt Devigne, Manigart och Wright (2016) tenderar inhemska europeiska VC-bolag att ha en starkare emotionell och social koppling till portföljbolagen, vilket rimligtvis kan förklaras av en högre operationell involvering.

Utöver att VC-bolag är viktiga intressenter för portföljbolagen, är deras operationella involvering kopplad till styrning, vilket definieras i litteraturen om *management control systems* (MCS). För närvarande finns det en relativt begränsad förståelse av hur hållbarhetsstyrning tillämpas i svenska VC-bolag. Samtidigt berör VC-bolag flera aspekter inom finansiering och företagsekonomi, de utmanas av höga nivåer av informationsasymmetri, risk och immateriella tillgångar vilket gör dem till ett intressant forskningsobjekt ur ett teoretiskt perspektiv (Kaplan & Lerner, 2016). Riskerna kan delvis hänföras till att små företag generellt är svåra att bedöma och utvärdera. Det är svårt att förutse framtida utmaningar vilket ökar behovet för insyn och kontroll (Klonowski, 2010).

Med hänsyn till att Sveriges företagsklimat har hög representation av små företag och att kraven på hållbarhet inom näringslivet ökar, är det intressant och nödvändigt att undersöka samt beskriva VC-bolagens arbete med hållbarhetsstyrning i sina portföljbolag.

1.3. Studiens syfte

Utifrån problemformuleringen är syftet med denna studie att beskriva hur svenska, icke-publika Venture Capital-bolag använder kontrollsystem utifrån Simons LOC-ramverk för att styra hållbarhetsarbetet i sina portföljbolag. Studien ämnar även att undersöka dynamiken mellan kontrollsystemen och placera behovet av hållbarhetsstyrning i en bredare kontext utifrån agentteorins antaganden kring informationsasymmetri.

1.4. Forskningsfråga

Hur arbetar Venture Capital-bolag med hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag?

1.5. Avgränsningar

Vissa empiriska avgränsningar har gjorts för att öka aktualiteten och verifierbarheten för hela studien samt tillgängligheten av data. Till att börja med har studien avgränsats mot svenska VC-bolag då de har en fördelaktig geografisk tillgänglighet. Utöver den geografiska aspekten har det inte gjorts motsvarande forskning på den svenska marknaden vilket ytterligare motiverar en sådan avgränsning. En för bred empirisk utgångspunkt riskerar bristande kvalitet och reliabilitet vilket också talar för att den svenska marknaden är lämplig att avgränsa sig till. Fortsättningsvis har icke-publika VC-bolag varit underlag för forskningsområdet. Inom VC-bolag har det skett en avgränsning mot de bolag som haft en tydlig hållbarhetsprofil.

2. Teoretisk referensram

Följande avsnitt innehåller studiens teoretiska referensram. Inom studiens forskningsfält finns det tidigare forskning som behandlar studiens begrepp separat. Delar av tidigare forskning som är relevant för denna studie kommer att presenteras för att kunna integrera de olika begreppen. Första delen behandlar tidigare forskning relaterat till Venture Capital-bolag och deras processer, främst inriktat mot post investment-fasen. Den andra delen definierar kontrollsystem, vilket mynnar ut i en utvecklad version av Simons (1995) Levers of Control, som är studiens teoretiska ramverk. Avslutningsvis sammanfattas alla delar och studiens analysmodell presenteras.

2.1. Tidigare forskning

VC-bolag är vanligtvis uppbyggda efter en liknande struktur. Kapitalet som de förvaltar kommer från investeringar av delägarna i VC-bolagen (Sahlman, 1990). Det är VC-bolagen som erhåller de ekonomiska rättigheterna i portföljbolagen och agerar aktiva ägare (Ecclers & Viviers, 2011; Sahlman, 1990). VC-bolagens delägare tenderar att ha höga avkastningskrav i sina investeringar. För att bemöta de höga avkastningskraven tenderar VC-bolagen att investera i små, snabbväxande och riskfyllda företag (Klonowski, 2010).

Tidsperioden för VC-bolagens ägande i portföljbolag varierar men uppgår generellt till tio år. Under den perioden förser VC-bolaget sina portföljbolag med kapital, övervakning, mentorskap och stöd för att på sikt öka värdet i bolagen. VC-bolagen kan använda olika metoder för att påverka sina portföljbolag, men att de representeras i portföljbolagens styrelser är vanligt förekommande. Efter tio-årsperioden har portföljbolagen ofta skalats upp och växt ifrån VC-bolagens expertis (Da Rin, Hellman & Puri, 2011).

VC-bolagens engagemang i sina portföljbolag är även viktigt kopplat till entreprenörs- och affärsrisken. Det är svårt att förutse framtida affärsutmaningar, men för att skapa de bästa förutsättningarna utifrån VC-bolagens strategi krävs det insyn och kontroll i portföljbolagen (Klonowski, 2010). En stabiliserande faktor kopplat till affärsrisken är portföljbolagets kassaflöden och operationella intäkter, när det är under kontroll minskar riskerna för rekonstruktion och ytterligare externt kapitalbehov (Gompers & Lerner, 2002).

Ytterligare en faktor som motiverar VC-bolagen att ha hög grad av insyn och kontroll i portföljbolagen är utmaningen kopplat till låg likviditet. Efter en investering är det en lång process innan portföljbolag är tillräckligt mogna för att köpas upp eller introduceras till börsen. Under denna process kan det vara svårt att sälja vidare bolaget. Dels på grund av att det generella ekonomiska klimatet alltid är dynamiskt, men det är även lägre efterfrågan på ett instabilt och inkomplett företag jämfört med ett vinstdrivande och stabilt företag (Gompers & Lerner, 2002; Klonowski, 2010).

En generellt viktig variabel inom investeringar är riskhantering. Som tidigare nämnt är VC-bolags investeringsobjekt ofta förknippade med hög risk, således är riskhantering centralt för

VC-bolag. Det finns olika strategier för riskhantering, Proksch et al. (2016) förklarar att diversifiering av investeringar är en central metod. Det innebär att VC-bolagen delar upp sitt investerade kapital i olika branscher och marknader. Författarna förklarar även att investeringar kan struktureras med konvertibla lån eller preferensaktier vilket också minskar risken för förluster. En tydlig exitstrategi är också av vikt för att inte stanna kvar i en olönsam investering. Sammantaget är tydliga riskhanteringsprocesser med riktlinjer till beslutsfattare viktigt för att minimera risker och investeringar i olämpliga bolag (Proksch et al. 2016).

Utöver formella riskhanteringsstrategier är även humankapital viktigt i VC-bolag. Investeringschefers erfarenhet, teknologiska expertis och nätverksbredd har en korrelation med investeringars prestation (Proksch et al. 2016). VC-bolag kan utnyttja sina nätverk för att tillsätta kompetent ledningspersonal i sina portföljbolag. Det innebär att VC-bolagen exempelvis kan förbättra förutsättningarna för sina portföljbolag genom att tillsätta branschkunniga personer i portföljbolagen (Cumming, 2010)

2.1.1. Informationsasymmetri

En ytterligare aspekt av risk är informationsasymmetri, investerare står generellt sett inför en informationsasymmetri gentemot företagsledningen i portföljbolagen. Information om potentiella investeringsobjekt för VC-bolag är ofta ojämnt fördelad mellan parter och officiell information är ofta begränsad. Det innebär att risker kopplat till informationsasymmetri är högst aktuellt i relationen mellan VC-bolag och portföljbolag. Informationsasymmetri mellan investerare och entreprenörer är även en huvudsaklig anledning till att små företag har ekonomiska begränsningar (Glücksman, 2020).

Agentproblemet förklarar relationen mellan en agent och en principal, där informationsasymmetri sinsemellan gör det möjligt för agenten att handla i eget intresse med principalens medel. Kopplat till agentteorin och relationen mellan VC-bolag och deras portföljbolag antar VC-bolagen rollen som principal och portföljbolagen antar rollen som agent. VC-bolagens intresse är att deras kapital ska förvaltas på det mest effektiva sättet utefter den bestämda strategin men utan åtgärder kan entreprenörerna i portföljbolagen teoretiskt sätt handla utifrån eget intresse (Crombie & Geeki, 2010; Glücksman, 2020). Enligt Cumming och Johan (2008) har även VC-bolag som lyckas minska informationsasymmetri bättre förutsättningar för lyckosamma investeringar.

Enligt Arthurs och Busenitz (2003) har VC-bolagen och entreprenörerna i portföljbolagen ofta samma mål, de vill båda uppnå en hög värdering på företaget. När parterna delar mål bör det teoretiskt sett inte finnas incitament för portföljbolaget att utnyttja en informationsasymmetri för egen nytta. Agentproblemet kan därmed antas vara irrelevant då det förutsätter att agenten och principalen har olika mål. Trots det menar författarna att det finns en övergripande risk att portföljbolagen agerar utifrån eget intresse på bekostnad av VC-bolagen. Att entreprenörer i portföljbolag agerar utifrån eget intresse innebär i praktiken att de utför aktiviteter som gynnar dem själva i stället för att främja värdeskapande i företaget. Det kan exempelvis innebära investeringar som inte går i linje med VC-bolagets strategi, men det kan också innebära generellt negativa beteenden som skadar VC-bolaget (Glücksman, 2020).

Glücksman (2020) förklarar även att målkongruens och tillit är två faktorer som kraftigt minskar riskerna kopplade till informationsasymmetri. När parterna delar samma mål och vision minskar riskerna att portföljbolagen agerar utifrån eget intresse. Författaren belyser samtidigt att perfekt målkongruens kan vara svår att uppnå och är ovanligt i branschen. Det leder till ett ökat behov av kontroll för VC-bolagen. För att kontrollera att portföljbolagen agerar utifrån VC-bolagens intresse och strategi kan det krävas åtgärder, något som förklaras utförligare under nästkommande rubrik.

2.2. Management Control Systems

Kreativa och innovativa organisationer har tidigare sammankopplats med framgång, prestation och överlevnad. Utifrån det perspektivet har hårda kontrollsystem begränsat utrymmet för kreativitet och innovation i organisationer (Anderson, Potočnik & Zhou, 2014). VC-bolags portföljbolag karakteriseras ofta av innovation, tillväxt och högt risktagande. För att öka sannolikheten till lyckosamma investeringar tenderar VC-bolag att kontrollera sina portföljbolag (Gompers & Lerner, 2002; Klonowski, 2010). Speklé, van Elten och Widener (2017) förklarar att kontrollsystem möjliggör att en organisation kan främja kreativitet under kontrollerade omständigheter. Vidare beskriver författarna att kontrollsystem kan användas som verktyg för att balansera kontroll och kreativitet på ett ekonomiskt hållbart sätt som säkerställer fortsatt innovation och utveckling.

Forskningsfältet inom *management control systems* (MCS) är brett, där forskare undersöker begreppet, hur kontrollsystemen kan integreras med olika aspekter och hur det utvecklas med tiden (Chenhall, Hall & Smith, 2010; Malmi & Brown, 2008; Simons, 1995; Umans, Smith, Andersson & Planken, 2020). En äldre definition av MCS från Anthony (1965; se Langfield-Smith, 1997, s. 208) lyder "[...] *the process by which managers ensure that resources are obtained and used effectively and efficiently in the accomplishment of the organisation's objectives".*

Kontrollsystemen kan därför anses vara verktyg som företag kan använda för att planera och optimera sin verksamhet. MCS styr de centrala delarna av organisationer genom att kontrollverktyg integreras till hela system. Ett sådant system består av flera komponenter som fyller olika syften och kan skilja sig mellan organisationer (Chenhall, 2003).

Det finns angränsande begrepp till MCS som ligger till grund för systemet. Två av dessa är *management accounting* och *management accounting systems*, de har en tydlig koppling till varandra. *Management accounting* innehåller bland annat budgetering och kostnadskalkylering, medan *management accounting systems* anses vara en konsekvent process av detta som genomförs för att uppnå ett visst mål. *Organisational control* är ett annat begrepp med koppling till MCS, det syftar till kontroller som är integrerade i aktiviteter. Utifrån det anses MCS vara en påbyggnad på dessa tidigare system, som tar hänsyn till fler delar, det vill säga att MCS behandlar även icke-finansiella kontrollverktyg, social kontroll bland annat (Chenhall, 2003).

Vidare kan kontrollsystem kategoriseras mellan organiska och mekaniska. De mekaniska bygger på formella regler, standardiserade processer och rutiner vilket betyder att de är av hårdare karaktär. De organiska systemen är i stället mer adaptiva och innehåller färre regler och standardprocedurer. Författaren visar att entreprenöriella företag med en snävare strategi tenderar att föredra striktare kontroll genom organiska system. Det förklaras som att företagen vill begränsa överdriven kreativitet med strikt kontroll men samtidigt främja innovation och lärande inom de strategiska gränserna för ett organiskt system (Chenhall, 2003).

2.3. Simons' Levers of Control

Forskningen inom ekonomistyrning har resulterat i flera olika ramverk för kontroll, ett av dessa är Simons (1995) *Levers of Control* (LOC). Författarens ramverk består av fyra separata kontrollsystem som används på olika sätt för att kontrollera verksamheter. Ramverkets beståndsdelar är *värdebaserade kontrollsystem, gränssättande kontrollsystem, diagnostiska kontrollsystem* och *interaktiva kontrollsystem.* Kontrollsystemen delas även upp i negativa och positiva kontroller som agerar motpoler och reglerar dynamiken i organisationen. De positiva kontrollerna ämnar motivera och vägleda organisationen medan de negativa kontrollerna begränsar och kontrollerar organisationen (Chenhall, 2003; Simons, 1995). De olika systemen kan förklaras enligt följande:

2.3.1. Värdebaserade kontrollsystem

Dessa syftar till att inspirera, förstärka och ge medarbetare en generell vägledning mot organisationens vision och värderingar. Det formar medarbetarnas och ledningens beteenden samt präglar hela organisationskulturen (Beusch, Frisk, Rosén & Dilla, 2022; Pešalj, Pavlov & Micheli, 2018; Simons, 1995; Tuomela, 2005). Ledningsgrupper i företag blir mer beroende av starka medarbetare som på eget initiativ hittar nya strategiska möjligheter och stärker företagets konkurrenskraft. Det innebär att medarbetare från alla delar av företaget måste dela värdegrund (Simons, 1995). Sheehan (2006) utvecklar den ståndpunkten och menar att en av ledningens viktigaste uppgifter är att anställa rätt personer för verksamheten och avskeda dem som inte bidrar positivt. En ytterligare viktig uppgift för ledningen är att handla efter företagets värderingar och visa på goda exempel, detta är av vikt eftersom medarbetare tenderar att replikera deras ledare (Simons, 1995).

Värdebaserade kontrollsystem kan implementeras i både små och stora organisationer. Stora organisationer tenderar att ha större behov av värdebaserade kontrollsystem eftersom de måste kommunicera med flera medarbetare (Simons, 1995). Genom att inkorporera värdebaserade kontrollsystem kan företag bli stabilare och tryggare genom att medarbetare involveras och blir delaktiga i organisationskulturen. Systemen kan även stödja vid organisationsförändringar genom att stimulera diskussion och främja nytänkande. Sammanfattningsvis anses värdebaserade kontrollsystem vara en positiv kraft som hjälper ledningen att få klarhet i organisationens värderingar (Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019; Simons, 1995).

2.3.2. Gränssättande kontrollsystem

Består av företagets formella och strikta strukturer som definierar gränser gentemot anställda, andra företag och intressenter. Gränssättande kontrollsystem kategoriseras som en negativ kraft (Sheehan, 2006). Det syftar till att begränsa medarbetares kreativitet och kan ta skepnad i exempelvis legala eller operationella ramverk. Ett vanligt förekommande gränssättande kontrollsystem är uppförandekoder, de kan användas för att begränsa riskfyllda beteenden hos anställda som kan sätta företags överlevnad på spel (Beusch et al. 2022; Pešalj, Pavlov & Micheli, 2018; Simons, 1995; Tuomela, 2005). Ju högre risk en aktivitet medför, desto tydligare behöver de gränssättande systemen vara. För att öka tydligheten kan företag exempelvis publicera uppförandekoder på sin webbplats eller på det fysiska kontoret, de kan kommunicera dem i årsredovisningen eller erbjuda träningstillfällen. Företag kan även formulera avtal och begära underskrifter från medarbetare (Sheehan, 2006).

Ett annat gränssättande kontrollsystem är ett företags affärsmodell, som beskriver vilka kunder företaget riktar sig till, vilket värde de tillför och hur de skapar det inom olika geografiska områden. Genom att utveckla och anpassa affärsmodellen ger det tydliga riktlinjer för var ledningen behöver investera sin tid och företagets resurser (Sheehan, 2006).

Gränssättande kontrollsystem kan liknas med bromsar på en bil. Utan dem kan ett företag inte drivas framåt i hög hastighet (Simons, 1995). Gränssättande kontrollsystem kan även användas för att kontrollera leverantörer och externa intressenter. Det ger ett verktyg för att försäkra att strategin ur ett bredare perspektiv följs samt att även utomstående parter lever upp till företagets standarder (Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

2.3.3. Diagnostiska kontrollsystem

Består av system som syftar till att övervaka och kontrollera arbetet i organisationen, en negativ kraft. Det kan exempelvis vara budgetar och rapportering (Simons, 1995). Diagnostiska kontrollsystem består ofta av prestationsmått som framställs och analyseras för att jämföras inom organisationen eller mot externa mål (Beusch et al. 2022; Pešalj, Pavlov & Micheli, 2018). Även Tuomela (2005) menar att en grundläggande del av diagnostiska kontrollsystem är att de ska resultera i mätbara värden och prestationsmått, både finansiella och icke-finansiella. Simons (1995) förklarar att ledningen kan ge företaget bra förutsättningar genom att utforma sina mätsystem efter tre principer. Mätsystem måste vara nära kopplat till strategiska mål, innehålla kvantifierbara data och slutligen måste medarbetarna kunna påverka variablerna för att ge mätsystemet relevans. Kaplan och Norton (1996) utvecklar detta och menar att ledningen måste mäta effekter av handlingarna som leder till strategiska framgångar för att medarbetarna ska arbeta mot målen.

Diagnostiska kontrollsystem ger även möjlighet för ledningen att implementera incitamentsprogram. Ledningen kan införa mål kopplat till prestationsmått och belöningar när målen uppfylls. Detta ger ledningen ett kraftfullt forum att förmedla företagets strategi och samtidigt motivera medarbetare. Det gör även att medarbetare hålls ansvariga för sina handlingar, både ur negativ och positiv bemärkelse (Simons, 1995). Samtidigt som medarbetare kan belönas vid måluppfyllnad kan ledningen även följa upp mål som inte har

uppfyllts och korrigera avvikelser (Mankins & Steele, 2005). Gogio (2003) menar att väl utformade diagnostiska kontrollsystem möjliggör för ledningen att rikta mer resurser och uppmärksamhet mot att undersöka och korrigera avvikelser. Vidare förklarar författaren att prestationsmått måste användas med varsamhet och deras koppling till strategin måste vara noga utvärderad innan implementering. Exempelvis kan ett företag kortsiktigt öka sin vinst genom att bortse från långsiktiga investeringar. Effekten av detta kan tolkas som positiv men på lång sikt vara förödande för en verksamhet.

2.3.4. Interaktiva kontrollsystem

Består av system för intern kommunikation som ska säkerställa att fokuset i organisationen ligger rätt gentemot strategin, vilket anses vara en positiv kraft (Simons, 1995). Optimal interaktiv kontroll kräver att ledningen interagerar med samtliga operativa chefer i företaget för att identifiera förändring och utvecklingsmöjligheter, som kan leda fram till nya strategier (Sheehan, 2006). Det ger även ledningen chansen att prioritera frågor mot de anställda och få en uppfattning om externa hot mot verksamheten samt att utnyttja strategiskt lönsamma möjligheter (Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019; Sheehan, 2006). Sheth och Sisodia (2005) identifierar sex externa hot som kan skada ett företags verksamhet. Hoten består av förändringar i regelverk, minskat stöd från investerare, ökad konkurrens, teknologisk utveckling, ökande globalisering och förändringar i kundens preferenser. Hot för ett företag kan dock utgöra möjligheter för ett annat företag, om det identifieras proaktivt och företagsstrategier hinner anpassas. Interaktiv kontroll bidrar med möjligheten för företag att undvika hot och samtidigt utnyttja möjligheter (Sheehan, 2006).

Utöver detta syftar interaktiv kontroll även till att stimulera lärande och innovation i organisationen. En stor del av interaktiva kontrollsystem är att stimulera diskussioner som leder till lärande i organisationer (Beusch et al. 2022; Simons, 1995; Tuomela, 2005). Pešalj, Pavlov och Micheli (2018) menar att detta kontrollsystem även bidrar med en minskad strategisk osäkerhet genom att belysa föränderlig information och möjliggöra diskussion och uppföljning kring nya strategiska beslut. Sheehan (2006) belyser vikten av interaktiva kontrollsystem när omvärlden förändras, för att kunna stabilisera påverkan i sitt eget företag.

2.3.5. Utveckling av Levers Of Control

Dessa kontrollsystem har olika och till stor del motsatta syften, vilket även resulterar i kontrakrafter i organisationen. *Värdebaserade kontrollsystem* och *interaktiva kontrollsystem* skapar positiva och inspirerande krafter, medan diagnostiska *kontrollsystem* och *gränssättande kontrollsystem* begränsar och kontrollerar dessa krafter. Detta fenomen ger ledningen möjligheten att anpassa balansen mellan de olika krafterna i organisationen för att navigera runt nya förutsättningar och behålla kontroll över företagets strategi. Balansen mellan kontrollsystemen varierar mellan organisationer beroende på hur strategin är utformad (Simons, 1995).

Användningen av kontrollsystem kan således spegla ett företags strategi. En företagsstrategi som uppmuntrar innovation och lärande kan med fördel fokusera på värdebaserade och interaktiva kontrollsystem. Det stimulerar kreativitet, främjar en trivsam organisationskultur

och ger verktyg för att hantera föränderliga kontextuella faktorer. Det ger medarbetare frihet under ansvar. Däremot är diagnostiska och gränssättande kontrollsystem avgörande i ett företag där strategin är inriktad på att kontrollera och uppnå mätbara mål. Det är väsentligt för att verksamheten ska undvika risker och minimera potentiella skador (Simons, 1995).

Utöver att utgöra en balans, kan även kontrollsystem agera i samspel med varandra. Pešalj, Pavlov och Micheli (2018) förklarar årsredovisningen som ett exempel av en kombination av system. Årsredovisningen innehåller företagets vision, deras strategiska beslut och specifika mål, samtidigt presenteras räkenskaper och nyckeltal. Årsredovisningen blir därmed ett *värdebaserat-* och *diagnostiskt kontrollsystem,* har företaget även en revisor som kontrollerar och lämnar åsikter får årsredovisningen även en interaktiv aspekt. Widener (2007) förklarar att v*ärdebaserade-* och *diagnostiska kontrollsystem* kan användas på ett interaktivt sätt för att öka företags prestation, vilket visar på vikten av att upprätthålla dialog och diskussion i organisationer.

Simons (1995) LOC-ramverk har reviderats av senare forskare för att anpassa det till dagens organisationer, det har visat att ramverket är dynamiskt och går att applicera i flera kontexter (Arjaliès & Mundy, 2013; Crombie & Geekie, 2010; Gond, Grubnic, Herzig & Moon, 2012; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Crombie och Geekie (2010) utforskar LOC-ramverket utifrån ett ägarstyrningsperspektiv. Författarna menar att LOC-ramverket är ett nyttigt verktyg för att förstå hur en företagsstyrelse kan hantera ledningens beteende och bibehålla en bättre kontroll över företaget. De förklarar att företagsstyrelser kan använda sig av LOC-ramverket för att hantera spänningar mellan styrelsens intentioner och ledningens intentioner. Det kan till exempel vara kopplat till intressekonflikter mellan styrelsen och ledningen, det kan även ge insikter om styrelsens effektivitet (Crombie & Geekie, 2010). LOC-ramverket har även utvecklats för att förklara styrning och kontroll kopplat till hållbarhet, vilket utvecklas i nästa avsnitt.

2.3.6. Sustainability Management Control Systems

De senaste åren har forskningen kring hållbarhet växt fram till en framstående del av den företagsekonomiska vetenskapsgrenen, i takt med detta har forskningen kring hållbarhetsrapportering och extern kommunikation av hållbarhetsarbete tagit fart. Samtidigt som kommunikation är en betydande del av hållbart företagande har forskning även riktats åt interna processer och kontrollsystem för hållbart företagande (Asiaei, O'Connor, Moghaddam, Bontis & Sidhu, 2022; Gond et al. 2012).

Ett sätt att undersöka företagsinterna processer kopplade till hållbarhet är genom MCS. Traditionellt sett har syftet med MCS varit att vägleda företag mot ekonomiska och finansiella mål. De har inte varit utformade för att inkludera hållbarhetsfaktorer och därmed inte heller varit användbara vid hållbara aspekter av strategi (Gond et al. 2012). Den bristen i MCS har intresserat forskare att undersöka kontrollsystem som går att applicera på hållbarhet, även kallat *Sustainability Management Control Systems*, hädanefter refererat till som SMCS (Beusch et al. 2022; Johnstone, 2019). Företag blir allt flitigare på att implementera hållbarhetsaspekter i sina strategier, enligt Lueg och Radlach (2015) är SMCS ett nödvändigt

verktyg för att implementera en hållbar strategi i företag. Författarna menar även att hållbar utveckling integreras i företagskulturen genom initiativ och kommunikation från överordnade, likt ett *värdebaserat kontrollsystem* (Simons, 1995).

Företags förhållande till CSR har inflytande på deras beslutstagande och prestationer, därför bör hållbarhet vara en viktig komponent i företagens strategier (Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Det finns ramverk och initiativ kopplade till hållbart företagande för att underlätta integreringen av hållbarhet i strategin. Författarna förklarar att företag använder interna prestationsmått kopplade till officiella ramverk och standarder, exempelvis PRI och SDG-målen. Det leder till att organisationen får en närmare koppling till ramverken. Författarna belyser dock svårigheter med att framställa kvantitativa mått i ett bredare hållbarhetsperspektiv då många aspekter består av mjuka värden, det leder till att mätbarheten kopplat till CSR har brister.

Arjaliès och Mundy (2013) och Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) undersöker hur MCS kan användas för att hantera hållbarhetsstyrning i företag. De finner att företagen implementerar kontrollsystem för att hantera processer utifrån företagens CSR-strategier. Detta sker enligt författarna på olika sätt i organisationer, exempelvis genom rapporteringsprocesser, uppförandekoder och legala begränsningar.

Värdebaserade kontrollsystem är ett viktigt verktyg för att förankra ett företags hållbarhetsstrategi bland medarbetarna och sprida en konsensus kring hållbarhet på en operationell nivå (Simons, 1995). En gedigen hållbarhetsstrategi måste engagera samtliga medarbetare och koppla an till företagskulturen, det möjliggörs genom värdebaserade kontrollsystem (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Värdebaserade kontrollsystem kan ta form genom exempelvis konferenser och utbildningar som förmedlar företagets vision och värdegrund kring hållbarhet (Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Även Beusch et al. (2021) finner bevis för att företag integrerar hållbara aspekter i sina värdebaserade system.

Gränssättande kontrollsystem används av överordnade genom implementering av formella och explicita ramverk kopplat till hållbarhetsstrategin. Det kan exempelvis vara utformat som juridiska dokument och uppförandekoder. Syftet är att sätta gränser för medarbetare i verksamheten i linje med hållbarhetsstrategin, något som är särskilt viktigt när ett företags anseende står på spel (Arjaliès & Mundy, 2013; Beusch et al. 2021; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). För att påminna medarbetarna om företagets ansvar, kan även företag inkludera risker kopplade till att ignorera hållbarhetsaspekter i sina interna rapporter (Arjaliès & Mundy, 2013). Enligt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) kan gränssättande kontrollsystem användas gentemot leverantörer och övriga intressenter för att kontrollera ett bredare hållbarhetsarbete. Ur ett riskperspektiv är detta av vikt då ett företags intressenter också är en del av dess verksamhet.

Diagnostiska kontrollsystem används genom intern rapportering mellan operationella divisioner och dess överordnade, även extern rapportering är en form av diagnostiska

kontrollsystem. Rapporteringen jämförs i interna prestationsmått och nyckeltal mellan avdelningar men även mot externa mål (Arjaliès & Mundy, 2013; Beusch et al. 2021). Enligt Piecyk och Björklund (2015) kan nyckeltal utifrån ett hållbarhetsintegrerat diagnostiska kontrollsystem vara kopplat till utsläpp, mångfald och arbetsmiljö. Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) förklarar att företag är mer benägna att använda prestationsmått kopplade till miljömässig hållbarhet och att mått kopplade till social hållbarhet används i lägre utsträckning.

Arjaliès och Mundy (2013) visar även att diagnostiska kontrollsystem har en kritisk roll i hanteringen av en hållbar strategi men uppnår inte samma nivå av integrering i företag. Sämre integrering kan bland annat innebära att hållbarhetsmått inte kan föras vidare till incitamentsprogram. Incitamentsprogram kopplade till hållbarhetsmål har enligt Derchi, Zoni och Dossi (2021) en positiv korrelation med bättre CSR-arbete, vilket belyser dess potential i en organisation.

Interaktiva kontrollsystem nyttjas genom återkommande diskussioner mellan operationella chefer och dess överordnade för att främja hållbarhetsstrategin i företagen. Företag kan använda sig av intranätsystem där medarbetare delar med sig av erfarenheter kopplat till den hållbara strategin. Företag med gedigna interaktiva kontrollsystem är i konstant intern dialog och anammar framväxande idéer och strategiska möjligheter kopplat till hållbarhet (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Beusch et al. (2021) förklarar att dialog och diskussion mellan hierarkinivåer i företag är viktigt för att hållbarhetsstrategin inte ska försummas.

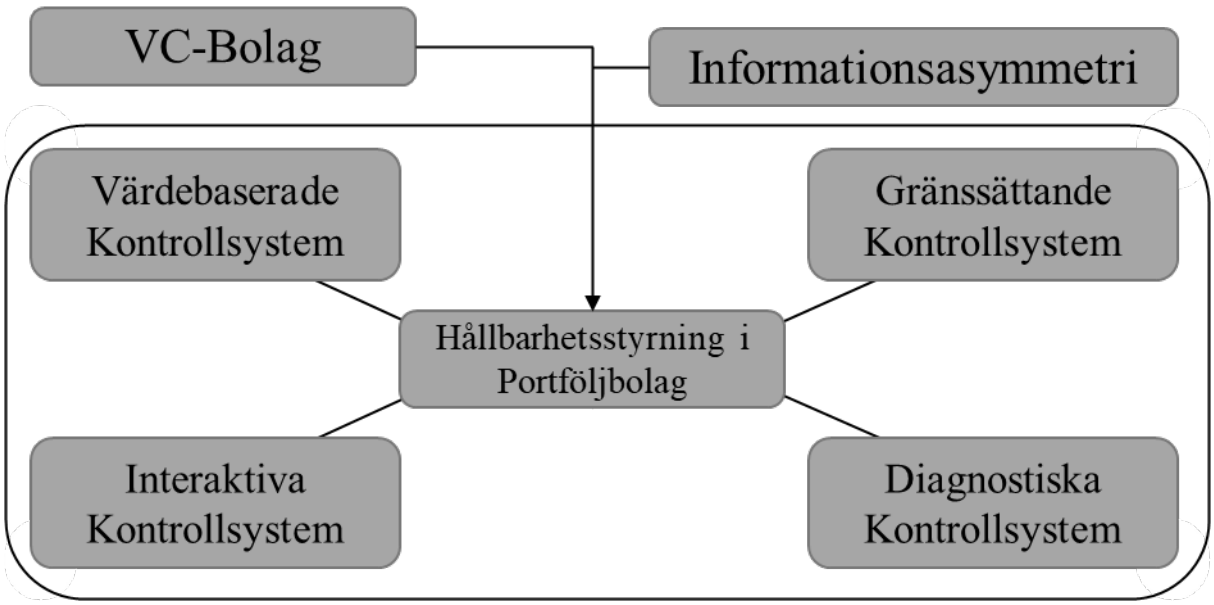
2.4. Sammanfattning av den teoretiska referensramen

Studien har sin ursprungliga teoretiska grund i *Management Control Systems* (MCS) och Simons (1995) *Levers of Control*-ramverk. Eftersom MCS traditionellt sett endast tar hänsyn till kontroller kopplat till ekonomisk vinst har studiens teoretiska grund behövt utvecklas till *Sustainability Management Control Systems* (SMCS). För att kunna ta hänsyn till aspekter kopplat till hållbarhetsstyrning har Simons (1995) LOC-ramverk utvecklats utifrån tillämpningar av Arjaliès och Mundy (2013) samt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019). Grundprinciperna i ramverket består, men de olika systemen utvecklas för att inkludera kontroll av hållbarhetsaspekter. Vidare har studien en teoretisk förankring i agentteorins antaganden om informationsasymmetri. Agentteorin tillämpas för att förklara hur behovet av hållbarhetsstyrning ökar eller minskar i relation till transparensen från portföljbolagen. För att analysera studiens empiri har en analysmodell konstruerats med grund i Simons (1995) LOC-ramverk och presenteras under rubrik 2.5.

2.5. Studiens teoretiska analysmodell

Studiens analysmodell har konstruerats med grund i Simons (1995) modellering av LOC-ramverket (*Figur 1)*. De olika kontrollsystemen karaktäriseras utifrån vad de har för betydelse för VC-bolagens hållbarhetsstyrning. I studiens analysmodell förklarar de fyra kontrollsystemen hur VC-bolag använder hållbarhetsstyrning i sina portföljbolag. Därmed

kan ett företags hållbarhetsstyrning inte grundas i ett enskilt kontrollsystem, utan de kompletterar och påverkas av varandra. *VC-bolag* står utanför kontrollsystemen och pilen mot *hållbarhetsstyrning i portföljbolag* poängterar att det är VC-bolagens hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag som analyseras med hjälp av modellen. Vidare symboliserar *informationsasymmetri* en påverkande variabel i VC-bolagens hållbarhetsstyrning. Analysmodellen är relevant för studien då den kan förklara hur VC-bolagen tillämpar kontrollsystem kopplade till hållbarhetsstyrning i sina portföljbolag, och hur de anpassar dessa efter graden av informationsasymmetri som existerar mellan dem och portföljbolagen.



Figur 1: Egenkonstruerad analysmodell (Simons, 1995)

3. Metod

Följande avsnitt innehåller de metodologiska val för denna studie. Det börjar med metodvalen. Litteratursökningen och dess avgränsningar leder sedan vidare till studiens urval, som förklarar vilka kriterier som har använts. Intervjustrukturen förklaras i detalj och sedan tas valet av analysmetoden upp. Därefter diskuteras de etiska överväganden som har tagits i beaktning samt studiens trovärdighet och vad som har gjorts för att öka den.

3.1. Metodval

Studien har en beskrivande karaktär med målet att generera ny kunskap genom att analysera den insamlade empirin och utifrån det förstå hur VC-bolag använder hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag. Utifrån studiens karaktär passade därmed en kvalitativ forskningsstrategi då syftet var att söka ny kunskap och beskriva fenomenet. Bryman och Bell (2017) menar att en kvalitativ strategi minskar tvetydigheten i studier och ger möjligheten att empirinära och djupgående analysera den kvalitativa data som insamlats. Ytterligare ett argument för en kvalitativ forskningsstrategi var att studien ämnade till att besvara *hur* hållbarhetsrelaterade kontrollsystem tillämpas, vilket kan vara problematiskt genom kvantitativa strategier då de inte skapar en lika djupgående förståelse.

Den kvalitativa forskningsstrategin och empiriinsamlingen ämnade att generera nyanserade perspektiv samt djup förståelse för forskningsfältet, därmed togs beslutet att semistrukturerade intervjuer skulle genomföras. Valet grundades till en viss del i att semistrukturerade intervjuer innebär en flexibilitet, vilket ger intervjupersonen utrymme att belysa de delar som denne finner relevanta, även om det kan innebära avvikelser från den ursprungliga riktningen, vilket stöds av Bryman och Bell (2017). Denna typ av datainsamling passade studien då den medförde en flexibilitet som gynnade intervjuerna, där följdfrågor som inte inkluderades i intervjuguiden kunde ställas för att skapa en djupare förståelse angående vissa aspekter. För att besvara studiens syfte, hade möjligtvis andra kvalitativa forskningsstrategier varit fördelaktiga, exempelvis deltagande observation. Den strategin valdes bort på grund av studiens korta tidsram i kombination med att VC-bolagen var tämligen otillgängliga.

Bryman och Bell (2017) beskriver den induktiva ansatsen som att en uppfattning skapas utifrån observationer och den deduktiva ansatsen som att tidigare skapade uppfattningar eller hypoteser prövas i verkligheten. Eftersom en induktiv metodansats kräver att forskaren inte präglas av sin förkunskap när studien utförs och en deduktiv ansats innefattar prövning av hypoteser faller inte denna studie inom ramarna någon av metodansatserna. I stället anammade denna studie en abduktiv metodansats vilket innebär att nya upptäckter kontrolleras mot befintlig kunskap i syfte att skapa ny och grundlig förståelse. En abduktiv metodansats beskrivs som en ständigt pågående process (Bryman & Bell, 2017). Genomgående under studiens gång har insamlad empiri vägts mot tidigare insamlad litteratur, och i vissa fall har även ny litteratur inkluderats då nya aspekter har upptäckts. Detta

tydliggörs gällande agentteorins antaganden kring informationsasymmetri som visade sig ha en större del i problemet än tidigare uppfattats.

3.2. Litteratursökning

För att identifiera relevant tidigare forskning har två primära sökverktyg använts, Primo och Google Scholar. Primo är Örebro Universitets egen databas och Google Scholar är en global databas med fri tillgång. Majoriteten av litteraturen som ligger till grund för förståelsen av studiens koncept har varit på engelska, med några få artiklar skrivna på svenska. Ingen specifik avgränsning har gjorts gentemot publiceringsår, men tidigare publiceringar tenderar att utgöra grunden för den senare litteraturen vilket gör den relevant att inkludera. Utöver akademisk litteratur har kompletterande information hämtats från VC-bolagens hemsidor.

Centrala sökord: *Venture Capital, Sustainability, ESG, CSR, MCS, Levers of Control, SMCS.*

3.3. Urval

Studiens urval har varit icke-publika Venture Capital-bolag på den svenska marknaden med en tydlig hållbarhetsprofil. När urvalet av dessa bolag genomfördes var urvalsobjekten definierade i förväg, vilket Bryman och Bell (2017) klassar som ett målstyrt urval. Inom den målstyrda urvalsmetoden finns det flertalet strategier, till denna studie användes ett kriteriestyrt urval. Detta baserades på att forskningsenheterna behövde uppfylla ett antal kriterier för att anses relevanta för studiens syfte, kriterierna *VC-bolag* och *tydlig hållbarhetsprofil* definieras i nästkommande stycke. Ett primärt urval tillämpades som har utvecklats efterhand för att samla ytterligare information och analysvärde, vilket innebar ett sekventiellt urval (Bryman & Bell, 2017). Det sekventiella urvalet uppstod i denna studie av att urvalsprocessen pågick löpande då det var svårt att hitta VC-bolag som hade tid att bli intervjuade. Därmed möter det inte kriterierna för ett sekventiellt urval enligt Bryman och Bell (2017), men kan ändå klassas som det då fler VC-bolag kontaktades desto längre studien pågick. I det ursprungliga urvalet tillfrågades 21 företag att intervjuas, varav fem av dem godkände förfrågan. Respondent två och sex var anställda på samma företag och respondent fyra var engagerad i två företag, därav uppdelning i företag 4a och företag 4b. Det slutgiltiga urvalet bestod därmed av sex respondenter, vilket är något litet för en studie av denna omfattning. Anledningen till detta är som tidigare nämnt att VC-bolagen var svåra att få kontakt med eller inte hade möjlighet att ställa upp på intervjuer. Trots att urvalet var något mindre kunde mycket hämtas från intervjuerna genom att de genomfördes på ett utförligt sätt, till exempel genom att aktivt ställa följdfrågor eller att be respondenten att utveckla sina svar.

För att skapa förståelse för urvalet definieras de grundläggande kriterierna. Studien är inriktad mot VC-bolag vilket utgör det första kriteriet. Kriteriet är av objektiv karaktär vilket underlättade urvalet. En tydlig hållbarhetsprofil är däremot en subjektiv fråga. VC-bolagens hållbarhetsprofiler har klassificerats utifrån information på deras hemsidor. Många VC-bolag har ett hållbarhetsfokus, vilket ledde till att studiens urval var relativt enkelt att finna. *Tabell 1* förtydligar respondenternas befattning för att motivera deras relevans till medverkande i studien, men till följd av anonymitetskravet ges ingen ytterligare information.

Med avsikt att säkerställa trovärdigheten i det insamlade materialet, kontrollerades intervjuerna med respondent två och sex mot varandra. Ett sådant tillvägagångssätt i en studie med relativt få intervjuer ökar studiens trovärdighet, då materialet ökar generaliserbarheten. Respondent 1 arbetar inom branschen men inte i ett VC-bolag, vilket har lett till att vissa delar av intervjumaterialet inte har inkluderats i denna studie. Trots att respondent 1 inte har likvärdig insyn i VC-bolags hållbarhetsstyrning som övriga respondenter, har de inkluderade delarna av intervjun tillfört en branschgenerell uppfattning.

Tabell 1: Respondenter, företag och befattning, egenkonstruerad tabell.

Respondent	**Företag**	**Befattning**
Respondent 1	Företag 1	Head of Public Affairs
Respondent 2	Företag 2	Investment Manager
Respondent 3	Företag 3	Investment Manager
Respondent 4	Företag 4a	Partner/Investment Manager
Respondent 4	Företag 4b	Partner/Investment Manager
Respondent 5	Företag 5	Investment Analyst
Respondent 6	Företag 2	Investment Manager

3.4. Intervjustruktur

Sett till datainsamling har de semistrukturerade intervjuerna varit gynnsamma för studien, eftersom de har fångat breda perspektiv kopplat till studiens syfte. Eftersom intervjuer ger en viss flexibilitet, både för intervjuare och respondenter, har det öppnat upp frågorna och skapat en friare diskussion (Bryman & Bell, 2017). Eftersom denna studie grundat sig i ett teoretiskt ramverk har det varit viktigt att intervjuerna har följt ramverket i övergripande teman och frågor. För att säkerställa respondenternas förståelse av intervjufrågorna, har de formulerats utan starka kopplingar till teori, men tillräckligt kategoriserade för att det insamlade materialet ska tillföra bra underlag för vidare analys. Ytterligare en anledning till att intervjuerna har strukturerats är för att skapa en likvärdig utgångspunkt, vilket underlättar jämförelser i det insamlade materialet (Bryman & Bell, 2017). För att följa detta och ge underlag till att besvara studiens forskningsfråga, har standardiserade frågor ställts under varje intervju, som sedan öppnat upp för en friare diskussion om vad varje enskild respondent finner relevant att ta upp kopplat till ämnet. De intervjufrågor som har formulerats presenteras i *Bilaga 1,* vilka är de semistrukturerade grundfrågorna. Vid tillfällen då de standardiserade intervjufrågorna inte har genererat tillfredsställande svar, har följdfrågor ställts för att underlätta för respondenterna att utveckla sina resonemang. Ett exempel för detta är följande fråga: *Har ni någon kommunikation kring hållbarhet med era portföljbolag?*
Vissa av respondenterna svarade att kommunikationen kunde bestå av workshops. För att utveckla detta ställdes följdfrågor om exempelvis deltagare och hur de var strukturerade.

Som tidigare nämnt har intervjufrågorna formulerats för att respondenterna ska kunna applicera och besvara dem utifrån deras uppfattning. Eftersom frågorna har sin grund i de olika teoretiska teman som studien innefattar har svaren kopplats till denna teoretiska grund utefter dess egenskaper under analysen. Denna koppling har skett under genomläsningen genom att söka efter egenskaper som faller in under de olika teman.

Bryman och Bell (2017) menar att en digital intervju inte ger intervjuaren möjlighet att tolka kroppsspråk, beteendemönster och miljö. Detta är anledningar till att genomföra fysiska intervjuer. Då de företag som intervjuats är lokaliserade på annan ort har distansen medfört att digitala intervjuer varit ett bättre alternativ. Även respondenternas egen tid har varit en parameter då många av dem har efterfrågat en digital intervju framför en fysisk. Under de digitala intervjuerna har kamera alltid använts för att kunna fånga upp så mycket av kroppsspråket hos respondenterna som möjligt, vilket givit tillräcklig tolkningsmöjlighet. Intervjuerna pågick i genomsnitt i 36 minuter och materialet spelades in, för att kunna transkribera och renskriva de anteckningar som fördes under intervjuerna.

3.4.1. Intervjuguide, se *bilaga 1*

Det kompletta frågeformuläret innehåller ett flertal frågor och följdfrågor. För att strukturera intervjuerna skapades en intervjuguide som fångar upp de viktigaste frågorna, varefter följdfrågor kunde ställas om svaren inte ansågs tillräckliga. Frågorna i intervjuguiden är uppdelade efter de teoretiska teman som studien utgår från, där kontrollsystemen i LOC-ramverket låg till grund för uppdelningen. Detta gjordes i syfte att rama in de olika teman som kommer att diskuteras och skapa ett mer flexibelt intervjuschema. Genom att rama in de olika områdena kan frågorna anpassas och justeras utifrån respondentens befattning på företaget och den övergripande situationen för att kunna besvara studiens syfte (Bryman & Bell, 2017). Som komplement till de frågor som ingick i intervjuguiden, förbereddes följdfrågor utifrån eventuella svar som respondenten kunde ge. Detta gav intervjuerna en struktur som underlättade genomförandet, och även gav möjlighet att säkerställa att alla relevanta ämnen diskuterades.

Det insamlade materialet har lästs och renskrivits för att underlätta vid kategorisering. Därefter lästes empirin igen och relevanta meningsenheter kategoriserades i ett separat dokument. Meningsenheterna delades upp efter företag, respondent, tema samt vilket kontrollsystem som berördes. Detta gav möjligheten att filtrera och söka specifika meningsenheter i det sammanställda dokumentet. Genom att bearbeta materialet enligt denna metod underlättades även analysarbetet.

3.5. Analysmetod

Intervjumaterialet som samlats in har transkriberats för att systematiskt hitta gemensamma eller motsatta budskap i empirin. Genom att transkribera intervjuerna ordagrant, har den systematiska aspekten vid identifieringen av budskap ökat då författarna inte inledningsvis har tolkat materialet. Det transkriberade materialet från intervjuerna har sedan bearbetats för

att finna övergripande grundbudskap som sedan kategoriserats, därefter har sekundära budskap inom de olika teman sökts i texten för att finna subkategorier. När dessa budskap uppdagats har liknande och skilda budskap från olika respondenter kategoriserats i huvud- och subkategorier för att skapa en generaliserbarhet. *Tabell 2* exemplifierar tillvägagångssättet när en meningsenhet som innehåller ett budskap har kategoriserats.

Tabell 2: Innehållsanalysens tillvägagångssätt, egenkonstruerad tabell.

Mening	Kondenserad meningsenhet	Subkategori	Kategori	Respondent
Ja, det tror vi är viktigt för våra bolag eftersom det kan vara pre-seed. Vissa av dem är i pre-vändor. Dom har ju bara en idé för en produkt i vissa bolag, så hållbarhet kanske inte är top of mind för dem, för det är att tjäna pengar snabbt liksom, men att man verkligen bakar in det synsättet snabbt, både people och planet för 1. att det är vad vi internt värderar hos företag 4 och 2. även för att andra investerare kommer kika på det i nästa runda. Man märker ju det numera efter i års regulationer och hur mycket pengar som går till hållbara bolag att det ja, det måste vara en del av bolaget för att man ska kunna växa sig större.	Eftersom våra bolag kan vara pre-seed och i pre-vändor så har de bara en produktidé, då är inte hållbarhet "top of mind". De vill tjäna pengar snabbt, då krävs det att vi bakar in det synsättet snabbt för det är vad vi internt värderar och andra investerare kommer att kika på det i nästa investeringsrunda. Det märks efter regleringar att mer kapital går till hållbara bolag, så det måste vara en del av bolaget för att kunna växa sig större.	Vision	Värdebaserade	5

Bryman och Bell (2017) klassar denna typ av analysmetod som en kategorisk innehållsanalytisk metod då det är budskapet i kommunikationen som eftersökts. Fördelar med att använda sig av innehållsanalys när intervjuer utgör datamaterialet är att det ställs flera frågor under samma tillfälle som vidrör olika teman eller områden (Bryman & Bell, 2017). Innehållsanalys har varit en passande metod för denna studie för att skapa kategorier som är tydligt distinkta från varandra. En nackdel med innehållsanalys som analysmetod i denna studie kan vara att kategorisering kan anses tämligen subjektivt beroende på vad forskaren har för bakgrund. Därför har kategorisering skett gemensamt av författarna genom en grundlig diskussion där olika perspektiv har diskuterats. Genom att i förtid behandla att meningsenheter kan tolkas på olika sätt, har diskussionen gällande detta visat på både likheter och olikheter i hur författarna möjligtvis hade kategoriserat materialet enskilt. När detta gjordes gemensamt säkerställde det en mer objektiv utgångspunkt eftersom den egna tolkningen inte fick samma utrymme.

Analysmodellen som tidigare presenterades under rubrik 2.5 har använts som verktyg under analysen av den insamlade data för att kategorisera empirin. Modellen syftar till att visualisera kontrollsystemens interaktioner, som innebär att flera system kan användas simultant. Genom att förstå den aspekten i modellen, har den använts för att beskriva hur detta sker i de intervjuade företagen. Utöver kategorisering har analysmodellen även tillfört en bildlig förståelse för studiens teoretiska ramverk.

3.6. Etiska överväganden

Innan, under och efter forskningsprocessen finns det vissa överväganden som måste göras för att beakta etiska principer. De huvudsakliga områdena som måste beaktas berör studiens deltagares risk att komma till skada, att information om samtycke framgår, att respondenter skyddas mot intrång i privatlivet och att forskaren inte ger falska förespeglingar av studien till respondenten (Bryman & Bell, 2017).

Informationskravet

För att uppfylla detta kriterium bör respondenterna tillhandahållas med information om studiens syfte, för att kunna besluta om ett eventuellt deltagande. Genom att förklara studiens tillvägagångssätt, vad den har ämnat att studera samt vad den insamlade information ska användas till vid inbjudan till och under genomförandet av intervjuerna får respondenten tillräckligt med information för att väga de fördelar och nackdelar som ett deltagande kan medföra. Genom att presentera informationen ändamålsenligt har den etiska principen om inte ge falska förespeglingar säkerställts (Bryman & Bell, 2017). Redan vid första mejlkontakt har studiens respondenter informerats om studiens syfte och hur författarna ämnar samla in samt bearbeta empirin.

Samtyckeskravet

Vid inbjudan till intervjuer ska det framgå att medverkan är frivillig, att beslut om medverkan inte är bindande och att ett deltagande kan avbrytas när som helst (Bryman & Bell, 2017). Vid

mejlkontakt inför intervjuerna har respondenten tillfrågats om denne godkänner sin medverkan i studien och vad det innebär. Därefter tillfrågades varje respondent ytterligare en gång vid det specifika intervjutillfället, om de fortfarande var positiva till att medverka. Under intervjuerna har respondenterna haft möjlighet att avbryta intervjun eller stryka innehåll som de anser kan skada dem själva eller företaget.

Konfidentialitetskravet
Personuppgifter till de personer som medverkar i studien behöver behandlas med försiktighet så att ingen utomstående kan få tag i dem. Att all information behandlas med försiktighet bidrar till att den etiska principen som berör deltagarnas risk att ta skada av undersökningen inte bryts (Bryman & Bell, 2017). För att öka konfidentialiteten erbjöds respondenterna att vara anonyma i studien, vilket alla önskade. Genom att anonymisera respondenterna, samt att inte inkludera information som går att koppla till en person eller ett företag kan denna studie anses uppnå konfidentialitetskravet.

Nyttjandekravet
Vid etiska överväganden i en studie är det viktigt att säkerställa att det material som samlas in enbart används på det sätt som tidigare är kommunicerat, vilket är för att styrka forskningsändamålet (Bryman & Bell, 2017). I denna studie har respondenterna informerats om att ändamålet med informationen som insamlats enbart varit för forskningssyfte, och att det inte funnits någon koppling till kommersiellt bruk.

3.7. Studiens trovärdighet

Vid utförandet av en kvalitativ studie är dess trovärdighet viktig i åtanke. Bryman och Bell (2017) definierar fyra begrepp som behöver uppfyllas för att uppnå trovärdighet. Dessa begrepp är *tillförlitlighet, överförbarhet, pålitlighet* och *konfirmering.*

Tillförlitlighet
För att uppfylla detta kriterium ska undersökningen ha skett i enlighet med de regler som finns kopplat till forskningsmetoden. De två vanligaste tillvägagångssätten för att öka tillförlitligheten i en studie är att använda tekniker såsom respondentvalidering eller triangulering. Den förstnämnda innebär att resultaten förmedlas till forskningsobjekten för att säkerställa att resultaten har uppfattats på rätt sätt. Den senare tekniken handlar om att samla data genom fler än en metod eller datakälla. Triangulering ses ofta som en kombination av kvantitativ och kvalitativ metod för att säkerställa resultatens tillförlitlighet (Bryman & Bell, 2017).

I denna studie har enbart kvalitativa data samlats in genom primära källor såsom intervjuer och sekundära källor i form av tidigare litteratur. De sekundära källorna av data anses ha skapat en bra grundförståelse och kunskap om studiens forskningsfenomen som sedan utvecklats i form av de primära datakällorna.

Intervjumetoden som har använts innebär semistrukturerade intervjufrågor vilket ger utrymme för att ställa följdfrågor och kontrollera att svaren har uppfattats korrekt (Bryman & Bell, 2017). Det har också skett ytterligare validering av intervjumaterialet via mejl med respondenterna, där frågor om citat och delar av innehållet har förtydligats.

Överförbarhet

För att skapa generella resultat är överförbarhet ett viktigt delkriterium. Svårigheter som detta kriterium medför i kvalitativa studier är att de söker mer djup än bredd vilket gör att olika kontexter kan presentera olika egenskaper vid olika tidpunkter. Med det i åtanke har studiens teoretiska utgångspunkt varit en central byggsten i intervjuprocessen, för att framtida forskning inom kontexten med liknande utgångspunkt ska generera liknande resultat (Bryman & Bell, 2017). Utöver den teoretiska utgångspunkten har respondenter från olika företag varit underlag för att skapa en branschgenerell uppfattning.

Pålitlighet

Pålitligheten för studien har stärkts av att beskriva de olika faserna i forskningsprocessen på ett transparent vis (Bryman & Bell, 2017). Detta har skett genom att beskriva forskningsprocessen från början till slut och motivera de olika ställningstaganden som författarna har mött. De processer som valdes har sedan bedömts sett till sin lämplighet för att öka studiens pålitlighet.

Konfirmering

Det föreligger ett krav av god tro för att studien ska kunna konfirmeras (Bryman & Bell, 2017). Från forskningsprocessens början till slut har värderingar och teoretisk inriktning från tidigare studier hos författarna åsidosatts till bästa förmåga för att analys och slutsatser ska framkomma ur ett så objektivt perspektiv som möjligt för studiens kontext. Ett tillvägagångssätt för att möjliggöra detta har varit diskussioner sinsemellan författarna, där diskussionerna har säkerställt att ingen av författarna tolkar studiens ursprungspunkt, teori eller empiri på ett sätt som frångår studiens specifika teoretiska perspektiv.

4. Empiri

Följande avsnitt innehåller studiens empiri som har samlats in under de semistrukturerade intervjuerna. Presentationen sker under separata rubriker som respondenterna har nämnt för att förenkla förståelsen för läsaren. Citat som motiverar relevanta aspekter till de olika rubrikerna kommer att presenteras i texten.

4.1. Inledning till empiri

Som tidigare nämnt har empirin samlats in med hjälp av semistrukturerade intervjuer, där respondenterna har fått ge fria svar till de frågor som har ställts. Dessa svar har sammanställts och bearbetats genom en innehållsanalys. Under innehållsanalysen identifierades teman i det insamlade materialet, som rubrikerna i empiriavsnittet följer. Empiriavsnittet innehåller relevant information utifrån vad studiens syfte och forskningsfråga ämnar besvara, därav har vissa delar av det insamlade materialet inte presenterats.

4.2. Vision

Respondent 2 berättar om deras vision kring hållbarhet i VC-bolaget och hur den appliceras på deras portföljbolag. Respondenten betonar betydelsen av att integrera hållbarhetsaspekter tidigt i portföljbolagens verksamhet, vilket enligt respondenten är lättare att åstadkomma i mindre företag. Respondenten menar även att det är viktigt att ett portföljbolag får mogna i sitt arbete med hållbarhetsaspekter och att det är en process som kan ta lång tid. Även respondent 6, som arbetar på samma företag, berättar att alla bolag som de investerar i måste ha en bra hållbarhetsprofil, där de värderar en tydlig ESG-agenda högt. Respondent 2 uttrycker även en önskan om att företag 2 ska ha ett gott rykte i branschen kopplat till hållbarhet.

Respondent 3 förklarar hur deras vision kring hållbarhet ser ut och hur de förmedlar den till sina portföljbolag. Respondenten förklarar att SDG-målen används som stöd vid investeringsbeslut och att de inte vill investera i företag som har negativ inverkan på något av målen. Respondenten förklarar även att risken för att det ska hända är låg då deras portföljbolag och potentiella investeringsobjekt ofta karaktäriseras av att vara mycket medvetna gällande hållbarhet. Respondenten fortsätter med att förklara att de har två tydliga investeringsstrategier, den ena innebär att ett större belopp investeras och att aktivt ägande sker genom styrelsearbete, men de kan också investera mindre belopp och ta en passiv roll och således avstå en styrelseplats.

Respondent 3 förklarar att när de har en styrelseplats är styrelsen det självklara forumet för att lyfta hållbarhetsfrågor och deras vision. När de inte har en styrelseplats riktas mer energi åt att delta under ägarmöten och föra en kontinuerlig dialog med portföljbolagen för att lyfta hållbarhetsfrågor. Respondenten förklarar även att de överlåter en del arbete till större investerare när de själva är mindre investerare. Respondenten förklarar att det ofta finns andra ägare som också är engagerade i hållbarhetsfrågor och tar mer ansvar i styrelsen när företag 3 inte själva har samma inflytande. Respondenten utvecklar att de är försiktiga med att kräva

för mycket av portföljbolagen i ett tidigt skede, men att de arbetar med att lyfta hållbarhetsfrågor så att de verkligen implementeras av bolagen. Även respondent 1 delar uppfattningen om att för hårda krav inte kan ställas i ett tidigt skede, och menar att det är något som ska ökas gradvis.

> *"Det är oftast om de ska fylla i väldigt mycket tabeller eller rapporter och liknande. Då kan det bli betungande, men för oss handlar det mer om man inte redan har det, börja tänka på de här frågorna så att det genomsyrar verksamheten och förhoppningsvis skapar bättre affärsmöjligheter."* - Respondent 3

Ytterligare ett engagemang från företag 3 är att de, i samarbete med ett annat VC-bolag, arrangerar workshops kopplade till hållbarhet där portföljbolagen får delta. Respondenten förklarar att detta är i utbildningssyfte men att det även öppnar ett forum för portföljbolagen att diskutera med varandra och således dela idéer. Respondenten förklarar att mindre företag har begränsade resurser och att det då är klokt att hjälpas åt i stället för att förlita sig helt på egna medel.

Respondent 4 förklarar att deras utgångspunkt är att allt investerat kapital ska ha positiva effekter. Företag 4a och 4b har båda starka visioner kring hållbarhet och deras ambition är att bidra till ett hållbart samhälle. Respondent 4 förklarar även att de endast investerar i företag med samma driv och ambition som de själva.

> *"Det är väldigt tydligt vart vi måste komma som samhälle på den här planeten. Då frågar vi oss, hur kommer vi dit och hur kan vi som finansiell part vara med och driva det skiftet?"* - Respondent 4

Respondent 4 vill främja initiativ kopplade till hållbarhet i portföljbolagen, respondenten vill att det ska finnas en företagskultur där hållbarhet främjas. För att driva det framåt belönas ofta förslag kopplade till hållbarhet internt och ofta kan portföljbolagen själva föreslå förändringar som är gynnsamma.

De bolag som företag 5 investerar i är ofta unga och omogna, vissa av dem har endast en produktidé, vilket kan innebära att hållbarhet inte är en central del av affärsmodellen. Respondent 5 motiverar att ett hållbart synsätt därför måste implementeras tidigt i portföljbolagen, både på grund av att det är viktigt för företag 5 och för att det värderas högt av andra intressenter i framtida investeringsrundor. Respondenten observerar att mer kapital investeras i hållbara bolag som en följd av de senaste årens regleringar och förklarar att det numera krävs ett utförligt hållbarhetsarbete för att företag på kapitalmarknaden ska tas på allvar.

4.3. Hållbarhetsmål

Respondent 2 inleder intervjun med att förklara sin syn på hållbarhet. Respondenten förklarar att det är ett viktigt ämne och att utifrån egen erfarenhet är VC-bolag mycket effektiva när det gäller att belysa och agera på problem jämfört med andra typer av investerare. Vid frågan om hållbarhetsmål framkom det att företag 2 har starka ambitioner att formulera hållbarhetsmål, men att de inte har infört några konkreta mål ännu. Trots att de inte har några definierade mål, nämner respondenten att de har policys kopplade till miljö som definierar hur de ska arbeta med hållbarhet och hur de ska sträva efter att förbättra sina arbetssätt.

Fortsättningsvis förklarar respondent 2 att de främst investerar i mjukvarubolag och därför inte behöver fokusera lika mycket på klimatrelaterade hållbarhetsmål. Respondenten förklarar att de största utsläppen härstammar från flyg och dataservrar vilket inte är direkt kopplat till verksamheten. Utöver det beskrivs det även som en prioriteringsfråga, där vissa typer av hållbarhetsfrågor prioriteras framför andra, till exempel fokuserar de mer på mångfald. Respondenten förklarar även att tillväxt och finansiell vinst är grunden för att kunna bedriva ett hållbarhetsarbete, därför måste hållbarhetsarbete i vissa fall prioriteras bort.

Respondent 3 förklarar att de använder SDG-målen för att utvärdera sina portföljbolag. De följer en process i dialog med portföljbolagen där de undersöker direkt och indirekt påverkan, negativ och positiv påverkan samt hur de kan arbeta för att implementera målen nära verksamheten. Respondenten förklarar att deras portföljbolag ofta karaktäriseras av ett miljömässigt engagemang från grunden, men att de även har som ambition att ha ett genomgående hållbarhetsarbete och därför ser till sociala och ekonomiska aspekter också. SDG-målen fungerar enligt respondenten som ett lämpligt verktyg i frågan.

Respondent 4 förklarar att de har utförliga mål i både företag 4a och 4b, de grundar målen i deras övergripande strategi om att bidra till en helt hållbar värld. Vid investeringar ställs det krav på portföljbolagen och det utformas formella överenskommelser om vilka typer av effekter ett portföljbolag ska skapa och vilka skiften de ska vara med och driva. Respondenten förklarar att de inte straffar portföljbolagen om de inte når upp till sina mål men poängterar att relationen sinsemellan försämras vilket är negativt.

> *"I ett investeringsavtal helt klart, om vi går in med pengar i ett bolag så gör vi en överenskommelse också kring vad det är för skifte vi ska vara med och driva och vilka typer av effekter bolaget ska skapa. Det finns inga viten om man inte uppnår de mål vi förväntar oss att bolagen ska uppnå, annat än att man kan tappa förtroendet hos oss och andra investerare till kommande rundor, vilket förstås inte är så bra."* - Respondent 4

Respondent 5 berättar att de utför en granskning kopplat till ESG innan en investering, där de granskar bolagsstyrning, policys och procedurer för att säkerställa ett hållbart arbetssätt. Som komplement i arbetet har de även bestämmelser som styr deras geografiska investeringsmöjligheter. Därefter sker en granskning kopplat till SDG-målen för att

eventuella negativa effekter på något av målen ska uppdagas, vilket de sedan skapar mål för portföljbolagen utifrån.

Inget av företagen har direkta bonusprogram kopplade till deras hållbarhetsmål. Respondent 4 förklarar dock att medarbetarna i företag 4a och 4b är aktieägare och således ökar värdet på deras aktier om det går bra för investeringsbolaget. Respondent 4 gillar dock idén med bonus kopplade till hållbarhetseffekter. Både respondent 3 och respondent 5 förklarar att de har bonusprogram i företaget men att de inte är kopplade till hållbarhet, vidare anser båda att det kan vara en bra idé att implementera ett sådant program.

4.4. Kontroll

Respondent 2 och 6 förklarar att de alltid tar en styrelsepost i deras portföljbolag med ambitionen att arbeta långsiktigt. Respondenten förklarar att de även säkerställer en hög rösträtt vilket ger dem kontroll över portföljbolagen. Vidare förklarar respondenten att nya investeringar och viktiga beslut alltid måste godkännas av styrelsen. Respondenten förklarar att det är en viktig åtgärd för att kontrollera portföljbolagens verksamheter. Respondent 1 beskriver liknande åtgärder som respondent 2, respondenten berättar även att investeringsavtal som begränsar entreprenörers möjligheter att sälja aktier och genomföra emissioner utan styrelsens godkännande är vanligt förekommande. Fortsättningsvis förklarar respondent 6 att de kan inkludera övriga handlingar med villkor för investeringar, exempelvis informella uppförandekoder för styrelsemedlemmar, integritetsfrågor och andra generella hygienfaktorer som exempelvis berör hur de ska bemöta varandra på arbetsplatsen.

> *"Vi kan ju aldrig tvinga någon att göra som vi vill, men vi har ju lite mekanismer på plats för att se till att startups håller det de har sagt. Ett exempel är ju budgeten som vi sätter, den är kopplad till strategin framöver och om något bolag skulle få för sig att göra massa investeringar som inte har med den bestämda budgeten att göra så kommer det behövas ett styrelsebeslut."* - Respondent 2

Respondent 3 förklarar att de oftast är representerade i styrelsen hos sina portföljbolag, vilket gör att de kan påverka och styra det operativa arbetet. Respondenten berättar utifrån branscherfarenheter att andra aktörer inkluderar hållbarhetsmål i sina aktieägaravtal, vilket gör att portföljbolagen tvingas följa dem. Respondenten berättar att de själva inte har sådana skriftliga krav hos företag 3 men att de kan saminvestera med andra aktörer som inkluderar hållbarhetsmål i aktieägaravtalen och att de då också skriver under på målen. Om de inte har en styrelseplats förklarar respondenten att de använder bolagsstämmor, ägarmöten och informella dialoger för att följa portföljbolagens verksamheter och dess utveckling. De utnyttjar även tillfällena för att uppmärksamma förbättringsområden och diskutera med företagsledningen.

I företag 3 har de inga formella uppförandekoder kopplade till hållbarhet. Dock försöker de att diskutera hållbarhetsfrågor under styrelsemöten. Företag 3 har begränsade resurser vilket gör det svårare att prioritera kostsamma investeringar kopplade till hållbarhet. Men

respondenten tror att det är något som kommer förändras i framtiden eftersom hållbarhet får en allt större uppmärksamhet i samhället och det påverkar hur de bedriver sin verksamhet. Det framkommer att respondenten har ambitioner kring ett mer utförligt hållbarhetsarbete men att det är en resursfråga.

Respondent 4 beskriver deras tillvägagångssätt gällande styrelseposter och förklarar att de har olika tillvägagångssätt i deras portföljbolag, som för tillfället är 15. Deras engagemang i dessa varierar beroende på deras ägarandel, i vissa av portföljbolagen är de mycket aktiva och har då en styrelseordförande roll. I andra portföljbolag där de är mindre aktiva har de generellt sett en styrelseroll och i portföljbolagen där de är passiva kräver de endast en kontinuerlig dialog med företagsledningen och styrelsen. Där företag 4a och 4b är aktiva i styrelsen används styrelserummet och dialog med VD som det främsta forumet för kommunikation med portföljbolagen. Respondent 4 förklarar att de har stor påverkan på sina portföljbolag genom styrelsen. De ägnar mycket tid åt övergripande strategiarbete gentemot deras mål vilket då inkluderar hållbarhetsarbete. Respondenten berättar även att de i vissa fall byter ut VD och ledning i sina portföljbolag, då det kan behövas för att säkerställa portföljbolagens utveckling mot målen.

För att kunna påverka portföljbolagen i det operativa arbetet vill företag 5 representeras i styrelsen i alla sina portföljbolag. Flera av de anställda i företag 5 har tidigare varit entreprenörer vilket respondent 5 lyfter som något värdefullt för portföljbolagen. Det medför att portföljbolagen har erfarna entreprenörer i styrelsen som känner igen många situationer kopplade till företagsbyggande. Dessutom föredrar företag 5 att arbeta nära den operativa verksamheten i sina portföljbolag, vilket medför att de kan påverka beslutsfattande på flera nivåer och influera hållbarhetsarbetet i portföljbolagen. Vidare förklarar respondent 5 att de inför en investering formulerar avtal som tillåter dem att dra tillbaka en investering om portföljbolaget skulle avvika från hållbarhetsstrategin. De har även arbetssätt för att bemöta kriser. Vid behov kan de, under en begränsad tid, allokera mer resurser mot att lösa problem kopplade till hållbarhet.

4.4.1. Intressekonflikter

Vid frågan om det förekommer att entreprenörer i portföljbolag agerar i egennytta utan VC-bolagens vetskap svarar både respondent 1 och 2 att det är mycket ovanligt. Båda respondenterna förklarar att det oftast är för svårt att genomföra rent praktiskt eftersom det finns kontrollmekanismer för sådana saker. Respondent 2 förklarar även att VC-bolaget och portföljbolagen delar samma långsiktiga mål vilket är viktigare än kortsiktiga och personliga vinster för entreprenörer i portföljbolagen.

Respondent 3 berättar att det är mycket ovanligt att entreprenörer i portföljbolagen agerar utifrån eget intresse. Respondenten förklarar att de bygger upp en stark relation och tillit till portföljbolagen, både för att de tror på att investera i människor, och för att minska risken för intressekonflikter. Vidare förklarar respondenten att de utformar aktieägaravtal med beslutsregler där styrelsen måste godkänna beslut i portföljbolagen. De brukar även formulera en affärsplan i dialog med portföljbolagen och inkludera den i investeringsavtalet.

Respondenten förklarar även att de lägger stor vikt i dialog och diskussion med sina portföljbolag och övriga styrelsemedlemmar, till följd av det krävs inte lika omfattande kontrollerande åtgärder. Företag 3 har även mer begränsade resurser vilket gör att de förlitar sig på tillit i högre grad.

I företag 5 inkluderas investeringsprinciper i aktieägaravtalen. Dessa möjliggör att företaget kan dra tillbaka sin investering om portföljbolaget skulle ändra strategi och bortse från de principer som står i avtalet, genom detta kan företaget kontrollera att deras intresse är det som följs även i portföljbolaget.

4.5. Stöd & Rådgivning

Respondent 1 förklarar att många av de som arbetar i VC-bolag är före detta entreprenörer som ofta besitter kompetenser och nätverk som de använder för att stötta och vägleda portföljbolagen. Respondenten belyser vikten av att ha erfarna människor att diskutera med och hur det är en stor fördel för VC-bolagens portföljbolag. Respondenten förklarar även att de som arbetar på VC-bolag ofta har branschspecifika kompetenser och därför gärna investerar i branscher som de redan känner till väl.

Respondent 2 förklarar att de är engagerade i det operationella arbetet i sina portföljbolag. Respondenten berättar att de vill ha en bra kontakt med bolagen och att engagerade ägare är en stor del av VC-investeringar. Portföljbolag vill inte enbart resa kapital utan de vill också ha vägledning och rådgivning. Som en del i att skapa bra kontakt med portföljbolagen anordnar företag 2 temadagar med workshops för portföljbolagen. Detta har skapat bättre kontakt både mellan VC-bolaget och bolagsportföljen, samt portföljbolagen sinsemellan. För att driva på kontakten mellan portföljbolagen ämnar företag 2 att skapa ett forum där de kan kommunicera och dela med sig av information. Respondent 2 berättar även att de använder en företagsplattform för hållbarhetsrapportering. Kopplat till plattformen finns det konsulter som kan hjälpa till med rapporteringen, det förekommer även att företag 2 anlitar stödpersonal i sina portföljbolag.

Respondent 3 förklarar att de inte har uttalade arbetssätt gentemot portföljbolagen kopplat till hållbarhet. Däremot menar respondenten att de arbetar mycket med att stötta portföljbolagen med vägledning kring hållbarhet och att de försöker diskutera sådana frågor. Utsträckningen av stöd och hur detta sker beror på hur stora ägare de är i portföljbolaget. Om de är representerade i styrelsen sker arbetet därifrån genom att lyfta hållbarhetsfrågor på agendan och försöka få gehör för dem.

Företag 3 har ett övergripande tillvägagångssätt gällande stöd och rådgivning i sina portföljbolag. De tenderar att vara aktiva i bolagen under en tre- till femårsperiod, efter det vill de att portföljbolagen ska vara tillräckligt mogna för att klara sig själva. De är även öppna för försäljning av portföljbolagen efter denna period.

"Så vi stöttar mycket i den inledande perioden och sedan minskar det gradvis. Sedan beror det på hur mycket vi äger och vilka andra som finns med från början, men det gäller ju inte bara hållbarhet utan det gäller egentligen allting i bolaget." - Respondent 3

Respondent 4 förklarar att det finns behov av stöd i deras portföljbolag, respondenten berättar att frågor som lyfts varierar och beror på mognaden i bolaget och ledningsgruppen. Respondenten berättar även att företag 4a och 4b inte vill involvera sig för mycket på en operationell nivå då de anser att portföljbolagen ofta vet bäst själva. Trots det hjälper de gärna portföljbolagen genom att visa en riktning och diskutera möjligheter. Respondenten förklarar att frågor angående personal och rekrytering är vanligt, vare sig om ett portföljbolag växer långsamt eller snabbt ställs det krav på rekrytering och gruppdynamik.

Företag 5 arrangerar workshops med fokus på hållbarhet för sina portföljbolag. Inför tillfällena identifierar företag 5 tre SDG-mål kopplade till vardera portföljbolag som de ska arbeta med. Portföljbolagen uppmuntras även att diskutera och ta hjälp av varandra för att utveckla sitt eget hållbarhetsarbete. Vidare engagerar sig företag 5 i styrelsen för sina portföljbolag, där har de, likt övriga respondenter, möjlighet att stötta och rådgiva portföljbolagens ledningsgrupper.

Respondent 6 förklarar att de stödjer sina portföljbolag genom dialog, någon typ av uppföljning och genom att inkorporera hållbarhetsfaktorer i portföljbolagen. Arbetet varierar beroende på portföljbolagens behov, i vissa fall är styrelsemöten tillräckligt medan andra portföljbolag har behov av uppföljning på veckobasis.

"Sen är vårt jobb att vara investerare i bolagen, se till att det går bra och se till att alla sköter sig. Oftast har vi gjort en ganska ordentlig screening innan vi investerar så de flesta har vi fullt förtroende för, där grundarteamet vet vad de ska göra och att de är ett bra team som gör rätt saker. Så vi är inte inne med micro-management eller något sådant, utan det är mer att man hittar en balans." - Respondent 6

4.6. Rapportering och uppföljning

Respondent 2 förklarar under intervjun att deras portföljbolag rapporterar till dem på kvartalsbasis, rapporterna består av standardiserade KPI:er. De innefattar både finansiell rapportering och hållbarhetsrapportering kopplade till miljö, jämställdhet och styrning. Portföljbolagen rapporterar bland annat löneskillnader mellan kön och utsläpp kopplade till resor. Den kvartalsvisa uppföljningen används delvis för att kunna kontrollera de enskilda bolagen och se om något börjar gå överstyr, men också för att jämföra mellan de olika bolagen. Respondenten kommer sedan in på att det finns mycket enkla riktmärken för exempelvis mångfald, som är ett ämne som tar mycket plats i deras diskussion på företaget. Fortsättningsvis gällande fördelning av män och kvinnor informerar respondenten att de i VC-bolaget är hälften män och kvinnor, men att endast cirka två procent av riskkapitalet går till

kvinnor, vilket även respondent 6 bekräftar. Detta hänvisar respondent 6 till som ett resultat av just den kvartalsvisa uppföljningen samt att det har en stor del i kommunikationen.

Respondent 2 berättar att de lägger stor vikt vid kontinuerlig uppföljning med sina portföljbolag. Det sker både genom dialog med portföljbolagen om varför de ska rapportera och vad det innebär, men också genom uppföljning av det rapporterade materialet om någon datapunkt skulle vara avvikande. Respondenten påpekar vikten av att ta hänsyn till mängden data som rapporteras, och menar att små mängder data kan leda till stor volatilitet mellan rapporter. För att förenkla uppföljningsarbetet har företag 2 implementerat en rapporteringsplattform i sina portföljbolag, plattformen används enligt respondent 6 även för VC-bolagets egen hållbarhetsrapportering. Plattformen öppnar även upp för lärande genom instruktioner för hur specifika nyckeltal ska beräknas. Respondenten förklarar att detta är en viktig del av deras hållbarhetsarbete och det effektiviseras av att de kan implementera samma system i alla deras portföljbolag.

Enligt respondent 6 uppskattas den kvartalsvisa rapporteringen och uppföljningen av portföljbolagen, trots att de redan före investering ofta har en hållbarhetsprofil och anser att det är viktigt. För att följa upp ytterligare ägnar alltid företag 2 tid till att diskutera hållbarhetsarbete under sina styrelsemöten. Respondent 6 exemplifierar genom att berätta om ett portföljbolag där en ledamot kommunicerat att denne uppskattar att ha investerare som bryr sig om hållbarhetsfrågor och tvingar portföljbolagen att utföra det kvartalsvisa arbetet med rapportering och uppföljningar.

Respondent 3 berättar att de inte kräver att deras portföljbolag ska rapportera KPI:er kopplade till hållbarhet. Respondentens uppfattning gällande denna typ av KPI i mindre bolag är att det är en resursfråga och att det ska vara relevant att implementera för att vara värt investeringen. De bolag som företag 3 investerar i är ofta i utvecklingsstadiet vilket innebär att det kan vara för tidigt att börja rapportera dessa KPI:er. Fortsättningsvis förklarar respondenten att de inte heller planerar att införa KPI:er kopplade till hållbarhet i portföljbolagen. Hens uppfattning är att de kan ha en större påverkan på hållbarhetsfrågor genom andra arbetssätt. Respondent 1 anser att implementeringen av hållbarhetsrapportering kräver en avvägning, så att det inte tar upp för mycket tid i portföljbolagen, då tid ofta är en bristande resurs i dessa bolag.

Vidare förklarar respondent 3 att de mäter könsfördelningen i ledning och styrelse då jämställdhet är något de arbetar för. Detta mäter de både i sin egen styrelse och i portföljbolagen varje år. En anledning till att de mäter könsfördelning är för att branschen är mansdominerad och företag 3 vill arbeta mot en mer jämställd bransch. Detta är dock inte ett krav de ställer på portföljbolagen, men de vill att jämställdhet ska vara ett genomgående tankesätt. Uppföljning i företag 3 sker främst på en muntlig och informell nivå, de har ingen skriftlig process men har en kontinuerlig kontakt med övriga i styrelsen och portföljbolagen.

Respondent 4 berättar om flera arbetssätt gällande rapportering och KPI:er, arbetet varierar mellan företag 4a och 4b. Företag 4a följer inte upp med KPI:er och har inte heller några system för hållbarhetsrapportering. De förlitar sig i stället på en kvalitativ bedömning av

portföljbolagen och följer upp gällande arbetssätt. Respondenten menar att deras kvalitativa bedömning är utförlig nog för att identifiera huruvida portföljbolagens hållbarhetsarbete är tillräckligt. Trots detta är de medvetna om att kraven på deras portföljbolag kan ändras i framtiden och arbetar med att förbereda dem inför lagstadgad hållbarhetsrapportering. Företag 4b har högre krav, dels på grund av att de förvaltar externt kapital. De utför samma kvalitativa process som företag 4a men kompletterar den med kvantitativa metoder. Portföljbolagen i företag 4b rapporterar KPI:er kopplade till hållbarhet, exempelvis koldioxidutsläpp. Respondenten förklarar att de kontinuerligt arbetar med att följa upp rapporterade data för att identifiera risker och förbättringsområden.

Företag 5 skriver in i sina aktieägaravtal att deras portföljbolag ska rapportera specifika kvantitativa prestationsmått kopplade till SDG-målen och deras verksamhet på en årlig basis. För att förenkla denna process och det generella hållbarhetsarbetet i portföljbolagen vill företag 5 implementera ett system hos sina portföljbolag som på ett effektivt sätt kan sammanställa och rapportera breda hållbarhetsdata. Respondent 5 förklarar att det idag inte finns något system som automatiserar en sådan process. Respondenten berättar att de idag har ett system för att redovisa koldioxidutsläpp, det används för att mäta portföljbolagens koldioxidutsläpp, vilket också sätts i relation till att intäkter och anställda ökar.

> *Där står det att de måste rapportera på ESG-data. De måste vara en del av våra ESG-workshops, de måste alltså följa upp på de KPI:er som vi har satt i själva rapporteringen och göra det som vi vill på hållbarhetssidan så att de faktiskt följer med.* - Respondent 5

5. Analys

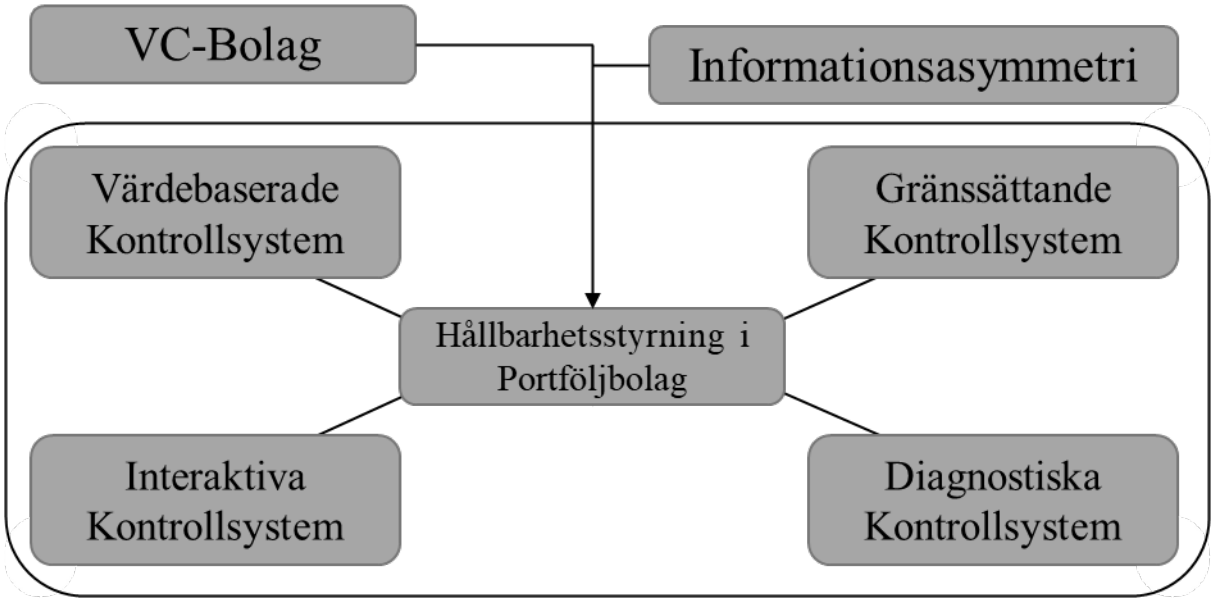
Följande avsnitt innehåller en analys av studiens empiri, som är uppbyggd utifrån rubrikerna i analysmodellen som härstammar från Simons (1995) modell. Analysen är uppdelad på företag inom varje rubrik, som sedan sammanfattas i en jämförande analys där alla företag jämförs.

5.1. Inledning

Analysens teoretiska utgångspunkt ligger i *Sustainability Management Control Systems* med Simons (1995) Levers of Control-ramverk som grund och den analysmodell som presenterats i teoriavsnittet. Analysen ämnar utforska de kontrollsystem VC-bolag tillämpar gentemot sina portföljbolag gällande hållbarhetsstyrning. Vidare ämnar avsnittet undersöka dynamiken mellan kontrollsystemen och att förklara behovet av hållbarhetsstyrning utifrån agentteorins antaganden gällande informationsasymmetri.

Studiens analysmodell är uppbyggd för att förklara hur VC-bolags hållbarhetsstyrning sker genom att de fyra kontrollsystemen i LOC-ramverket representerar olika aktiviteter kopplade till hållbarhetsstyrning. De fyra kontrollsystemen presenteras initialt på företagsnivå, följt av varsin jämförande analys utifrån företagens tillämpning, för att bringa klarhet i företagens likheter och skillnader.

Vidare presenteras analysens upptäckter i en tabell, som tydliggör interaktioner mellan analysmodellens beståndsdelar och hur de kan samverka samt påverka varandra. Avslutningsvis placeras analysens initiala upptäckter i en bredare kontext utifrån informationsasymmetri med utgångspunkt i företagens balans av kontrollsystemen.



Figur 2: Egenkonstruerad analysmodell (Simons, 1995)

5.2. Värdebaserade kontrollsystem

Värdebaserade kontrollsystem utifrån SMCS syftar till att förankra en konsensus kring hållbarhet i företagskulturen. För att bedriva verksamhet utifrån en hållbarhetsstrategi krävs det att samtliga medarbetare delar samma värdegrund och det uppnås genom värdebaserade kontrollsystem. För att förmedla ett företags värderingar till medarbetare är det viktigt att ledningen håller en dialog med medarbetarna, det kan exempelvis ske genom att anordna konferenser eller upprätta uppförandekoder.

5.2.1. Företag 2

Företag 2 har en stark hållbarhetsprofil och en tydlig agenda gällande hållbarhet i sina portföljbolag, något som är viktigt för att driva en hållbar verksamhet (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). De har även ambitionen att ses som en ansvarstagande aktör i branschen. En del av företagets arbete mot denna ambition är att kommunicera sin vision via deras engagemang i portföljbolagens styrelser. Enligt Simons (1995) integreras en företagskultur genom initiativ och kommunikation från överordnade. Ytterligare initiativ som företag 2 arbetar med är informella uppförandekoder för styrelsemedlemmar, de inkluderar integritetsfrågor och andra generella hygienfaktorer. Det tyder på att visionen härstammar från den övre delen av företagshierarkin, vilket ger dem förutsättningar att förankra visionen i hela organisationen.

5.2.2. Företag 3

Respondent 3 har uppfattningen att det finns en medvetenhet kring hållbarhet i alla deras portföljbolag. För att förmedla deras vision representeras de i många fall i portföljbolagens styrelser, likt vad tidigare forskning visar vara vanligt förekommande (Klonowski, 2010; Proksch et al. 2016). Om de inte har en styrelseplats, deltar de på ägarmöten och för en kontinuerlig dialog med portföljbolagen för att lyfta hållbarhetsfrågor. Att föra en dialog med medarbetare är en viktig del i ett värdebaserat kontrollsystem och en hållbar företagskultur (Lueg & Radlach, 2015).

Företag 3 arrangerar workshops, det kan användas som ett värdebaserat kontrollsystem för att förmedla visionen om hållbarhet och jämställdhet (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Vid granskning av företag 3 framkommer det att de har fem kvinnliga och tre manliga styrelsemedlemmar, vilket tyder på att de värderar vad de förmedlar till portföljbolagen. Att agera utefter sin värdegrund är enligt Sheehan (2006) en viktig del i ett värdebaserat kontrollsystem.

Företag 3 är i vissa fall medinvesterare med andra VC-bolag som integrerar hållbarhet i sina investeringsavtal. Företag 3 skriver också under på dessa avtal för att visa att de har en gemensam värdegrund. Att skriva under avtal kopplat till uppförande kan enligt Cumming (2010) och Simons (1995) tolkas som ett värdebaserat kontrollsystem.

5.2.3. Företag 4a och 4b

Respondent 4 förklarar deras vision som att alla investeringar ska medföra positiva effekter, i både företag 4a och 4b, där båda företagen har höga ambitioner för hållbarhetsarbetet och att bidra till ett hållbart samhälle. Det är tydligt att vision och ambition är viktigt för respondent 4, då de endast investerar i företag med samma driv och ambition som de själva. Att enbart investera i likasinnade företag kan kopplas till Sheehan (2006) som belyser vikten av att anställa medarbetare som tror på visionen i företaget.

Företag 4 försöker främja hållbarhetsinitiativ i portföljbolagen, för att skapa en företagskultur där hållbarhet är i framkant. Kulturen skapas genom att belöna gynnsamma förslag på hållbara förändringar. Att belöna initiativ kopplat till hållbarhet kan tolkas som ett värdebaserat kontrollsystem företag 4 använder sig av. Lueg och Radlach (2015) menar att det är viktigt för att inkorporera ett hållbart synsätt i portföljbolagen. Företag 4 formulerar även tydliga mål för hur deras övergripande strategi ska bidra till en hållbar framtid. Att formulera mål för att integrera ett hållbarhetsfokus i företagskulturen kan enligt Lueg och Radlach (2015) vara ett värdebaserat kontrollsystem.

5.2.4. Företag 5

De bolag som företag 5 investerar i kan vid investeringstillfället vara mycket tidigt i processen, i vissa fall finns det endast en produktidé. Därmed är hållbarhet sällan centralt i deras affärsmodeller. Respondent 5 ser det som en möjlighet att förankra ett hållbarhetstänk i ett tidigt skede. Proksch et al. (2016) belyser vikten i att implementera ett värdebaserat kontrollsystem tidigt och menar att det utvecklar en långsiktig styrka.

För att förmedla företagets vision till portföljbolagen arrangerar de workshops kopplade till hållbarhet. Workshops är något som Arjaliès och Mundy (2013) samt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) förklarar som ett exempel på ett värdebaserat kontrollsystem som kan stärka visionen kopplat till hållbarhet. De workshops som företag 5 arrangerar kan därmed tolkas som värdebaserade kontrollsystem.

5.2.5. Jämförande analys av värdebaserade kontrollsystem

Sammanfattningsvis utför företagen ett flertal aktiviteter som kan tolkas vara värdebaserade kontrollsystem. Samtliga företag har ett starkt engagemang för hållbarhet och strävar efter att främja hållbarhetsinitiativ i sina portföljbolag och deras företagskulturer.

Det finns likheter mellan VC-bolagens värdebaserade kontrollsystem som har tolkats utifrån analysen. Samtliga företag har någon slags närvaro i portföljbolagens styrelser. Företagens styrelsearbete inkluderar till viss del att förmedla deras vision och syn på hållbarhet till portföljbolagen, vilket innebär att det kan tolkas som ett värdebaserat kontrollsystem. Dessutom arrangerar företag 2, 3 och 5 workshops för sina portföljbolag. Workshops öppnar ett forum för att förmedla företagens vision och syn på hållbarhet vilket tyder på att det är ett värdebaserat kontrollsystem.

Det finns även skillnader i hur företagen förmedlar sina värderingar genom avtal. Företag 2 formulerar avtal med informella uppförandekoder för styrelsemedlemmarna i portföljbolagen, det är en aktivitet som kan tolkas som ett värdebaserat kontrollsystem. Företag 4a, 4b och till viss del företag 3 utvecklar det och formulerar hållbarhetsmål i sina investeringsavtal. Att inkludera hållbarhetsfaktorer i avtal gör att värderingarna får en ökad tydlighet.

En anmärkningsvärd skillnad mellan företag 2 och 3 som kan antas påverka deras värdebaserade kontrollsystem och dess trovärdighet är deras förhållningssätt till jämställdhet. Företag 2 påstår att de värderar jämställdhet högt, trots att de har en ojämn könsfördelning bland anställda. Det kan, enligt tidigare forskning, sända negativa signaler till portföljbolagen. Företag 3 påstår också att de värderar jämställdhet högt och har en tämligen jämn könsfördelning bland deras anställda.

5.3. Gränssättande kontrollsystem

Gränssättande kontrollsystem utifrån SMCS syftar till att begränsa handlingsutrymmet för medarbetarna i linje med företagets hållbarhetsstrategi, för att säkerställa att hållbarhetsarbetet fortgår i ledningens önskade riktning. Det kan innebära uppförandekoder för de anställda, investeringsavtal som kan innehålla att ledningen kan bytas ut, att investeraren kan backa eller som finns till för att påminna de anställda om företagets ansvar.

5.3.1. Företag 2

Företag 2 påstår sig ha god kontroll över sina portföljbolag, de säkerställer kontroll genom att utforma investeringsavtal som ger dem hög rösträtt i styrelsen. Enligt Proksch et al. (2016) är det ett vanligt förekommande gränssättande system. Som tidigare nämnt inför företag 2 uppförandekoder och andra allmänna hygienfaktorer i sina investeringsavtal. Det kan antas vara en del av deras värdebaserade kontrollsystem men som på grund av dess skriftliga och formella karaktär även kan tolkas som ett gränssättande kontrollsystem (Simons, 1995). Genom styrelseengagemang kan företaget kontrollera och påverka portföljbolagens hållbarhetsarbete, eftersom det är viktigt att portföljbolagen följer de hållbarhetsrelaterade målen. Att sätta gränser och införa kontrollerande åtgärder är en viktig del av ett företags hållbarhetsarbete och kan tolkas som ett gränssättande kontrollsystem (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

5.3.2. Företag 3

Företag 3 är försiktiga med att ställa för hårda krav på sina portföljbolag kopplat till hållbarhet, då de anser att det kan bli en för stor börda i det tidiga skede som de investerar i. Respondent 3 förklarade att de inte har några formella uppförandekoder gällande hållbarhet, det kan tolkas som att företag 3 inte anser sig behöva hårt kontrollerande gränssättande kontrollsystem. Samtidigt säkerställer det inte kontroll, vilket enligt Sheehan (2006) är en viktig del av ett gränssättande kontrollsystem. Eftersom företag 3 har begränsade resurser är det svårt att implementera fler åtgärder som kan liknas vid gränssättande kontrollsystem. Det är anledningen till att de i större utsträckning förlitar sig på tillit genom dialog och kommunikation, aspekter som relaterar mer till interaktiva kontrollsystem.

Dock har de genom investeringsavtal mandat att godkänna och neka förslag i styrelsen, det är enligt Proksch et al. (2016) en aspekt av aktivt ägande vilket kan kopplas till ett gränssättande kontrollsystem. Företag 3 och deras portföljbolag formulerar även portföljbolagens affärsplaner i dialog, där de ges möjligheten att implementera uppförandekoder. Att inkludera uppförandekoder i affärsplanen är enligt Sheehan (2006) ett sätt att tydliggöra de gränssättande kontrollsystemen i organisationen.

5.3.3. Företag 4a och 4b

Företag 4a och 4b involverar sig i portföljbolagens verksamheter främst på en övergripande och strategisk nivå, de anser att portföljbolag klarar sig bäst själva på den operationella nivån. Genom att fokusera på det strategiska hållbarhetsarbetet kan de sätta övergripande gränser i portföljbolagen och genomsyra organisationerna med generella riktlinjer för hållbarhetsarbetet. En viktig egenskap i gränssättande kontrollsystem är att sätta gränser och riktlinjer för att försäkra att företagets strategiska riktning följs (Arjaliès & Mundy, 2013; Beusch et al. 2021; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

Ytterligare ett gränssättande kontrollsystem hos företag 4 är deras mandat att byta ut VD och ledningen i portföljbolagen. Cumming (2010) menar att det förekommer hos VC-bolag då de kan utnyttja sina breda och kompetenta nätverk för att rekrytera nya ledningspersoner till portföljbolagen. Vidare förklarar respondent 4 att de inte är i behov av omfattande gränssättande kontrollsystem då de har en stark tillit gentemot sina portföljbolag.

5.3.4. Företag 5

Företag 5 vill arbeta nära portföljbolagen i det operativa arbetet, för att göra det tar de en styrelseplats i alla bolag som de investerar i för att vara aktiva ägare (Klonowski, 2010; Proksch et al. 2016). Genom denna närhet kan de påverka beslutsfattande på flera nivåer och därmed influera hållbarhetsarbetet i önskvärd riktning (Proksch et al. 2016). Som komplement till en styrelseplats formulerar de aktieägaravtal som tillåter dem att gå ur en investering om portföljbolaget avviker från den överenskomna strategin. Det kan även fungera som en ytterligare kontrollerande faktor (Cumming, 2010). Dessa två medel kan rimligtvis skapa ett gränssättande kontrollsystem som säkerställer kontroll över portföljbolagen och ger VC-bolaget rätten att både fatta beslut och dra tillbaka sin investering om dessa beslut inte följs (Simons, 1995).

För att säkerställa att portföljbolagen inte har några negativa effekter formulerar företag 5 hållbarhetsmål utifrån SDG-målen. Företag 5 arrangerar obligatoriska workshops för portföljbolagen där de ska arbeta med SDG-målen. Dessa workshops ger företag 5 möjlighet att tydligt förmedla portföljbolagens gränser gentemot hållbarhetsstrategin vilket kan tolkas som ett gränssättande kontrollsystem. Att sätta gränser i linje med hållbarhetsstrategin är enligt tidigare forskning viktigt och definierar en fundamental del av gränssättande kontrollsystem (Arjaliès & Mundy, 2013; Beusch et al. 2021; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

5.3.5. Jämförande analys av gränssättande kontrollsystem

Sammanfattningsvis kan ett flertal gränssättande kontrollsystem tydas utifrån analysen, företagen har olika tillvägagångssätt för att begränsa sina portföljbolag. Samtliga företag har någon slags närvaro i portföljbolagen styrelse, det tillåter dem att begränsa företagens handlingsutrymme och kan tolkas som ett gränssättande kontrollsystem.

Utöver styrelseengagemang använder företagen avtal i olika grad. Företag 5 utmärker sig med hårda avtal som tillåter dem att gå ur en investering om ett portföljbolag avviker från den överenskomna strategin. Inget annat VC-bolag upprättar avtal som kan tolkas vara gränssättande till samma grad. Företag 2 har också avtal som kan tolkas vara gränssättande kontrollsystem men de är mer inriktade på hygienfaktorer.

Företag 3, 4a och 4b har till viss del ett liknande synsätt på avtal och gränssättande aspekter. De förlitar sig till större del på tillit och dialog, vilket kan tolkas som interaktiva kontrollsystem. Företag 4a och 4b anser sig inte behöva sätta gränser för sina portföljbolag då portföljbolagen klarar sig bättre själva på den operativa nivån. Dock sätter de gränser för att portföljbolagen ska följa den övergripande strategin, det kan tolkas som ett gränssättande kontrollsystem. Företag 4a och 4b har även mandat att byta ut ledningspositioner i portföljbolagen vilket kan anses vara gränssättande kontrollsystem.

Trots skillnader mellan företagen, uppmärksammas vikten av att sätta gränser och riktlinjer för att säkerställa att företagets hållbarhetsstrategier följs. I vissa fall, där det finns ett starkt förtroende till portföljbolagen, kan tillit antas ersätta traditionella gränssättande kontrollsystem.

5.4. Diagnostiska kontrollsystem

Diagnostiska kontrollsystem utifrån SMCS syftar till att skapa prestationsmått som gör det möjligt att mäta företagets hållbarhetsarbete. Genom att skapa välutformade mätsystem kan ledningen rikta resurser dit där det behövs. Prestationsmåtten tar ofta form som KPI:er, vilka måste vara välutformade för att vara relevanta.

5.4.1. Företag 2

I företag 2 är hållbarhetsrapportering något som prioriteras, där portföljbolagen rapporterar internt standardiserade prestationsmått kopplade till hållbarhet. Det gäller miljömässiga, jämställdhets- och styrningsrelaterade aspekter, vilket rapporteras och följs upp varje kvartal. Det kan tolkas som ett diagnostiskt kontrollsystem (Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

Företag 2 motiverar rapporteringen som ett sätt att upplysa portföljbolagen om de risker som finns med att utesluta rapportering. Vilket även Arjaliès och Mundy (2013) uppmärksammar, uteslutande av rapportering kan få negativa konsekvenser för hållbarhetsarbetet. Företag 2 följer upp kvartalsrapporterna för att säkerställa att portföljbolaget utvecklas i rätt riktning och för att jämföra dem med andra portföljbolags rapporter. Det kan tolkas som en interaktiv aspekt, som enligt Proksch et al. (2016) kan uppföljning även minska risk.

Gogio (2003) förklarar att ett välutvecklat diagnostiskt kontrollsystem ger möjligheten att följa upp de mål som inte uppfylls. Det utvecklas av Mankins och Steele (2005) som menar att diagnostiska kontrollsystem även underlättar arbetet med att korrigera dessa avvikelser.

5.4.2. Företag 3

Företag 3 är restriktiva gällande KPI:er kopplade till hållbarhet. De delar i viss utsträckning uppfattning med Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) som menar att många aspekter kopplat till hållbarhet innehåller mjuka värden och därför är svåra att kvantifiera. Företag 3 anser att en utförlig implementering av hållbarhetsrapportering måste ha hög relevans för att vara värd att genomföra, något som inte uppnås i dagsläget. Kvantifierbara data med nära koppling till strategiska mål och som medarbetare kan påverka är enligt Simons (1995) grundförutsättningar för ett diagnostiskt kontrollsystem. Företag 3 menar dock att deras portföljbolag inte behöver mäta effekter kopplade till hållbarhet för att ha en positiv påverkan. Trots företagets generella inställning till mätbarhet av hållbarhetsaspekter mäter de könsfördelning på årsbasis. Det är en del av deras engagemang mot en mer jämställd bransch och kan tolkas som ett diagnostiskt kontrollsystem (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

Företag 3 är återhållsamma gällande mätbarhet i deras diagnostiska kontrollsystem. Det kan leda till att de inte kan mäta och följa upp mot mål kopplade till hållbarhet, de kan inte heller korrigera avvikelser. Enligt Mankins och Steele (2005) är det viktiga egenskaper i ett diagnostiskt kontrollsystem. De har heller inte möjlighet att implementera incitamentsprogram kopplat till hållbarhet, något som kan ha stor effekt på ett företags prestation kopplat till hållbarhet (Derchi, Zoni & Dossi, 2021).

5.4.3. Företag 4a och 4b

Respondent 4 förklarar att de har olika rapporteringsprocesser för sina portföljbolag i företag 4a och 4b, där företag 4a endast kräver rapportering utifrån lagstadgade krav och därmed förlitar sig mycket på portföljbolagens eget arbete, den granskning som har gjorts innan investering samt den uppföljning som görs kontinuerligt. Företag 4b har hårdare krav gällande hållbarhetsrapportering. De formulerar egna prestationsmått för sina portföljbolag som de anser är relevanta och följer upp dessa kontinuerligt för att upptäcka risker, identifiera förbättringsområden och korrigera avvikelser, det är viktiga delar i ett diagnostiskt kontrollsystem (Arjaliès & Mundy, 2013; Beusch et al. 2021; Simons, 1995). Processen förenklas av att de har system till hjälp för detta.

Respondent 4 belyser även risker som finns med att följa upp absoluta tal i mindre bolag, det kan leda till problem när bolagen skalas upp. Respondent 4 tydliggör att deras prestationsmått är noga utvalda och relevanta för portföljbolagen. Att använda relevanta prestationsmått med nära koppling till företagets strategi anses vara en essentiell del av ett diagnostiskt kontrollsystem (Gogio, 2003; Simons, 1995).

5.4.4. Företag 5

Företag 5 arbetar aktivt med rapportering av hållbarhetsdata. Deras aktieägaravtal inkluderar krav på rapportering av KPI:er kopplade till hållbarhet från portföljbolagen. De KPI:er som portföljbolagen rapporterar är delvis utformade efter SDG-målen. Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) menar att det är gynnsamt att utforma diagnostiska kontrollsystem utifrån ramverk och standarder. Det kan också tillföra att måtten och det diagnostiska kontrollsystemet får en närmare koppling till företagets strategiska mål, en faktor som Simons (1995) anser är viktig. En viktig del av diagnostiska kontrollsystem är möjligheten till att kunna följa upp mot mål och avvikelser (Mankins & Steele, 2005). Ett internt system för rapportering kan möjligtvis förenkla denna process. Företag 5 har som ambition att i framtiden implementera ett system som effektiviserar både rapportering och uppföljning. Det kan antas leda till en utveckling av deras diagnostiska kontrollsystem. Idag har företaget endast ett system för att räkna ut och mäta portföljbolagens koldioxidutsläpp, men det är inte tillräckligt automatiserat.

5.4.5. Diagnostiska incitamentsprogram

Genom diagnostiska kontrollsystem får företagsledningar möjlighet belöna medarbetare utifrån deras prestationer. Det är vanligt förekommande att VC-bolag implementerar incitamentsprogram för att öka motivationen i sina portföljbolag (Arthurs & Busenitz, 2003; Cumming, 2010; Kaplan & Strömberg, 2001). Det gör även att medarbetare kan hållas ansvariga för sina handlingar i negativ bemärkelse (Simons, 1995). Vidare finns det en positiv korrelation mellan incitamentsprogram kopplat till hållbarhetsmål och ett bättre hållbarhetsarbete (Derchi, Zoni & Dossi, 2021). Trots detta har inget av företagen implementerat incitamentsprogram kopplat till deras hållbarhetsmål.

Företag 4a har ett indirekt bonusprogram då medarbetarna är delägare och får således en belöning när företaget presterar bra. Då det finns en positiv korrelation hos företag med ett aktivt hållbarhetsarbete och finansiell lönsamhet (Anon, 2021) kan det anses vara ett incitamentsprogram kopplat till hållbarhet men det finns ingen direkt koppling till ett diagnostiskt kontrollsystem. Företag 3, 4 och 5 är alla positivt inställda till ett diagnostiskt kontrollsystem med incitamentsprogram kopplat till hållbarhet och anser att det kan vara lämpligt att implementera.

5.4.6. Jämförande analys av diagnostiska kontrollsystem

Sammanfattningsvis varierar företagens tolkade diagnostiska kontrollsystem, de har olika inställning till hållbarhetsmått och deras tillvägagångssätt skiljer sig. En grundtes i diagnostiska kontrollsystem är enligt Simons (1995) att prestationsmått ska vara relevanta, ha en nära koppling till företagets strategi och medarbetare ska kunna påverka måtten. Företag 3 och 4b har en liknande uppfattning kopplat till detta och anser att de inte kan utforma prestationsmått som är relevanta till strategin. De anser även att de inte behöver prestationsmått för att vara säkra på att portföljbolagen arbetar hållbart, trots det har företag 3 krav på rapportering av jämställdhet.

Företag 2, 4b och 5 delar inte samma uppfattning som ovan, utifrån analysen kan det tolkas att de har mer diagnostiska kontrollsystem. Företagen har utformade prestationsmått som de anser är relevanta och har en nära koppling till strategin. De delar uppfattning om att prestationsmått är en viktig del i att säkerställa kvaliteten i portföljbolagens hållbarhetsarbete. En faktor som utmärker företag 5 är att de utformar prestationsmått utifrån SDG-målen, enligt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) är det fördelaktigt att utforma prestationsmått efter officiella standarder och ramverk. Deras diagnostiska kontrollsystem kan tolkas innehålla sådant som inget av de andra företagen innehåller.

Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) förklarar att företag är mer benägna att använda prestationsmått kopplade till miljömässig hållbarhet och att mått kopplade till social hållbarhet används i lägre utsträckning. Utifrån analysen har dock motsatsen funnits där företag 2, 4b och 5 mäter både sociala och miljömässiga aspekter av hållbarhet och företag 3 endast mäter social hållbarhet, i form av jämställdhet.

Ytterligare en observation utifrån analysen är hur företagen uppmärksammar vikten av att rapportera. Det är endast företag 2 som upplyser portföljbolagen om risker kopplat till att utesluta rapportering. Arjaliès och Mundy (2013) förklarar att uteslutande av rapportering kan innebära negativa konsekvenser för hållbarhetsarbetet. Det kan tolkas som en skillnad i företagets diagnostiska kontrollsystem, eftersom inget annat företag har lyft samma perspektiv.

5.5. Interaktiva kontrollsystem

Interaktiva kontrollsystem utifrån SMCS syftar till att minska den strategiska osäkerheten genom interaktioner inom företaget. Genom diskussion främjas lärande och innovation i organisationer, det kan exempelvis framträda genom uppföljning av beslut och mål eller genom diskussioner på styrelsemöten. Interaktiva kontrollsystem även viktiga för att stabilisera externa faktorers påverkan på företag.

5.5.1. Företag 2

Företag 2 har ett aktivt engagemang i portföljbolagens operationella arbete, vilket till stor del sker genom diskussion och dialog mellan företaget och portföljbolagen. Diskussion är en stor del av interaktiva kontrollsystem, att dela åsikter och erfarenheter kring hållbarhet kan skapa värde och stimulera lärande i organisationer (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019; Simons, 1995). Företag 2 diskuterar hållbarhetsarbete på styrelsemöten, det är ett forum där personer med olika bakgrund kan dela erfarenheter och lära av varandra. Företag 2 håller dialog med utvalda portföljbolag på veckobasis. Kontinuerliga dialoger kan klassas som ett interaktivt kontrollsystem och bidrar med en minskad strategisk osäkerhet (Pavlov & Micheli, 2018). Det kan vara av stor betydelse för portföljbolagen, vars verksamheter ofta är riskfyllda.

Företag 2 har även ett internt system där hållbarhetsdata rapporteras, systemet möjliggör även att VC-bolaget kan följa upp på data som portföljbolagen rapporterar. Uppföljning är en

viktig del av interaktiva kontrollsystem eftersom det möjliggör revidering av strategiska beslut (Pavlov & Micheli, 2018). Vidare anordnar företag 2 workshops för sina portföljbolag, där möjligheten till interaktion mellan portföljbolagen ges. De kan diskutera förhållningssätt mot externa risker för att lära av varandra och således minska strategisk osäkerhet kopplat till hållbarhet (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019; Pavlov & Micheli, 2018). Dessa workshops ger även tillfälle att kommunicera hållbarhetsstrategier mellan olika nivåer i företagshierarkin, vilket är viktigt för att strategin inte ska försummas (Beusch et al. 2021; Sheehan, 2006).

För att underlätta hållbarhetsrapporteringen för portföljbolagen använder de sig av ett rapporteringssystem som de implementerar hos alla portföljbolag. Inom systemet finns även vägledning för hur prestationsmått ska räknas ut, det kan underlätta för portföljbolagens inlärning och berör enligt Simons (1995) en viktigt interaktiv aspekt.

5.5.2. Företag 3

I företag 3 sker hållbarhetsstyrning mestadels genom diskussioner under styrelsemöten vilket gör att kommunikationen sker mellan hierarkinivåer, det är en viktig komponent i interaktiva kontrollsystem och leder till en minskad risk att hållbarhetsstrategin försummas (Sheehan, 2006; Beusch et al. 2021). De kan då ta in andra ledamöters åsikter och diskutera potentiella strategiska osäkerheter. Vidare kommunicerar de även med operativa avdelningar och berör således flera hierarkinivåer.

Företag 3 håller kontinuerliga dialoger med alla sina portföljbolag, det är en av deras främsta metoder för att kontrollera hållbarhetsarbetet i portföljbolagen. Kontinuerliga dialoger prioriteras än mer i de portföljbolag där de inte är representerade i styrelsen. Där de har möjlighet använder de styrelsemöten som forum för kommunikation i större utsträckning. Ett interaktivt kontrollsystem i företag 3 är de workshops som arrangeras tillsammans med ett annat VC-bolag. Där ges tillfälle för bådas portföljbolag att delta i diskussioner som främjar hållbar utveckling. Dessa workshops öppnar ett forum för lärande och innovation, vilket kan bidra med att minska den strategiska osäkerheten (Pavlov & Micheli, 2018; Simons, 1995). Samarbeten med andra VC-bolag ser respondent 3 som något positivt då de arbetar med begränsade resurser, genom samarbeten kan de nå målen mer effektivt.

Portföljbolagen till företag 3 arbetar med SDG-målen vilket också främjas i dialogerna sinsemellan. Företag 3 granskar bolagens påverkan på målen samtidigt som de finner sätt att implementera målen centralt i verksamheterna, något som Sheehan (2006) menar är viktigt i ett interaktivt kontrollsystem, särskilt när omvärlden förändras. En typisk dialog mellan företag 3 och ett portföljbolag innehåller även mycket stöd och rådgivning genom vägledning och diskussioner gällande hållbarhet. Eftersom företag 3 förlitar sig mycket på dialoger är det även detta forum som stora delar av uppföljningen sker, främst på ett muntligt och informellt plan. Arjaliès och Mundy (2013) samt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) menar att det är värdeskapande och Simons (1995) samt Beusch et al. (2022) argumenterar för att det stimulerar lärande och innovation i det interaktiva kontrollsystemet.

5.5.3. Företag 4a och 4b

Respondent 4 uppfattar att behovet av stöd generellt sett är stort i portföljbolagen, men att det kan variera mellan bolagen beroende på vilken mognadsgrad de har samt hur kompetent ledningsgruppen är. Respondent 4 är involverad i två VC-bolag med olika ägare, respondenten beskriver att båda företagen är relativt passiva gentemot sina portföljbolag. De vill inte ta för stor plats i det operativa arbetet hos portföljbolagens verksamheter utöver generell vägledning och rådgivning. Simons (1995) och Beusch et al. (2022) förklarar att när operativa delar av verksamheter får större ansvar stimuleras lärande inom organisationen. Det utgör en del av företagens interaktiva kontrollsystem. Trots att företag 4a och 4b är relativt passiva, är de alltid öppna för dialoger och stöttning i portföljbolagen kopplat till hållbarhet. Vilket kan tolkas som ett interaktivt kontrollsystem enligt Arjaliès och Mundy (2013) samt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019). Mest involverade är de dock i frågor gällande personal och rekrytering, eftersom det alltid ställs krav på kompetent personal.

I de portföljbolag där företag 4b är mer aktivt involverade tar de generellt en roll som styrelseordförande för att möjliggöra en nära dialog med VD. Utöver det utnyttjas styrelsemöten som forum för kommunikation vilket enligt Beusch et al. (2021) och Sheehan (2006) är positivt för strategiarbetet. I portföljbolagen där de är mindre ägare har de generellt en plats som styrelseledamot och har således mindre mandat att ställa krav. Företagens krav i dessa portföljbolag är att en kontinuerlig dialog med fokus på hållbarhet förs med ledning och styrelse, det är en värdeskapande del av ett interaktivt kontrollsystem (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019). Eftersom de fokuserar på att föra dialog med både ledning och styrelsen når de flera hierarkinivåer i portföljbolagen, vilket enligt Beusch et al. (2021) och Sheehan (2006) har en positiv inverkan på interaktiva kontrollsystem.

Företag 4b påverkar speciellt sina portföljbolag genom styrelsen, oavsett om de själva tar en plats i den. Respondent 4 förklarar att det är på grund av deras gedigna strategiarbete gentemot hållbarhetsmålen som de har mycket kompetens att tillföra där, vilket enligt Pavlov och Micheli (2018) gynnar dem med en mindre strategisk osäkerhet.

Då företag 4b har ett stort inflytande i sina portföljbolag kan de även byta ut VD och ledning för att säkerställa att utvecklingen fortgår mot de uppsatta målen. I företag 4b följer de även kontinuerligt upp på rapporterade data från sina portföljbolag för att identifiera eventuella risker eller förbättringsområden, vilket Pavlov och Micheli (2018) ser som riskminimerande åtgärder då det interaktiva kontrollsystemet bidrar med en högre säkerhet gällande strategiska beslut då diskussionerna och uppföljningen fokuserar på föränderlig information.

5.5.4. Företag 5

I företag 5 engagerar de sig i styrelsen för sina portföljbolag, där ges de möjlighet att stötta och rådgiva portföljbolagen. Hållbarhetsfrågor följs även upp med styrelsen vilket minskar den strategiska osäkerheten (Pavlov & Micheli, 2018). Företag 5 arrangerar workshops med fokus på hållbarhet vilket ger portföljbolagen ett forum att diskutera potentiella risker kopplat till hållbarhet. Inför workshop-tillfällena väljer företag 5 ut tre SDG-mål till vardera portföljbolag som de ska arbeta med. Under deras arbete uppmuntras de att ta hjälp av och

diskutera med andra portföljbolag, genom diskussioner kan portföljbolagen dela med sig av erfarenheter vilket enligt Arjaliès och Mundy (2013) och Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) är värdeskapande för dem. Diskussionerna under deras workshops har enligt respondent 5 lett till mycket lärande inom portföljbolagen, något som går att härleda till Simons (1995) och Beusch et al. (2022) syn på det interaktiva kontrollsystemet. Tuomela (2005) menar huvudsakligen att lärande sker genom just diskussion och dialog.

Respondent 5 förklarar att de är medvetna om att nya regleringar kopplat till hållbarhet kommer att införas vilket enligt Sheth och Sisodia (2005) kan innebära både hot och möjligheter för företaget och deras portföljbolag. Dessa regleringar som innebär hårdare rapporteringskrav kan anses vara ett hot för att det kommer kräva mer tid och pengar, men samtidigt en möjlighet då det bidrar till fortsatt lärande och innovativa lösningar. Sheehan (2006) uttrycker vikten av att det interaktiva kontrollsystemet är välfungerande när omvärlden förändras, precis som den gör när nya regleringar införs.

Respondent 5 har en syn på hållbarhetsarbete som något nödvändigt för att tas på allvar på kapitalmarknaden. Utöver den aspekten ser respondenten också en trend i att alltmer kapital investeras i hållbara bolag som en följd av de regleringar som har införts och samhällets generella initiativ. Detta motsvarar den möjlighet som kommer med nya direktiv och regleringar som Sheth och Sisodia (2005) förklarar i sin forskning.

5.5.5. Jämförande analys av interaktiva kontrollsystem

De intervjuade företagen använder flera interaktiva kontrollsystem, som skiljer sig mellan bolagen. Företagen representeras i majoriteten av portföljbolagens styrelser, där förs dialog och diskussion kring hållbarhet. Företag 2 och 3 förlitar sig särskilt till en dialog med portföljbolagen, där företag 2 använder det som ett sätt att involvera sig i det operationella arbetet och där diskussioner i företag 3 till stor del sker under styrelsemöten. Även företag 2 använder styrelsemöten som ett forum för att diskutera hållbarhetsarbete.
Skillnaden mellan företag 2, 3 och 4b är att i det sistnämnda fokuserar de mycket på att ha en dialog med portföljbolagens VD, som de åstadkommer genom att ta en roll som styrelseordförande. Likheterna mellan företag 2, 3 och 4b är att de använder styrelsemöten som ett forum för att framföra sin hållbarhetsstrategi. I företag 5 framgår det inte att en kontinuerlig dialog förs med portföljbolagen, vilket skiljer dem från resten av företagen.

Vidare är även uppföljning ett framstående arbetssätt hos företagen, det ger dem möjlighet att följa upp och utveckla hållbarhetsarbetet. Det förekommer även uppföljning med hjälp av diagnostiska kontrollsystem, vilket effektiviserar uppföljningsprocessen. Under alla intervjuer framgick det att någon typ av uppföljning sker, företag 3 använder sig av en mer informell uppföljning som sker muntligt under de dialoger de har med portföljbolagen. I företag 5 sker uppföljningen av hållbarhetsfrågor med styrelsen. Företag 2 och 4b skiljer sig åt från de andra, då de följer upp rapporterade hållbarhetsdata från KPI:er och interna system. Pavlov och Micheli (2018) menar att en kontinuerlig uppföljning krävs för att minska den strategiska osäkerheten i ett företag. Alla företag använder sig av uppföljning, men på olika sätt.

Workshops och möten mellan portföljbolag är förekommande, det innebär att ytterligare forum öppnas för portföljbolagen och de kan lära av varandra. Företag 2, 3 och 5 anordnar hållbarhetsworkshops för sina portföljbolag som Tuomela (2005) menar kan stimulera lärande och innovation. Det praktiska genomförandet ser dock annorlunda ut sinsemellan dem. Företag 2 anordnar hållbarhetsworkshops med syftet att portföljbolagen ska interagera med varandra, samt för att skapa en dialog mellan olika hierarkinivåer, som Beusch et al. (2021) ser som en fördel i ett interaktivt kontrollsystem för att hållbarhetsstrategin inte ska försummas. Företag 3 anordnar även hållbarhetsworkshops, men de samarbetar med ett annat VC-bolag då deras resurser är begränsade. Detta skapar ett tillfälle för båda VC-bolagens portföljbolag att samlas, diskutera och lära av varandra. Företag 5 anordnar även de hållbarhetsworkshops för sina portföljbolag, inför dessa väljer de ut tre SDG-mål som varje portföljbolag ska arbeta med, vilket de uppmuntras att göra genom att diskutera och ta hjälp av resterande portföljbolag. Till skillnad från de företagen, anordnar varken företag 4a eller 4b någon typ av workshops.

Slutligen bidrar ovan nämnda kontrollsystem till en minskad strategisk osäkerhet kopplat till hållbarhet för både portföljbolagen och företagen, vilket är målet med interaktiva kontrollsystem.

5.6. Interaktion mellan kontrollsystem

En central aspekt av studiens analysmodell är att den möjliggör klassificering av aktiviteter utifrån de olika kontrollsystemen, varje kontrollsystem har unika aspekter som avgör klassificeringen. Utöver att se kontrollsystemen som separata system, inkluderar studiens analysmodell en dynamisk relation mellan kontrollsystemen. Det innebär att en aktivitet kan klassificeras inom flera olika kontrollsystem genom att innefatta aspekter från olika kontrollsystem. Det är till stor del beroende på aktivitetens intention och hur den utförs. Exempelvis är hållbarhetsworkshops en aktivitet som flera företag använder för att sprida sin hållbarhetsvision till portföljbolagen, likt ett värdebaserat system. Workshops ger även tillfälle för dialog, diskussion och lärande, vilket innefattar aspekter ur ett interaktivt kontrollsystem. Samtidigt kan tillfällena utnyttjas för att konkretisera gränser, vilket gör det till ett gränssättande kontrollsystem. Den dynamiken mellan de olika kontrollsystemen gör att workshops kan klassificeras som tre olika kontrollsystem. *Tabell 3* visar hur VC-bolagens mest förekommande aktiviteter kan interagera med flera kontrollsystem samtidigt.

Tabell 3: Dynamik och interaktion mellan kontrollsystemen

Aktivitet/System	Värdebaserade Kontrollsystem	Gränssättande Kontrollsystem	Diagnostiska Kontrollsystem	Interaktiva Kontrollsystem
Rapportering			X	X
Diskussion och Dialog	X			X
Workshops	X	X		X

Styrelse engagemang	X	X		X
Investeringsavtal/ Aktieägaravtal	X	X		
Uppförandekoder	X	X		
Mål	X			X

5.7. Balans på företagsnivå

LOC-ramverkets kontrollsystem används simultant och kan balansera varandra. Balansen mellan kontrollsystemen varierar mellan organisationer beroende på hur företagets strategi och behovet av kontroll. Hur VC-bolagen använder kontrollsystem kan därmed förklara deras strategi och arbetssätt kopplat till hållbarhet samt deras förhållningssätt till eventuella informationsasymmetrier mellan dem och deras portföljbolag (Simons, 1995).

Utifrån analysen kan företag 3 och 4a antas ha relativt lika arbetssätt och strategi, där värdebaserade och interaktiva kontrollsystem är centralt hos båda företagen. Företagens arbetssätt kan liknas med frihet under ansvar. Organisationskulturen i portföljbolagen främjas och medarbetarna får verktyg för att hantera strategiska osäkerheter. Båda företagen har utifrån analysen färre diagnostiska och gränssättande kontrollsystem, det kan innebära att de inte besitter verktyg för att arbeta med mätbara hållbarhetsmål. På grund av färre gränser kan det också leda till att portföljbolagen riskerar att agera utanför strategin, något som kan innebära konsekvenser. Glücksman (2020) förklarar dock att när målkongruens existerar mellan VC-bolag och deras portföljbolag minskar risken att portföljbolagen ska agera efter egen strategi.

Utifrån analysen kan det även tolkas som att företag 3 och 4a har en stark tillit gentemot sina portföljbolag, de har en organisationskultur som främjar hållbarhet. Det kan innebära att de inte har samma behov av utförliga gränssättande kontrollsystem eftersom portföljbolagen är överens om den gemensamma strategin. Enligt Glücksman (2020) minskar riskerna kopplat till informationsasymmetri och att portföljbolagen agerar utifrån eget intresse av att företagen och deras portföljbolag litar på varandra.

Utifrån analysen kan arbetssätt och strategi i företag 4b tolkas som relativt likt dem i företag 3 och 4a, med skillnaden att företag 4b även arbetar aktivt med diagnostiska kontrollsystem. Balansen mellan kontrollsystemen i företag 4b kan anses vara relativt lik företag 3 och 4a, men de har större möjligheter till att kontrollera portföljbolagen och få insikter om hållbarhetsarbetet genom deras diagnostiska kontrollsystem. Anledningen till att företag 4b arbetar med diagnostiska kontrollsystem i större utsträckning antas vara för att kvantifierbara mått har en nära koppling till deras hållbarhetsstrategi och mål. Något som är i kontrast till företag 3 och 4a som möjligtvis inte kan konkretisera en liknande koppling till deras hållbarhetsstrategi.

Företag 4b kan utifrån ett agentteoretiskt perspektiv riskera att bli utnyttjade av sina portföljbolag (Glücksman, 2020). Dock bör diagnostiska kontrollsystem öka företagets insyn i portföljbolagen och således minska eventuella informationsasymmetrier.

Utifrån analysen kan det tolkas att arbetssättet i företag 2 skiljer sig från företag 3, 4a och 4b. Företag 2 kan uppfattas ha en mer kontrollerande hållbarhetsstrategi. De ger ett mindre utrymme till värdebaserade kontrollsystem och tycks balansera detta genom att implementera gränssättande, diagnostiska och interaktiva kontrollsystem. Balansen i företag 2 tyder på att de inte prioriterar att förändra portföljbolagens kärnvärderingar, utan i stället kontrollera att de följer företagets värderingar. Det gör dem genom att formulera gränser portföljbolagen ska arbeta inom, implementera mätbara mål som visar vilken riktning de ska arbeta mot och sedan följa upp dessa.

Det kan ses som en hårt kontrollerande och riskminimerande strategi, en anledning till detta kan vara att företaget är medvetna om riskerna kopplade till informationsasymmetri. Om företag 2 inte kan lita på att det finns målkongruens mellan dem och portföljbolagen, kan det krävas kontrollerande åtgärder (Glücksman, 2020). Formella gränser och mätbara mål kan antas vara åtgärder för att företaget ska minska informationsasymmetrin mellan sina portföljbolag. Det är även en förutsättning för lyckosamma investeringar (Cumming & Johan, 2008).

Analysen av företag 5 tyder på att de föredrar en jämn fördelning av kontrollsystem i sin hållbarhetsstyrning. De verkar prioritera samtliga kontrollsystem lika mycket och skiljer sig från övriga företag som inte har samma jämna fördelning och lägger större vikt vid enskilda kontrollsystem. Det behöver inte innebära att företag 5 har bäst balans utan snarare att det passar den specifika situation som företaget befinner sig i. Det är möjligt att företaget har varierande arbetssätt gentemot olika portföljbolag och därmed olika sätt att minska informationsasymmetrin i portföljbolagen. Analysen har bidragit med en övergripande bild av deras hållbarhetsstyrning men det är möjligt att de varierar användningen av kontrollsystemen mellan portföljbolagen.

Utifrån studiens urval och analysen ovan kan flera olika arbetssätt identifieras. Företagen kan tolkas balansera de olika kontrollsystemen på olika sätt vilket således påverkar deras arbetssätt kopplat till hållbarhet. Utifrån deras tolkade arbetssätt kan även olika förhållanden till informationsasymmetri finnas. Analysen lyfter både företag som arbetar strikt kontrollerande gentemot portföljbolagen för att minska informationsasymmetri, och företag som förlitar sig mer på relationen och tilliten gentemot portföljbolagen.

6. Slutsats och slutdiskussion

Följande avsnitt innehåller studiens slutsatser som har fastställts med utgångspunkt i studiens empiriska material och den efterföljande analysen. Följande en bredare diskussion kring studiens empiriska betydelse.

6.1. Slutsatser

Studiens syfte har varit att utforska de kontrollsystem Venture Capital-bolag använder gentemot sina portföljbolag gällande hållbarhetsstyrning. Vidare ämnade även studien att placera behovet av hållbarhetsstyrningen i ett bredare sammanhang utifrån agentteorins antaganden kring informationsasymmetri. För att besvara syftet formulerades följande forskningsfråga: *Hur arbetar Venture Capital-bolag med hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag?*

Utifrån studiens urval är det tydligt att det värdebaserade kontrollsystemet är av stor vikt. Det framgår även att det finns någon typ av värdebaserat kontrollsystem i alla företag vilket belyser dess vikt i VC-bolags hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag. Enligt tidigare forskning är värdebaserade kontrollsystem viktiga då de har stor påverkan på företagskultur (Arjaliès & Mundy, 2013; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019; Simons, 1995). Att främja en hållbar företagskultur tidigt kan antas vara av stor vikt för VC-bolagen i arbetet med portföljbolagens tillväxt. Att sprida en värdegrund och vision kopplat till hållbarhet kan även antas vara relativt riskfritt, en faktor som möjligtvis kan förklara VC-bolagens fokus på värdebaserade kontrollsystem.

VC-bolagen är generellt sett aktiva ägare i sina portföljbolag, ofta genom styrelseengagemang (Klonowski, 2010). Denna studie visar att styrelseengagemang också är ett sätt för VC-bolagen att styra hållbarhetsarbetet i portföljbolagen. Genom styrelsen kan de arbeta nära verksamheten, implementera kontrollsystem kopplade till hållbarhet, diskutera förslag och följa upp vartefter portföljbolagen utvecklas. Genom styrelsen har VC-bolag även möjligheten att införa uppförandekoder och avtal kopplade till portföljbolagens förhållningssätt till hållbarhet. Tidigare forskning beskriver avtal och uppförandekoder som gränssättande kontrollsystem som kan tydliggöra förhållningssätt i organisationer utifrån ett hållbarhetsperspektiv (Arjaliès & Mundy, 2013; Beusch et al. 2021; Laguir, Laguir & Tchemeni, 2019).

Studien har belyst flera former av hållbarhetsstyrning i VC-bolag. Hållbarhetsworkshops är en vanligt förekommande aktivitet där möjligheten ges för VC-bolagen att sprida sin vision och allmänna inställning till hållbarhet. Portföljbolagen får också möjlighet att dela kunskap mellan varandra och således utveckla sitt hållbarhetsarbete. Detta stämmer överens med Arjaliès och Mundy (2013) samt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) upptäckter för hur en hållbarhetsstrategi förankras i ett företag.

Studien visar att hållbarhetsstyrning i VC-bolag även sker genom rapportering. Det är ett sätt för VC-bolagen att följa upp portföljbolagens arbete mot hållbarhetsmålen. Det ger även möjlighet att följa upp det operationella arbetet i portföljbolagen och kontrollera avvikelser. Arjaliès och Mundy (2013) förklarar att diagnostiska kontrollsystem är en viktig del i hållbarhetsstyrning men att det sällan når upp till samma nivå av integrering jämfört med traditionella diagnostiska kontrollsystem. Det går i linje med studiens resultat som visar att vissa, men inte alla, VC-bolag kräver att portföljbolagen ska rapportera hållbarhetsrelaterade prestationsmått.

Tidigare forskning visar att det kan finnas risker kopplade till informationsasymmetri i relationen mellan VC-bolag och portföljbolag (Crombie & Geeki, 2010; Glücksman, 2020). VC-bolagens varierande hållbarhetsstyrning kan möjligtvis förklaras som preventiva arbetssätt gentemot riskerna kopplade till informationsasymmetri och portföljbolagens möjlighet att agera i egennytta. Följaktligen är det möjligt att vissa VC-bolag har mer kontrollerande hållbarhetsstyrning eftersom deras risker kopplade till informationsasymmetri är högre och vice versa.

Avslutningsvis har denna studie visat att VC-bolag till stor del har varierande arbetssätt gällande hållbarhetsstyrning. Företagen balanserar sitt användande av kontrollsystem på olika sätt för att anpassa det till sin egen specifika situation och behov. Vidare kan slutsatsen dras att det finns tydliga och starka ambitioner bland svenska VC-bolag att arbeta med hållbarhet. VC-bolagen har arbetssätt och processer för att styra sina portföljbolags hållbarhetsarbete vilket gör att de kan arbeta proaktivt inför kommande lagstiftningar, påtryckningar från samhället och andra utmaningar.

6.2. Slutdiskussion

Studien ämnade att besvara hur Venture Capital-bolag arbetar med hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag. Följande slutdiskussion innehåller en fri diskussion kring studiens empiriska betydelse.

Studien visade att kontrollsystemen kan komplettera varandra, exempelvis verkar företag kunna komplettera ett svagare diagnostiskt- eller gränssättande kontrollsystem med ett starkare interaktivt kontrollsystem. Företag 4a demonstrerar hur de som ägare till stor del kan förlita sig på en utförlig granskning av portföljbolag innan investering, för att sedan fokusera på interaktiva processer som uppföljning och dialoger. Det innebär att de inte behöver belasta portföljbolagen med utförliga rapporteringsprocesser eller gränssättande åtgärder.

En följd av att applicera LOC-ramverket på små företag är att gränserna mellan kontrollsystemen kan anses vara vaga, det leder till att en aktivitet kan inkluderas av flera kontrollsystem. Det kan anses positivt eftersom VC-bolagen kan använda samma aktivitet till flera ändamål, och således implementera kontrollsystem till lägre kostnad. Exempelvis kan hållbarhetsworkshops användas som ett värdebaserat, gränssättande och interaktivt kontrollsystem.

De fyra kontrollsystemen i LOC-ramverket har förekommit i olika utsträckning hos de olika företagen, det kan möjligtvis innebära att företagen värderar kontrollsystemen olika. Utifrån analysen har det framkommit att det värdebaserade systemet förekommer flest gånger, det kan även innebära att det anses vara viktigast. En anledning till att det ofta förekommer kan vara att grunden till VC-bolagens hållbarhetsstyrning finns i det värdebaserade systemet och används som utgångspunkt i de övriga kontrollsystemen. Det näst vanligaste kontrollsystemet är det interaktiva. En bidragande faktor till det är att många aktiviteter innefattar dialog, diskussion och uppföljning mellan VC-bolagen och portföljbolagen.

Det tredje mest förekommande kontrollsystemet är det gränssättande, företagen har två förhållningssätt till det gränssättande kontrollsystemet. Antingen implementerar de hårda gränser hos portföljbolagen, eller förlitar sig mer på fria och övergripande strategiska förhållningssätt kring hållbarhet. Det mer övergripande förhållningssättet verkar fungera på grund av en kombination av god tillit och kontinuerlig dialog. Ytterligare en anledning till att vissa företag undviker att sätta hårda gränser för sina portföljbolag kan vara att det hämmar motivationen i portföljbolagen.

Det ovanligaste och möjligtvis minst viktiga kontrollsystemet är det diagnostiska. Ungefär hälften av företagen har någon slags hållbarhetsrapportering i sina portföljbolag. Argumenten mot hållbarhetsrapportering varierar bland företagen. Det är dyrt att implementera system som kan effektivisera processen och det kan vara svårt att finna någon riktig relevans i hållbarhetsrapportering hos portföljbolagen.

7. Studiens begränsningar, bidrag och framtida forskning

Följande avsnitt innehåller inledningsvis studiens begränsningar, sedan presenteras studiens bidrag till framtida forskning uppdelat i teoretiskt och praktiskt bidrag.

7.1. Begränsningar

Studiens syfte var att förklara VC-bolagens hållbarhetsstyrning i sina portföljbolag, det empiriska underlaget stödjer studiens slutsatser. De slutsatser som framkommit kan dock anses begränsade på grund av vissa faktorer. En begränsning som föreligger denna studie är urvalet för empiriinsamlingen, då flera företag avböjde att bli intervjuade eller uteblev helt med svar. Antalet respondenter kan därför anses vara en begränsande faktor för generaliserbarheten i slutsatserna. För att överkomma detta har respondenter från samma företag intervjuats i hopp om att skapa en mer generell uppfattning för branschen. Studiens generaliserbarhet påverkar även dess överförbarhet, då framtida forskning kan finna andra slutsatser i ett större urval. Därmed är studiens slutsatser generaliserbara i det specifika urvalet eftersom företagen är aktiva inom VC-branschen och visar på liknande värderingar, men vidare forskning krävs för att fastställa det.

Studiens subjektivitet är även något som går att reflektera över, eftersom Bryman och Bell (2017) menar att en kvalitativ forskningsmetod inte kan karaktäriseras av fullständig objektivitet. Vid insamlandet, kategoriseringen och analysen av forskningsmaterialet finns det alltid en överhängande aspekt av subjektivitet. Genomgående i studien har detta övervägande tillfört diskussioner och nya perspektiv som varit bidragande för att nå ett objektivt resultat. Det är viktigt att vara medveten om dessa begränsande aspekter vid granskning av studien och dess slutsatser.

7.2. Teoretiskt bidrag

Studien har applicerat *Sustainability Management Control Systems* som har formgivits utifrån *Levers of Control*-ramverket på svenska VC-bolag utifrån ett ägarstyrnings-perspektiv. Det är utifrån författarnas vetskap den första gången en sådan studie utförs, vilket bidrar till ett ökat tillämpningsområde för *Sustainability Management Control Systems*. Tillämpningen av SMCS i dessa mindre företag är viktig för förståelsen av hur de arbetar med hållbarhetsstyrning, eftersom regelverk införs som kommer att gälla för dessa företag i framtiden.

Studien har undersökt VC-bolags verksamheter och hur de styr hållbarhetsarbetet i sina portföljbolag. Den kompletterar tidigare forskning inom Venture Capital, ägarstyrning och hållbarhetsstyrning genom att undersöka begreppen i kombination. Studien bygger vidare på Simons (1995) ramverk och de insikter som Arjaliès och Mundy (2013) samt Laguir, Laguir och Tchemeni (2019) delar i hur hållbarhetsstyrning kan kontextualiseras. Genom att även beakta aspekter av informationsasymmetri ger det studien ett bredare bidrag till existerande forskning.

7.3. Praktiskt bidrag

Studien har visat hur svenska VC-bolag arbetar med hållbarhetsstyrning gentemot sina portföljbolag, vilket VC-bolag och andra bolag som arbetar med små företag kan dra nytta av i sitt hållbarhetsarbete. Studien visar även vilka de framstående metoderna är beroende på VC- och portföljbolagets egenskaper, där ekonomiska och humana resurser spelar en stor roll för vilka metoder som kan implementeras.

Studien kan fortsättningsvis bidra med inspiration och vägledning för företag som möter liknande utmaningar vid implementeringen av hållbarhetsstyrning i deras verksamheter. Exempelvis har denna studie bidragit med vetskapen att en utförlig granskning av ett investeringsobjekt följt av en kontinuerlig uppföljning av verksamheten kan minska behovet av hårt gränssättande åtgärder. De aspekter kopplat till hållbarhetsrapportering som har avhandlats bidrar även till en mer nyanserad bild av hur det kan genomföras i praktiken i små företag.

7.4. Förslag till vidare forskning

Denna studie visar inte hur hållbarhetsstyrning påverkar prestation i portföljbolag. En fallstudie är därmed en intressant fortsättning, som undersöker hur balansen mellan de olika kontrollsystemen påverkar prestationen i ett portföljbolag. Det hade kunnat ge svar på om hållbarhetsstyrning har en korrelation till prestation i portföljbolag.

Fortsatt forskning inom området hade även kunnat bidra med mer generella slutsatser, förslagsvis genom att utföra en liknande studie med större urval, nya geografiska marknader eller i specifika nischer inom VC-branschen. Förslagsvis hade hållbarhetsstyrning i nischade VC-aktörer kunnat undersökas för att bidra med en mer koncentrerad bild av forskningsområdet. Ett annat förslag är att genomföra en liknande studie kvantitativt.

Studien utgår från hållbarhetsstyrning och Management Control Systems, däremot finns det ytterligare aspekter av VC-bolag som kan vara relevanta att undersöka. En aspekt som studien behandlar och som är möjlig att undersöka mer djupgående är agent- och principalrelationen mellan VC-bolagen och deras portföljbolag. Relationen mellan VC-bolagen och deras ägare är en ytterligare dimension av VC-bolagens relationer där agentteorin kan tillämpas och vara relevant att undersöka. Vidare har studien applicerat en utvecklad version av Simons (1995) LOC-ramverk, det finns andra ramverk kopplat till hållbarhetsstyrning som möjligtvis hade kunnat resultera i andra slutsatser.

8. Författardeklaration

Författarna intygar att studien är genomförd gemensamt, och att vi, Konrad och Mikael, tar fullt ansvar för innehållet. Vi intygar även att studiens samtliga artiklar och andra källor har lästs av båda författarna för att förankra en gemensam bild av den tidigare forskningen.

Referenslista

Almér, C. (n.d.). Så förbereder ni er hållbarhetsrapportering för CSRD. *Stratsys.* [blogg] URL: https://www.stratsys.com/sv/kunskapshub/hallbarhetsrapportering-csrd [Hämtad: 2023-04-12]

Anderson, N., Potočnik, K. & Zhou, J. (2014). Innovation and Creativity in Organizations: A State-of-the-Science Review, Prospective Commentary, and Guiding Framework. *Journal of Management,* Vol. 40 (5), ss. 1297–1333. https://doi.org/10.1177/0149206314527128

Anon. (2021). Impact of sustainable and responsible investment on firm performance: why an ESG framework is important. *Annals in Social Responsibility.* Vol. 7 (2), ss. 40–42.

Arjaliès, D. L. & Mundy, J. (2013). The use of management control systems to manage CSR strategy: A levers of control perspective. *Management Accounting Research*, Vol. 24(4), ss. 284–300. https://doi.org/10.1016/j.mar.2013.06.003

Arthurs, J. D. & Busenitz, L. W. (2003). The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28(2), ss. 145–162. https://doi.org/10.1046/j.1540-6520.2003.00036.x

Arvidsson, S. & Dumay, J. (2022). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? *Business strategy and the environment.* Vol. 31 (3), ss. 1091–1110.

Asiaei, K., O'Connor, N. G., Moghaddam, M., Bontis, N. & Sidhu, J. (2022). Corporate social responsibility and performance measurement systems in Iran: A levers of control perspective. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management.* https://doi.org/10.1002/csr.2375

Battisti, E., Nirino, N., Leonidou, E. & Thrassou, A. (2022). Corporate venture capital and CSR performance: An extended resource based view's perspective. *Journal of business research*. Vol. 139, ss. 1058–1066.

Beusch, P., Frisk, J. E., Rosén, M. & Dilla, W. (2022). Management control for sustainability: Towards integrated systems. *Management Accounting Research*. Vol. 54, 100777–. https://doi.org/10.1016/j.mar.2021.100777

Borglund, T., De Geer, H., Sweet, S., Frostenson, M., Grafström, M., Lerpold, L., Nordbrand, S., Sjöström, A. E. & Windell, K. (2021). *CSR och hållbart företagande.* (Tredje upplagan). Sanoma utbildning.

Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Tredje upplagan. Liber: Malmö.

Chenhall, R. H. (2003). Management control systems design within its organizational context: findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society.* Vol. 28 (2), ss. 127-168. DOI: 10.1016/S0361-3682(01)00027-7

Chenhall, R. H., Hall, M. & Smith, D. (2010). Social capital and management control systems: A study of a non-government organization. *Accounting, organizations and society*. Vol. 35 (8), ss. 737–756. DOI: 10.1016/j.aos.2010.09.006

Cumming, D. (2010). Venture Capital Investment Strategies Structures and Policies. New Jersey: John Wiley & Sons

Cumming, D. & Dai, N. (2010). Local bias in venture capital investments. *Journal of Empirical Finance*. Vol. 17 (3), ss. 362–380. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.11.001

Cumming, D. & Johan, S. (2008) Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes, Venture Capital, Vol. 10(3), ss. 197-231, DOI: 10.1080/13691060802151788

Crombie, N.A. & Geekie, T.J. (2010) The Levers of Control in the Boardroom. Sydney, Australia: 6th Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference (APIRA 2010), 11-13 Jul 2010. Online.

De Clercq, D. & Manigart, S. (2007). The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement. *Handbook of Research on Venture Capital*. ss. 192-217. 10.4337/9781847208781.00015.

Derchi, G. B., Zoni, L. & Dossi, A. (2021). Corporate Social Responsibility Performance, Incentives, and Learning Effects. Journal of Business Ethics, Vol. 173(3), ss. 617–641. https://doi.org/10.1007/s10551-020-04556-8

Devigne, D., Manigart, S. & Wright, M. (2016). Escalation of commitment in venture capital decision making: Differentiating between domestic and international investors. *Journal of Business Venturing*. Vol. 31(3), ss. 253–271. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2016.01.001

Ertan, A. (2019). Expected Losses, Unexpected Costs? Evidence from SME Credit Access under IFRS 9. *Corporate Governance & Accounting eJournal*.

Finansinspektionen. (2022a). *Regler för redovisning och rapportering av hållbarhetsrelaterad information tas fram internationellt, inom EU och i svensk rätt.* URL: https://fi.se/sv/hallbarhet/regler/redovisning/ [Hämtad: 2023-01-27]

Finansinspektionen. (2022b). *Taxonomi*. URL: https://www.fi.se/sv/hallbarhet/regler/taxonomi/ [Hämtad: 2023-03-02]

Funds Europe. (2022). *Social taxonomy: Is the shelving of the EU's social taxonomy all gloom for the financial sector?* URL: https://www.funds-europe.com/october-2022/shelving-eu-social-taxonomy-financial-sector [Hämtad: 2023-03-13]

Förenta nationerna. (2021). *Globala målen för hållbar utveckling.* URL: https://fn.se/globala-malen-for-hallbar-utveckling/ [Hämtad: 2023-02-15]

Glücksman, S. (2020) Entrepreneurial experiences from venture capital funding: exploring two-sided information asymmetry, Venture Capital, Vol. 22 (4), ss. 331-354, DOI: 10.1080/13691066.2020.1827502

Gogoi, P. (2003) THINKING OUTSIDE THE CEREAL BOX; General Mills' far-flung search for efficiency ideas. Bloomberg Businessweek. Vol. (3843), ss. 74–.

Gompers, P. & Lerner, J. (2002). The money of invention: how venture capital creates new wealth. *Ubiquity - Association for Computing Machinery*. ss. 1–. https://doi.org/10.1145/763903.763904

Gond, J. P., Grubnic, S., Herzig, C. & Moon, J. (2012). Configuring management control systems: Theorising the integration of strategy and sustainability. *Management Accounting Research*. Vol. 23 (3), ss. 205–223.

Johnstone, L. (2019). Theorising and conceptualising the sustainability control system for effective sustainability management. *Journal of Management Control*. Vol. 30 (1), ss. 25–64. https://doi.org/10.1007/s00187-019-00277-w

Kaplan, R. & Norton, D. (1996) Using the balanced scorecard as a strategic management system. Harvard business review. Vol. 74 (1), ss. 75–85.

Kaplan, S. N. & Lerner, J. (2016). Venture Capital Data: Opportunities and Challenges. (Paper No. 22500) *National Bureau of Economic Research*. DOI 10.3386/w22500

Kaplan, S.N. & Strömberg, P. (2001). "Venture Capitals As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring." *American Economic Review*, Vol. 91 (2), ss. 426-430.

Kaplan, S.N. & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, *The Review of Economic Studies*, Vol. 70 (2), ss. 281–315. https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245

Klonowski, D. (2007). The venture capital investment process in emerging markets Evidence from Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets.* Vol. 2 (4) ss. 361-382. DOI 10.1108/17468800710824518

Klonowski, D. (2010). *The Venture Capital Investment Process*. Palgrave Macmillan., 2010th edition.

Kortum, S. & Lerner, J. (2000). "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation." *The RAND Journal of Economics*. Vol. 31 (4), ss. 674–92. https://doi.org/10.2307/2696354.

Kramer, M. R. & Porter, M. (2011). *Creating shared value* (Vol. 17). Boston, MA, USA: FSG.

Laguir, L., Laguir, I. & Tchemeni, E. (2019). Implementing CSR activities through management control systems. *Accounting, Auditing and Accountability.* Vol. 32 (2), ss. 531–555. https://doi.org/10.1108/AAAJ-05-2016-2566

Langfield-Smith, K. (1997). Management Control Systems and Strategy: A Critical Review. *Accounting, Organizations and Society.* Vol. 22, (2), ss. 207-232. DOI: 10.1016/S0361-3682(95)00040-2

Lueg, R. & Radlach, R. (2016). Managing sustainable development with management control systems: A literature review. *European Management Journal*. Vol. 34 (2), ss. 158–171. https://doi.org/10.1016/j.emj.2015.11.005

Malmi, T. & Brown, D. A. (2008). Management control systems as a package - Opportunities, challenges and research directions. *Management Accounting Research*. Vol. 19 (4), ss. 287–300. DOI: 10.1016/j.mar.2008.09.003

Mankins, M. C. & Steele, R. (2005) Turning great strategy into great performance. Harvard business review. Vol. 83 (7-8), ss. 64–191.

Mansouri, S. & Momtaz, P. P. (2022). Financing sustainable entrepreneurship: ESG measurement, valuation, and performance. *Journal of Business Venturing.* Vol. 37 (6)

Mäkelä, M. M. & Maula, M. V. J. (2006). Interorganizational Commitment in Syndicated Cross–Border Venture Capital Investments. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Vol. 30 (2), ss. 273–298. https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00121.x

OECD. (n.d.). *Venture Capital Investments.* URL: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST [Hämtad: 2023-02-02]

Pešalj, B., Pavlov, A. & Micheli, P. (2018). The use of management control and performance measurement systems in SMEs: A levers of control perspective. *International Journal of Operations & Production Management*. Vol. 38 (11), ss. 2169–2191. https://doi.org/10.1108/IJOPM-09-2016-0565

Piecyk, M. I. & Björklund, M. (2015). Logistics service providers and corporate social responsibility: sustainability reporting in the logistics industry. International Journal of Physical Distribution & Logistics Management, Vol. 45(5), ss. 459–485. https://doi.org/10.1108/IJPDLM-08-2013-0228

Principles for Responsible Investment. (n.d.). *What are the Principles for Responsible Investment?* URL: https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment [Hämtad 2023-03-01]

Proksch, D., Stranz, W., Pinkwart, A. & Schefczyk, M. (2016) Risk management in the venture capital industry: Managing risk in portfolio companies. *The Journal of Entrepreneurial Finance*. Vol. 18 (2), ss. 1-33. DOI: https://doi.org/10.57229/2373-1761.1295

Pruthi, S., Wright, M. & Lockett, A. (2003). Do Foreign and Domestic Venture Capital Firms Differ in Their Monitoring of Investees? *Asia Pacific Journal of Management.* Vol. 20, ss. 175–204. https://doi.org/10.1023/A:1023840432241

Regeringskansliet. (2022). *En taxonomi för hållbara investeringar.* URL: https://www.regeringen.se/regeringens-politik/finansmarknad/taxonomi-ska-gora-det-enklare-att-identifiera-och-jamfora-miljomassigt-hallbara-investeringar/ [Hämtad: 2023-03-02]

Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organisations. *Journal of Financial Economics*. Vol. 27 (2), ss. 473-521. doi.org/10.1016/0304-405X(90)90065-8

SFS 2022:1028. *Årsredovisningslag.* Justitiedepartementet.

Sheehan, N. T. (2006). Want to improve strategic execution? Simons says levers. *Journal of Business Strategy*. Vol. 27 (6), ss. 56-64. DOI 10.1108/02756660610710364

Simons, R. (1995) *Levers of control: how managers use innovative control systems to drive strategic renewal*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.

Speklé, R. F., van Elten, H. J. & Widener, S. K. (2017). Creativity and control: A paradox—Evidence from the levers of control framework. *Behavioral Research in Accounting*. Vol. 29 (2), ss. 73–96. https://doi.org/10.2308/bria-51759

Svenska Bankföreningen. (2020). *Hur ser företagens tillgång till kapital ut?* URL: https://www.swedishbankers.se/repository/bankfokus/bankfokus-nr-1-2020/hur-ser-foeretagens-tillgaang-till-kapital-ut/ [Hämtad: 2023-02-01]

Svenskt Näringsliv. (n.d.). *SME-kommittén.* URL: https://www.svensktnaringsliv.se/sme/ [Hämtad: 2023-02-01]

Swedish Private Equity & Venture Capital Association. (2022). *Startsida*. https://www.svca.se/ [Hämtad 2023-01-27]

Tillväxtanalys. (2023). Riskkapitalstatistik 2021 - Venture Capital. (Statistik 2023:01) URL: https://www.tillvaxtanalys.se/download/18.32a3a532185c4d04b19d6a6/1674490349601/Statistik_2023_01%20Riskkapitalstatistik%202021.docx.pdf

Tillväxtverket. (2022). *Basfakta om företag.* URL: https://tillvaxtverket.se/statistik/foretagande/basfakta-om-foretag.html [Hämtad 2023-01-27]

Tuomela, T. S. (2005). The interplay of different levers of control: A case study of introducing a new performance measurement system. *Management Accounting Research*. Vol. 16 (3), ss. 293–320. https://doi.org/10.1016/j.mar.2005.06.003

Umans, T., Smith, E., Andersson, W. & Planken, W. (2020). Top management teams' shared leadership and ambidexterity: the role of management control systems. *International Review of Administrative Sciences*. Vol. 86 (3), ss. 444–462.

United Nations. (2015). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development.* URL: https://sdgs.un.org/2030agenda [Hämtad: 2023-02-19]

United Nations. (n.d.). *The Paris Agreement.* URL: https://www.un.org/en/climatechange/paris-agreement [Hämtad: 2023-02-19]

Worldfavor. (n.d.). *Why venture capital firms need to integrate ESG.* URL: https://blog.worldfavor.com/why-venture-capital-firms-need-to-integrate-esg [Hämtad: 2023-04-11]

Appendix

Bilaga 1, Intervjuguide.

Inledande och generella frågor
Fråga 1-3
Kan du berätta lite om din bakgrund och din roll i företaget?
Hur ser du på hållbarhet i er organisation samt i era portföljbolag?
Vissa företag är tvungna att engagera sig i hållbarhet genom exempelvis hållbarhetsrapportering. Anser du att ni engagerar er på grund av krav eller finns det någon annan agenda?
Värdebaserade
Fråga 4-6
Har ni en vision kring hållbarhet som ni förmedlar till portföljbolagen?
Har ni uttalade arbetssätt och strategier kring hållbarhet i företaget?
Hur gör ni för att förmedla er hållbarhetsstrategi och vision till era portföljbolag?
Gränssättande
Fråga 7-12
Ser ni ett tydligt behov av stöd i de bolag som ni investerar i?
Kan olika portföljbolag behöva olika mycket/olika typer av stöd?
Om ja, hur gör ni för att stötta era portföljbolag?
Hur ser ni till att portföljbolagen följer er strategi och operationella plan?
Har ni utformade uppförandekoder eller motsvarande gentemot era portföljbolag?
Anser ni att det finns risker att entreprenörerna i era portföljbolag handlar i eget intresse i stället för i ert delade intresse?
Diagnostiska
Fråga 13-20
Rapporterar portföljbolagen hållbarhets-KPI:er till er?
Om nej, är det något ni arbetar för att implementera?

Om ja, hur används dessa?
Hur utformar ni dessa?
Utformar ni hållbarhetsmål gentemot era portföljbolag?
Om ja, hur kan dessa se ut? Ser de olika ut för olika portföljbolag?
Om ja, hur följer ni upp gentemot dessa mål?
Om nej, varför har ni inga egna mål kopplade till hållbarhet?
Interaktiva
Fråga 21-25
Har ni någon kommunikation kring hållbarhet med era portföljbolag?
Om ja, hur gör ni det? Har ni system för det?
Om nej, är det något ni arbetar för att implementera i framtiden?
Har ni prestationsbaserad ersättning kopplat till hållbarhet?