

Magisteruppsats

Höstterminen 2006

Handledare: Anders Isaksson

Författare: **Ervin Alibegovic**
Björn Alm

Riskkapital och exit

Påverkar riskkapitalbolagens ägarstruktur
valet av exit?

Sammanfattning

Vi vill undersöka huruvida det finns ett samband mellan riskkapitalföretagets ägarstruktur och deras val av exit genom en positivistisk studie med en deduktiv ansats. Målet är att öppna vägen för mer djupgående forskning kring exits i Sverige genom att undersöka ett antal potentiella samband. Riskkapitalisterna delas upp i tre grupper baserat på deras ägarstruktur: privata, koncernbundna samt offentliga riskkapitalister.

Utifrån befintlig teori på området har vi utformat nio hypoteser som kan delas in i fyra grupper. Den första gruppen testar huruvida sambandet mellan ägarstruktur och val av exit existerar, den andra gruppen testar sambandet mellan portföljbolagets bransch och val av exit, nästa grupp testar huruvida det finns ett samband mellan investeringslängden och val av exit respektive ägarstruktur och slutligen testar vi om det finns ett samband mellan portföljbolagets potential och deras val av exit.

För att samla in nödvändig data för att testa dessa hypoteser utgick vi ifrån Förvärv och Fusioners data över alla exits i Sverige från 2003 till och med första halvåret 2006. Databasen fick kompletteras med ett antal variabler: omsättningstillväxt, typ av exit, ägarstruktur samt bransch. All databearbetning har skett i Excel och alla statistiska modeller har bearbetats i SPSS. Vår data innehåller 248 exits men eftersom endast tre av dessa var buybacks valde vi att utesluta dessa eftersom det är för lite data för att kunna testas statistiskt. Analysen har utförts med hjälp av korstabeller och ANOVA-tabeller.

Studiens slutsats är att det finns ett samband mellan riskkapitalbolagets ägarstruktur och deras val av exit även om det fanns en avvikelse när det gäller finansiella försäljningar. De portföljbolag som har privata riskkapitalister som investerare hamnar oftare på börsen eller som en industriell försäljning än de som har offentliga riskkapitalister som investerare. Vidare hittade vi stöd för att portföljbolagets branschtillhörighet också har ett samband med valet av exit samt att även portföljbolagets potential har ett samband med valet av exit. Däremot hittar vi inget stöd för att riskkapitalbolagets ägarstruktur har något samband med investeringslängden men vi hittar stöd för att det finns ett samband mellan investeringslängden och valet av exit. Slutligen diskuterar vi vilka studier som skulle behöva göras för att ytterligare utforska mekanismerna bakom exits på den svenska riskkapitalmarknaden.

1 INLEDNING	1
1.1 PROBLEMBAKGRUND	1
1.2 PROBLEMFÖRMULERING.....	3
1.3 SYFTE.....	3
1.4 BEGREPP OCH TERMINOLOGI	3
1.4.1 Typ av exit.....	4
1.4.2 Ägarstruktur.....	4
2 METODOLOGISKA UTGÅNGSPUNKTER	5
2.1 ÄMNESVAL.....	5
2.2 FÖRFÖRSTÅELSE	5
2.2.1 Praktisk förförståelse	5
2.2.2 Teoretisk förförståelse.....	6
2.2.3 Förförståelsens inverkan på denna studie.....	6
2.3 VETENSKAPLIGA PARADIGM.....	7
2.4 ANGREPPSSÄTT.....	7
2.5 FÖRFATTARNAS FÖRHÅLLANDE TILL STUDIEN.....	8
3 TEORETISK REFERENSRAM	9
3.1 EXITMÖJLIGHETER	9
3.1.1 Börsnotering	9
3.1.2 Industriell försäljning.....	10
3.1.3 Finansiell försäljning.....	10
3.1.4 Buyback.....	10
3.1.5 Konkurs	11
3.2 ÄGARSTRUKTUR	11
3.3 BRANSCH.....	14
3.4 INVESTERINGENS LÄNGD	15
3.5 OMSÄTTNINGSFÖRÄNDRING	16
3.6 TEORIAVSLUTNING	16
4 PRAKTISK METOD	18
4.1 METODVAL.....	18
4.2 HYPOTESER	18
4.3 DATA	19
4.3.1 Datainsamling.....	20
4.3.2 Exceltabellen.....	21
4.4 DATABEARBETNING.....	22
4.5 ACCESS	22
4.6 KÄLLKRITIK	23
5 EMPIRI	25
5.1 DATASAMMANSÄTTNINGEN	25
5.2 DATAFÖRDELNINGEN.....	25
6 RESULTAT	27
6.1 ÄGARSTRUKTUR	27
6.2 BRANSCH.....	29
6.3 INVESTERINGENS LÄNGD	31
6.3.1 Investeringens längd och valet av exit	31

6.3.2 <i>Investerings längd och riskkapitalbolagens ägarstruktur</i>	32
6.4 OMSÄTTNINGSFÖRÄNDRING	33
6.5 RESULTATSAMMANFATTNING	34
7 DISKUSSION	35
8 SANNINGSKRITERIER	36
8.1 VALIDITET	36
8.2 RELIABILITET	36
8.3 GENERALISERBARHET	36
8.4 HELHETSBEDÖMNING.....	37
TABELL 5.1 EXITS PER ÄGARSTRUKTUR	25
TABELL 5.2 EXITS PER BRANSCH.....	26
TABELL 5.3 BRANSCH PER ÄGARSTRUKTUR.....	26
TABELL 5.4 EXIT PER ÄGARSTRUKTUR	26
TABELL 6.1: KORSTABELL ÖVER ÄGARSTRUKTUR OCH EXIT.....	27
TABELL 6.2: KORSTABELL ÖVER BRANSCH OCH EXIT	29
TABELL 6.3: GENOMSNITTLIG INVESTERINGSLÄNGD OCH ÄGARSTRUKTUR	33
DIAGRAM 1.1: UTVECKLINGEN AV DEN SVENSKA RISKKAPITALMARKNADEN.....	2
DIAGRAM 6.1: SAMBANDET MELLAN GENOMSNITTLIG INVESTERINGSLÄNGD OCH EXIT.....	31
DIAGRAM 6.2: GENOMSNITTLIG OMSÄTTNINGSFÖRÄNDRING MED AVSEENDE PÅ VAL AV EXIT. 33	

1 Inledning

1.1 Problembakgrund

Riskkapital är ett högaktuellt ämne som är en naturlig del av utvecklingen för många företag då traditionell finansiering från exempelvis banker är svårt att få. Dessutom har bankerna krav på ränta på lånet vilket är pengar som företaget ofta behöver i företaget under tillväxtfasen. Riskkapitalbolagen får däremot avkastning på investeringen först vid avyttringen av portföljbolaget.¹

De i media uppmärksammade börsnoteringarna, Hemtex, Orexo, Tradedoubler, Kapp-Ahl och Gant, har starkt bidragit till ett ökat fokus på riskkapitalbranschen². Efter en period med få börsnoteringar har det under de senaste åren återigen börjat bli aktuellt med börsnoteringar och i dagsläget är det företag som står i kö för att börsnoteras³. En nyligen genomförd börsnotering är Kapp-Ahl som genomfördes av riskkapitalbolagen Nordic Capital och Accent Equity. De investerade i december 2004 i ett Kapp-Ahl som under längre tid haft förluster och vände det till ett mycket positivt resultat. Riskkapitalbolagen har efter börsnoteringen mer än fördubblat värdet på sin investering på två miljarder kronor under endast ett drygt år.⁴

Vid en investering går riskkapitalbolagen inte bara in med kapital utan även kunskap i strategiska frågor som är värdefull för portföljbolaget fortsatta utveckling⁵. Denna form av investerare utövar ett aktivt ägande med huvudsyfte att kunna avyttra med vinst. Det är först vid avyttringen, den så kallade exiten, som riskkapitalföretagens avkastning på investeringarna realiserar och normalt sker detta efter 3-10år⁶. Avkastningen är, förutsatt att det gått bra för företaget, relativt sett hög då den ska kompensera för den något högre risken det innebär att satsa i företaget samt för den tänkta räntan på de investerade pengarna⁷.

Det finns olika sätt att gå ur en investering och exitmöjligheterna brukar vanligen delas in i börsnotering, industriell försäljning, finansiell försäljning, buyback och konkurs⁸. Det finns studier som påvisar att det finns ett samband mellan investeringens utveckling och vilken exitmetod som används. En börsnotering ses som en mycket lyckad avyttring då det både är prestigefullt och ofta väldigt lönande medan en konkurs är starkt förknippad med ett misslyckande.⁹ Industriell försäljning sker oftast när ett företag i samma bransch som portföljföretaget köper upp företaget för synergivinster¹⁰. Hur avyttringen sker beror på en mängd faktorer även om olika riskkapitalbolag givetvis föredrar att avyttra genom en enligt de

¹ Isaksson, Anders, *Studies of the Venture Capital Process*, Umeå: Print & Media Umeå universitet, 2006. 1-2

² Sandström, Olof, *Bra start för börsens nykomlingar*, www.di.se, 2006-03-27

³ Hedensjö, Björn, *Trångt i börsens väntrum*, , www.di.se, 2006-01-17

⁴ Sandström, Olof, *Snabbt klipp för Kapp-Ahls ägare*, www.di.se, 2006-02-09

⁵ Holm Rannaleet, Anne, *Industri Kapital, Riskkapitalbolagen – fokuserade värdeskapare*, www.svca.se, 2006-02-19

⁶ Isaksson, Anders, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", *Working Paper*, Umeå School of Business and Economics, (2004). 5

⁷ Isaksson, *Studies of the Venture Capital Process*, 15-16

⁸ Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", *Working Paper*. University of Alberta och University of Toronto (2002). 4-5

⁹ Smith, D. Gordon, "Control Over Exit in Venture Capital Relationships", *Working Paper*, Northwestern School of Law of Lewis & Clark College, (2001). 15-16

¹⁰ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 6

så lyckad exit som möjligt. Vad riskkapitalbolagen anser vara en lyckad exit beror på vad de har för mål.

Tidigare forskning inom riskkapital har fokuserat mest på investeringarna och värdeskapandet även om det finns en del forskat om avyttringsfasen. I Sverige är en av anledningarna till detta att marknaden har varit relativt omogen och att det inte skett tillräckligt med avyttringar förrän under de senaste åren. Det är ökningen av riskkapitalinvesteringar under slutet av 1990-talet som medfört att det nu under de senaste åren går att tala om en fungerande exitmarknad.¹¹ I figuren nedan visas den svenska riskkapitalmarknadens utveckling och det är tydligt att det först under 1990-talet sista år och framåt som vi kan bedöma riskkapital som utvecklat i Sverige. Marknaden har stabiliserat sig på en jämn och relativt hög nivå vilket tyder på att det är en fungerande marknad.

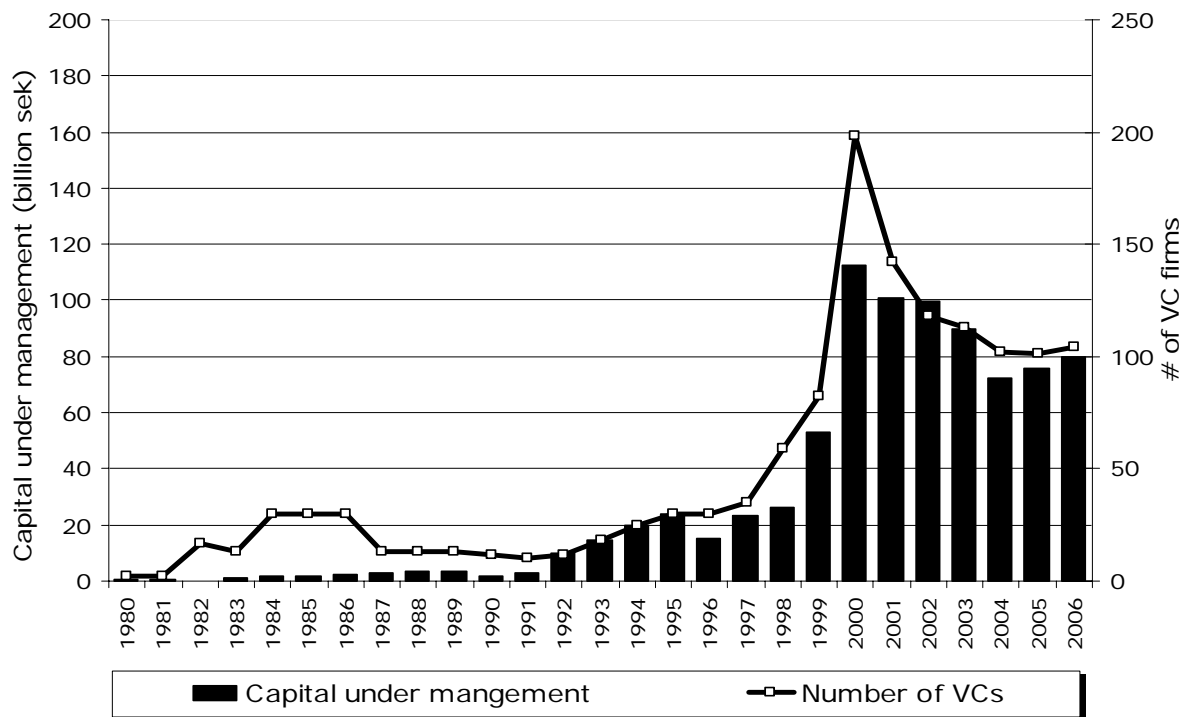


Diagram 1.1: Utvecklingen av den svenska riskkapitalmarknaden.¹²

En fungerande marknad och möjlighet till exit är ett krav för att riskkapitalföretagen ens skall överväga att investera. Eftersom riskkapitalföretaget binder upp sitt kapital under en lång tidsperiod vill de vara säkra på att en exit är möjlig i slutet av investeringen¹³. Före varje investering genomför riskkapitalföretagen en due diligence där exitmöjligheten är en av delarna¹⁴. Vi vill påstå att det är först när en marknad är mogen som det går att testa samband och brister på samband. Tidpunkten att studera riskkapital i Sverige och i synnerlighet exitbeteende borde kunna ge bra undersökningsresultat då fler och fler företag fått erfarenheter från exit.

En exit sker inte automatiskt utan kräver ett aktivt beslut, ett aktivt ägande ger riskkapitalbolagen en möjlighet till att vara med och styra och planera för en framtida exit.

¹¹ Isaksson, *Studies of the Venture Capital Process*, 25-30

¹² *Ibid.*, 28-32

¹³ Smith, 4-5

¹⁴ Schwiembacher, Armin, "An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States" *Working Paper*, University of California at Berkeley och University of Namur, (2002). 2-3

Tillvägagångssättet vid en exit bestäms utifrån de rådande omständigheterna och kontrollmöjligheter för den tidigare ägaren och riskkapitalbolaget. Detta kan givetvis medföra att meningsskiljaktigheter uppstår mellan riskkapitalbolaget och entreprenören om hur exiten skall gå till, då de nästan alltid har olika målsättningar. Riskkapitalföretagen vill maximera sin avkastning medan entreprenören är mest intresserad av att behålla sin ägarandel och ser investeringen som lyckad om företaget har en god tillväxt.¹⁵

Riskkapitalbolagen har olika strategier för att genomföra och slutligen avyttra sin investering. Det finns bolag som är mycket aktiva i investeringen och är med och påverkar medan andra bolag är mer passiva och agerar mer som en utlånare av kapital som väntar på avkastningen. Privata riskkapitalbolag som har avkastning och prestige som största drivkraft medan offentliga riskkapitalbolag utöver vinst även kan ha andra mål¹⁶. Dessa mål kan vara att skapa en tillväxt och gynna småföretagande i Sverige även där förutsättningarna inte är de bästa¹⁷. Det är främst skillnaderna mellan de olika riskkapitalbolagens ägarstruktur och deras mål med investeringarna och avyttringarna som gör denna studie intressant.

Vi vill undersöka om det finns ett samband mellan riskkapitalbolagens ägarstruktur och deras exit i portföljbolagen på den svenska marknaden. Vi vill med denna studie beskriva hur riskkapitalbolagens ägarstruktur spelar in på exitbeteendet.

1.2 Problemformulering

Finns det ett samband mellan riskkapitalbolagens ägarstruktur och deras val av exit?

1.3 Syfte

Vi skall undersöka vilka faktorer kring en riskkapitalinvestering som har ett statistiskt samband med valet av exit i Sverige. Vårt huvudsyfte är att kontrollera om ägarstrukturen hos riskkapitalbolaget har ett samband med valet av exit, i andra hand skall vi testa sambandet mellan branschtillhörighet samt investeringens längd och valet av exit. Slutligen testar vi också om nyckeltal och val av exit uppvisar något samband. Vi hoppas att vår studie skall kunna öppna vägen för mer djupgående forskning kring val av exit i Sverige.

1.4 Begrepp och terminologi

Detta avsnitt syftar till att tydliggöra en del begrepp som är av avgörande betydelse för uppsatsen. En del begrepp kommer löpande förklaras i texten då de dyker upp. Här i inledningen tar vi upp begreppen och förklarar de översiktligt för att sedan utöka beskrivningen i teoriavsnittet.

Riskkapital	Investeringar i onoterade företag där investeraren går in som en aktiv ägare som tillför både kapital och kompetens under en tidsbegränsad period.
-------------	--

¹⁵ Smith, 3-6

¹⁶ Cumming, och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2002). 33-34

¹⁷ Isaksson, *Studies of the Venture Capital Process*, 15-23

Portföljföretag Det företag som mottagit riskkapitalinvesteringen.

Exit Riskkapitalbolagens avyttring av portföljföretag.

1.4.1 Typ av exit

Börsnotering Innebär att portföljbolaget börsnoteras, dock säljer inte riskkapitalbolaget sin andel direkt vid börsintroduktionen utan säljer oftast av under en tidsperiod. (översättning av Initial Public Offering, IPO)

Industriell försäljning Hela portföljbolaget blir uppköpt av en tredje part. Detta kan ske genom försäljning av aktierna, en sammanslagning eller en försäljning av portföljbolagets tillgångar. (översättning av Trade Sale)

Finansiell försäljning Riskkapitalbolagets andel av portföljbolaget säljs till en tredje part, entreprenören förblir delägare. (översättning av Secondary Sale)

Buyback Innebär att portföljbolaget tas över av antingen entreprenören eller den befintliga företagsledningen.

Konkurs Portföljbolaget bedöms som misslyckat och riskkapitalbolaget avskriver investeringen samt att portföljbolaget ofta ansöker om konkurs. (översättning av Bankruptcy)

1.4.2 Ägarstruktur

Offentliga Finansierade med statliga, kommunala eller landstingsmedel. Det kan antingen röra sig om att den initiala finansieringen kommer från offentliga sektorn, den vanligaste varianten, eller att riskkapitalbolaget helt och hållet drivs av staten, händer mer sällan. (översättning av Public)

Koncern Riskkapitalbolag som ägs av en industriell koncern vars huvudsakliga sysselsättning är annat än riskkapital. Koncern har som huvudsyfte att gynna den industriella koncernens intresse. (översättning av Captive)

Privata Alla de riskkapitalbolag som inte faller under kategorierna offentliga och koncern. (översättning av Private)

2 Metodologiska utgångspunkter

2.1 Ämnesval

Redan när vi skulle skriva vår kandidatuppsats var riskkapital en av de inriktningar vi valde mellan men då ansåg vi oss inte ha tillräckliga kunskaper inom finansiering för att genomföra en studie i ämnet. Ett år senare hade vi läst finansiering på magisternivå där en del av undervisningen var ägnad just åt riskkapital vilket bidrog till att vi kände oss tillräckligt förkovrade för att genomföra vår ide.

Idén föddes när vi upptäckte att merparten av all forskning kring riskkapital ägnats åt investeringsfasen och att det finns relativt lite skrivet om exit, annat än vilka tänkbara exittyper som finns. Detta gäller särskilt forskningen kring riskkapital i Sverige. När vi sedan kontaktade Anders Isaksson visade det sig att han också har ett intresse kring just exits samt att vi hade tillgång till en befintlig databas som grund för vårt empiriska arbete.

Eftersom vi anser att en exitstrategi bör finnas med från början av varje investering väljer vi att fokusera på exit och dess mekanismer som en motvikt till den investeringsfokuserade forskning som hittills bedrivits i Sverige. Vår förhoppning är att vi skall väcka läsarnas intresse för riskkapital i allmänhet och exit i synnerhet. Anledningen är att vi anser att riskkapital är en viktig del i vår ekonomi, ty nya och växande företag är motorn i marknadsekonomin, samt att det är just exiten som oftast avgör om en satsning anses vara lyckad eller inte. Utöver detta ligger ämnet inom båda författarnas studieinriktning och vi anser att den kunskap vi förvärvar under arbetets gång kommer att vara oss till nytta den dag vi börjar arbeta.

2.2 Förförståelse

Förförståelse har sin grund i socialt grundade uppfattningar och värderingar som vi som författare har med oss från vår uppväxt och omgivning¹⁸. En föreställningsram är något som vi alla människor har och den består av vissa antaganden, både medvetna och undermedvetna, om hur verkligheten ser ut¹⁹. För att underlätta för våra läsare väljer vi att dela in förförståelsen i praktiska och teoretiska erfarenheter²⁰.

2.2.1 Praktisk förförståelse

En nödvändighet för att genomföra en studie oavsett vilket ämne det ligger inom är att författarna har tillräckliga baskunskaper inom området, i det här fallet företagsekonomi i allmänhet och finansiering i synnerhet. Författarna till den här studien har båda en kandidatexamen inom ekonomi med inriktning mot redovisning och revision från Umeå universitet samt att båda relativt nyligt läst en kurs i finansiering på D-nivå. Detta, anser vi, borgar för att vi skall ha tillräckliga baskunskaper för att kunna hantera problematiken i uppsatsen.

¹⁸ Johansson Lindfors, Maj-Britt, *Att utveckla kunskap*, Lund: Studentlitteratur, 1993. 76-77

¹⁹ Lundahl, Ulf och Per-Hugo Skärvad, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur, 1999. 60

²⁰ Lindholm, Stig, *Forska och Skriva – en liten vägledning*. Lund: Academia Adacta, 1999. 10

Utöver vår akademiska bakgrund finns det ytterligare förförståelse som kan vara viktig i det här sammanhanget. Ervin har studerat en termin vid University of North Carolina at Pembroke i USA där han också kom i kontakt med en del lokala entreprenörer. USA är ju föregångslandet när det gäller riskkapital och den allmänna inställningen där är att riskkapital är en självklarhet i ett företags utveckling. Det är nog säkert att påstå att det är i USA som Ervin har utvecklat sin positiva syn på riskkapital samt haft en möjlighet att se hur det fungerar på en utvecklad riskkapitalmarknad. Björns termin vid University of Economics i Prag har visat honom hur det ser ut i ett land med en enorm tillväxt där det allt mer satsas på just nya företag. Enligt hans uppfattning ligger Tjeckien just nu något steg efter Sverige i riskkapitalmarknadens utveckling men den starka tillväxten borde borga för att det snart utvecklas en ganska stor riskkapitalmarknad där.

Ingen av författarna har någon praktisk erfarenhet från arbete på finansmarknaden än mindre inom just riskkapital, detta hoppas vi kommer att innebära att vi kan komma att se på riskkapital utan förutfattade meningar.

2.2.2 Teoretisk förförståelse

Utöver de ovan nämnda praktiska förföreställningar är det viktigt att vi klargör vår teoretiska förföreställning som författare. De teoretiska förföreställningarna utgör en viktig fas av kunskapsbildningsprocessen då de påverkar utformningen av forskningsstrategin²¹. Vi vill hävda att eftersom vi kommer att arbeta inom ett relativt outforskat fält samt att vi ämnar undersöka om det finns samband mellan val av exit och olika egenskaper, som antingen riskkapitalbolagen eller portföljbolagen besitter, skall subjektet, det vill säga det undersökta, hållas fritt från våra värderingar. Detta leder till påståendet att vi kommer att avbilda verkligheten snarare än tolka denna. Enligt Johansson-Lindfors gör det oss till positivist²². Själva skulle vi snarare säga att vi ligger mer åt det positivistiska hållet eftersom det är vår uppfattning att ingen enskild individ kan sägas vara renodlad positivist eller hermeneutiker för den delen. Vi menar att alla forskare löper en viss risk att påverka arbetet om än undermedvetet. Däremot, eftersom vi söker efter att avbilda snarare än att tolka, har vi under arbetets gång aktivt strävat mot att minimera vår påverkan på studien.

För att se till att begränsa denna oönskade påverkan har vi vidtagit ett antal åtgärder som skall fungera som en kontroll över våra influenser på uppsatsen. Först och främst har vi tagit hjälp av vår handledare som har kritiskt granskat våra idéer och resultat och hela tiden utmanat våra ställningstaganden. Nästa steg var att låta några av våra kurskamrater läsa igenom delar av uppsatsen för att kunna ifrågasätta allt ifrån vår teoretiska utgångspunkt till våra resultat. Slutligen så har vi under arbetets gång försökt att hämta information från olika källor, den största delen kommer givetvis från forskarvärlden men vi har lagt ner stor möda på att även ta in information från den del av finansvärlden som inte är kopplad till forskning.

2.2.3 Förförståelsens inverkan på denna studie

Hofstede menar att alla människor har under sin livstid byggt upp känslor, tankesätt och handlingsmönster. Den viktigaste grunden för dessa egenskaper läggs när vi är barn men

²¹ Johansson Lindfors, 76

²² Ibid., 44

fortsätter utvecklas under hela vår livstid. Källorna till inläring finns hos en människas uppväxtmiljö och livserfarenheter och tillsammans skapar de vår personlighet.²³ Våra praktiska och teoretiska erfarenheter har, enligt vår bedömning, knappast påverkat vårt uppsatsskrivande nämnvärt vilket går hand i hand med vårt resonemang kring vetenskapliga paradig. Dock anser vi att det upp till varje enskild läsare att bilda en egen uppfattning vilket är anledningen till att vi så utförligt redovisar vår förförståelse så tidigt i uppsatsen.

2.3 Vetenskapliga paradig

Det är långt ifrån alla som accepterar påståendet att en forskare kan ha en klar uppfattning om sitt forskningsparadigm och det grundas på att det inte bara är svårt att enkelt redogöra för sitt paradigm utan också för att begreppet i sig saknar en tydlig definition²⁴. Vi vill här passa på att säga att även om vi håller med Johansson-Lindfors uttalande anser vi att det går alltid att säga vilket forskningsparadigm vi som författare ligger närmast. Det vill säga att även om det är omöjligt att säga att vi till 100 procent är positivister så är det utan tvekan så att vi är betydligt närmare positivismens synsätt än hermeneutikens. Som vanligt konstaterar vi att inget är svart eller vitt utan bara olika nyanser av grått.

Vårt tillvägagångssätt i den här studien andas gammal hederlig positivism, nämligen att utifrån formulerade hypoteser samlar in empiri för att kunna testa dessa. Anledningen till att vi inte riktigt vill säga att vi är enbart positivister är att vi håller med Patel och Davidsson när de säger att det är i praktiken omöjligt att separera teori och observation²⁵. Våra observationer styrs ju av hypoteserna till viss del men det är viktigt att klargöra att vi inte på något sätt ägnar oss åt tolkning av data ur ett hermeneutiskt sätt. Vi kan antingen acceptera eller inte acceptera våra hypoteser, de skall inte användas för vidare tolkning av resultatet vilket vi menar hade varit ren spekulering. Syftet med studien är inte att utveckla fördjupad kunskap utan att snarare inleda utforskningen av ett område genom ett antal hypoteser som ur den befintliga teorin anses vara troliga. Vår uppfattning är att vi som forskare i en sådan studie självklart skall sträva efter att vara objektiva i vårt arbetssätt.

2.4 Angreppssätt

Utifrån problemformuleringen och syftet utformas det mest lämpliga angreppssättet för uppsatsen²⁶. Är problemformuleringen ställd som en hypotes som skall prövas, det vill säga att utifrån en teoretisk bakgrund inhämta empiri för att sedan jämföra dessa två, är det deduktiva angreppssättet det mest lämpade²⁷. Den raka motsatsen till deduktion är induktion, där empiri samlas in utan någon som helst teoretisk bakgrund. Syftet är att generera helt nya teorier genom att skapa kunskap om innebörder och betydelser²⁸.

Vi väljer en rent deduktiv studie eftersom det är det självklara valet utifrån vårt syfte, vårt vetenskapliga paradigm samt metodval som behandlas i den praktiska metoden. Tidigare

²³ Hofstede, Geert, *Organisationer och kulturer om interkulturell förståelse*. Lund: Studentlitteratur, 1991. 12-14

²⁴ Johansson Lindfors, 32

²⁵ Patel, Runa och Bo Davidsson, *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Lund: Studentlitteratur AB, 1991. 24

²⁶ Johansson Lindfors, 55-56

²⁷ Patel och Davidsson, 20-22

²⁸ Johansson Lindfors, 57

konstaterade vi att syftet är att kontrollera ett antal samband mellan riskkapitalisternas ägarstruktur och deras val av exit. Detta syfte skapar en avbildande studie och därmed blir studien deduktiv. Dessutom i egenskap av positivist, eller rättare sagt mer positivist än något annat, anser vi att vi som forskare skall vara objektiva i vårt förhållningssätt till det studerade objektet, vilket betyder att ett deduktivt arbetsätt är det enda möjliga. Induktion innebär tolkningar av empirin, vilket genast skulle göra oss subjektiva då vi inte kan tolka utan att det påverkas av vår förförståelse. Istället blir det hypotetiskt-deduktiva arbetsättet²⁹ vårt val i denna studie. Det är med stöd i befintlig teori som vi utvecklar hypoteser samt samlar in empiri för att testa dessa.

2.5 Författarnas förhållande till studien

Eftersom vi håller med påståendet att ”*en författare intar alltid något perspektiv, medvetet eller omedvetet*”³⁰ tycker vi att det är viktigt att redan här i början av uppsatsen klargöra vårt val av perspektiv samt diskutera de problem som kan tänkas uppstå på grund av detsamma.

Perspektivet kan sägas fungera som en lins som forskaren studerar och tolkar verkligheten igenom³¹. Beroende på dennes perspektiv kommer samma resultat att tolkas olika. Ett enkelt exempel är om en forskare studerar matpriser på småorter och kommer fram till att priserna kommer att stiga drastiskt under de följande 20 åren. Om han ser det genom konsumenternas ögon så är detta givetvis ett katastrofalt resultat som kommer att ses som väldigt oroande men om samma resultat ses genom handlarnas ögon kan det tolkas som något bra och slutsatsen kan bli att äntligen blir priset rättvist. Det är lätt att inse att definitionen av bra och dåligt, rätt och fel, beror på vem som definierar det.

Vi skulle vilja sticka ut hakan och påstå att vi inte riktigt har ett givet perspektiv enligt traditionell definition eftersom vi aldrig sätter oss in i rollen som varken investerare eller investeringsobjekt. Vårt mål är att starta en grund för fortsatt forskning inom detta område i Sverige och därför arbetar vi uteslutande i beskrivande syfte. Därför intar vi ett perspektiv där vi utifrån tittar på processen, eller snarare förhållandet, mellan riskkapitalistföretaget och entreprenören genom att studera faktiska utfall av exits. Våra slutsatser kommer inte att innehålla en diskussion kring huruvida det är bra att ett samband finns eller ej utan vi fokuserar enbart på att hitta samband och förklara denna utifrån befintliga teorier, utan att värdera olika samband och dess faktorer.

²⁹ Patel och Davidsson, 21

³⁰ Eliasson, Rosmari, *Forskningsetik och perspektivval*. Lund: Studentlitteratur, 1995. 28.

³¹ Lundahl och Skärvad, 62-63

3 Teoretisk referensram

3.1 Exitmöjligheter

Den klassificering i olika exitmöjligheter som vi anammat kommer från Cumming och MacIntosh³². Vi har översatt deras exits med följande: börsnotering, industriell försäljning, finansiell försäljning, buyback och konkurs.

3.1.1 Börsnotering

Börsnotering anses av de flesta vara den mest eftertraktade exiten och kanske framförallt den mest lönsamma exiten för riskkapitalbolagen. Det senare påståendet gäller dock endast om börsklimatet är rätt och riskkapitalisten inte hittar en riktigt intresserad industriell köpare som är beredd att betala mer än marknadsvärdet tack vare potentiella synergieffekter. Även entreprenörer brukar se börsnotering som det bästa exitalternativet eftersom de inte bara får behålla sin andel av företaget utan en börsnotering skapar alltid rubriker och företaget blir känt i media vilket ger status i framtida förhandlingar med underleverantörer och andra intressenter.³³ Ytterligare incitament till börsnotering, ur entreprenörens synvinkel, är att företaget finansieras till en lägre kapitalkostnad på börsen än genom riskkapital eftersom den informationsmässiga asymmetrin mellan företaget och investeringsmarknaden minskar³⁴. Dessutom försvinner den form av nära övervakning som riskkapitalbolagen utövar på entreprenören under investeringens livslängd³⁵ och ersätts av börsmarknadens mer reglerade övervakning.

Riskkapitalbolagen ser om möjligt ännu mer prestige i att ta ett portföljbolag till börsen eftersom varje lyckad exit sänder ut meddelandet att detta riskkapitalbolag är en som lyckas med sina investeringar. De privata riskkapitalbolagen är beroende av att tjäna pengar till nya investeringar men de finansieras också oftast av en investeringsfond vilket ställer ytterligare krav på att vara framgångsrik. För varje lyckad exit blir det lättare att dra in nya pengar till fonden och därmed kunna investera i ännu fler företag, och den mest lyckade exiten anses vara just börsnotering.

Det finns en sak som tydligt skiljer börsnotering från de andra typerna av exit nämligen det faktum att riskkapitalbolagen inte säljer sin andel samma dag som portföljbolaget introduceras på börsen³⁶. Vid de övriga exitvalen har riskkapitalbolagen aldrig kvar något innehav i portföljbolaget. Förklaring till detta är relativt enkel: börsen skulle se det som ett negativt tecken om riskkapitalbolaget sålde sina andelar direkt. Oftast finns det i avtalet mellan entreprenören och riskkapitalbolaget reglerat exakt hur länge de måste vänta med att sälja sina andelar vid en börsnotering³⁷. Ofta väljer riskkapitalbolagen att istället sälja säkerheter fram tills dessa att de kan avyttra helt och hållet. Anledningen till att börsnotering ändå anses vara

³² Cumming och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2002). 4-5

³³ Isaksson, Anders, "Exitstrategier - Motiv och konsekvenser" *Marknadsplatser för handel med aktier i små företag - en delrapport*, NUTEK, (1997). 6-7

³⁴ Schwienbacher, 29-30

³⁵ Ibid., 27-29

³⁶ Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", *Working Paper*. University of Alberta och University of Toronto (2000). 4

³⁷ Isaksson, Anders, "Venture Capital – begrepp och definitioner", *Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel*, (2000/2001). 8

en exit är att även om riskkapitalbolagen behåller sin andel ett tag till så föranleder börsnoteringen en avyttring i framtiden.

3.1.2 Industriell försäljning

Börsnotering må vara den mest önskade exitformen och oftast den som ger mest status för riskkapitalisten men det är långt ifrån alltid som det är realistiskt att gå till börsen för att avyttra en investering. Orsakerna kan vara flera: det kan vara fel timing på grund av rådande konjunktur eller så kan hela branschen anses väldigt ointressant av investerarna på börsen. En börsnotering innebär också en hel del förberedelse och kräver tid vilket inte alla riskkapitalbolag alltid har. Alternativet är då oftast en industriell försäljning vilket Cumming och MacIntosh definierar som försäljning av hela portföljbolaget till en tredje part som ser köpet som ett strategiskt förvärv³⁸. Industriell försäljning kan faktiskt oftast vara den mest lönsamma avyttringen eftersom köpare ofta är beredda att betala ett premium, utöver portföljbolagets värde, för de synergieffekter som de hoppas uppnå³⁹. Den största nackdelen med en industriell försäljning är att entreprenören kan vara motsträvig till att släppa all kontroll över vad denne upplever som sitt företag⁴⁰. Denna ovilja att släppa kontrollen över vad entreprenören fortfarande upplever som sitt företag kan påverka valet av exit. Frågan som väcks är vem som skall få bestämma över valet av exit, entreprenören som vill behålla sin andel och därmed utesluter en industriell försäljning eller riskkapitalisten som förmodas vilja maximera sin vinst och därför är väldigt öppen för att sälja till en konkurrent som är villig att betala premier för synergieffekter.

3.1.3 Finansiell försäljning

I vissa fall väljer riskkapitalister att avyttra trots att entreprenören inte vill eller att avyttra innan portföljbolaget har växt sig tillräckligt starkt för en börsnotering alternativt industriell försäljning. Enda alternativet är då att riskkapitalbolaget bara säljer sin andel och entreprenören samt eventuella andra investerare fortsätter vara ägare till portföljbolaget. Köparen är i det här fallet antingen en strategisk köpare som hoppas förvärva resten av bolaget på sikt eller andra riskkapitalister och finansiella institutioner⁴¹. Skillnaden mot industriell försäljning är att det är endast riskkapitalbolagets andel som säljs och aldrig hela portföljbolaget⁴².

3.1.4 Buyback

Isaksson väljer att dela upp buyback i två underkategorier: buyback av entreprenören samt Management Buy Out⁴³. Cumming och MacIntosh å andra sidan väljer att prata om dessa två

³⁸ Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "The Extent of Venture Capital Exits: Evidence from Canada and United States", *Working Paper*. University of Alberta och University of Toronto (2001). 3

³⁹ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 6

⁴⁰ Smith, 2-6

⁴¹ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 6

⁴² Cumming och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2000). 5-6

⁴³ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 7

som en enda enhetlig typ av avyttring⁴⁴. Vi väljer att använda oss av Cumming och MacIntosh något enklare benämning buyback oavsett vem som köper bolaget, entreprenören eller ledningen. Detta eftersom gränsen är hårfin mellan dessa då entreprenören ofta sitter med i ledningen också samt att detta är den kanske ovanligaste formen av avyttring vilket innebär att finns för få exempel för att vi skulle kunna dela upp det i två kategorier och ändå kunna använda materialet i en statistisk undersökning.

3.1.5 Konkurs

Detta är sista möjliga utvägen och används när riskkapitalbolaget inte längre tror på sin investering alternativt när portföljbolaget tvingas till konkurs av sina fordringsägare. Rekonstruktion handlar oftast om att portföljbolaget som sådant är konkursfärdigt men det finns tillgångar i företaget som kan vara värdefulla ändå⁴⁵. Anledningen till att rekonstruktion nämns i samband med konkurs är att portföljbolaget som sådant avslutar sin verksamhet, även om en del av denna kan flyttas till andra bolag.

3.2 Ägarstruktur

Den vanligaste uppdelningen mellan olika ägarstrukturer är: privata, offentliga samt koncernbundna riskkapitalbolag⁴⁶. Det låter, i alla fall vid en första anblick, kanske orimligt att anta att riskkapitalbolagets ägarstruktur skall påverka vilken typ av exit de väljer eller i fall av konkurs snarare tvingas till. Alla investerare vill ju lyckas med sina investeringar och vilken typ av exit som är mest fördelaktig borde inte variera beroende på ägarstruktur utan vara homogent för hela branschen. Ändå har flera studier har ändå kommit fram till att det finns vissa skillnader mellan hur å ena sidan de privata och koncernbundna bolagen agerar och å andra sidan de offentliga bolagen. Isaksson konstaterar att det verkar finnas en skillnad mellan dessa två grupper agerande även på den svenska marknaden⁴⁷.

Jang & Wells funnit att offentliga riskkapitalbolag inte alls är lika drivna av möjligheten till börsnotering som de privata och koncernbundna riskkapitalbolagen⁴⁸. Denna upptäckt förstärks av Isaksson som hittar liknande rön när han presenterar sin studie om de olika riskkapitalbolagens exitstrategier och konstaterar att 73 respektive 90 procent av de koncernbundna och privata riskkapitalisterna i Sverige hade börsnotering som sitt mål med investeringen medan ingen av de offentliga hade det⁴⁹. Konsekvensen av detta bör vara att eftersom en börsnotering kräver tid och långsiktig planering kommer de privata och koncernbundna riskkapitalisterna att upp stå för en oproportionerlig del av alla börsnoteringar i Sverige under vår undersökningsperiod. Förklaringen till att offentliga riskkapitalister inte ser börsnotering som sitt mål, eller i alla fall inte i lika hög grad som de övriga, ligger troligen i skillnaden i incitament mellan de offentliga å ena sidan samt de privata och koncernbundna

⁴⁴ Cumming och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2000). 5-6

⁴⁵ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 7

⁴⁶ Isaksson, "Venture Capital – begrepp och definitioner", 4

⁴⁷ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 31-32

⁴⁸ Jeng, Leslie A. och Philippe C. Wells, "The determinants of venture capital funding: evidence across countries", *Journal of Corporate Finance*, no 6 (2000). 242 och 286

⁴⁹ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 22

riskkapitalisterna å andra sidan. Schwienbacher förklarar hur de flesta riskkapitalisters ersättning beror på det värde som uppstår vid en exit och han menar att detta påverkar riskkapitalistens målsättning redan från början samt att det självfallet bör leda till olika val under investeringstiden⁵⁰. Ytterligare en delförklaring erbjuds av Cumming och MacIntosh som påvisar att riskkapitalister är väldigt måna om att upprätthålla ett bra rykte i syftet att lättare attrahera entreprenörer och finansierare samt att ett effektivt sätt att bygga upp ett bra rykte är lyckade börsnoteringar⁵¹. Denna tes stöds även av Rindermann som konstaterar att riskkapitalister noggrant väljer sina exit i syfte att skapa ett bra rykte och att då är det främsta valet en börsnotering⁵². Att detta främst anses gälla de privata riskkapitalisterna förklaras av att Cumming och MacIntosh i samma studie kommer fram till att privata investerare främst är ute efter vinsten medan offentliga bolag förväntas maximera vinsten utifrån givna förhållningsregler⁵³. Liknande resultat presenterar Isaksson när han säger att skillnaderna i ägarstruktur påverkar riskkapitalisternas agerande i Sverige⁵⁴.

Jang & Wells kommer fram till slutsatsen att offentliga bolag ser till att det finns en tillgång på riskkapital där det traditionellt inte skulle ha funnits riskkapital⁵⁵ vilket ytterligare stärker tesen att det bör finnas skillnad i val av exit beroende på ägarstruktur. Offentliga riskkapitalbolag har uppenbarligen ofta andra incitament än att generera pengar, även om de självklart gärna ska visa bra resultat också. Isaksson tror att detta delvis kan bero på att offentliga riskkapitalbolag startas för att fylla ett tomrum och inte för att konkurrera med de privata eller koncernbundna bolagen⁵⁶. Han menar vidare att de offentliga bolagen agerar utifrån vad som är bäst för allmänheten ur ett nationalekonomiskt perspektiv vilket inte alltid stämmer överens med vad som anses vara bäst utifrån ett klassiskt företagsekonomiskt perspektiv. Detta går hand i hand med Cumming och MacIntosh studie i USA och Kanada. Isaksson hittar också bevis för att offentliga riskkapitalister medvetet väljer de exits som gynnar entreprenören mest, det vill säga de exits där entreprenören får behålla kontrollen över företaget⁵⁷. Detta borde leda till att de offentliga riskkapitalisterna är överrepresenterade när det gäller finansiella försäljningar⁵⁸, troligen hittar en ny investerare. De offentliga riskkapitalisterna bör också vara överrepresenterade när det gäller konkurser eftersom deras omtanke för entreprenören och dennes vilja borde leda till att de inte bara ibland väljer bort exitmöjligheter på grund av att det skulle innebära att även entreprenören måste sälja sin andel utan också för att det förfaller troligt att de hellre försöker lyckas in i det sista istället för att begränsa förlusterna med en finansiell försäljning. Isaksson hittar också stöd för att de offentliga riskkapitalisterna har färre industriella försäljningar⁵⁹, helt i enighet med tidigare antagandet att de tänker mer på entreprenörens vilja än privata och koncernbundna

⁵⁰ Schwienbacher, 29-30

⁵¹ Cumming och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2000). 26

⁵² Rindermann, Georg, "Venture Capitalist Participation and the Performance of IPO Firms: Empirical Evidence from France, Germany, and the UK", *Working Paper*, University of Münster och University of Alberta School of Business, (2003). 2

⁵³ Cumming och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2000). 33-34

⁵⁴ Isaksson, Anders, "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", *Venture Capital: A European Perspective*, Forthcoming Elsevier (2006). 154

⁵⁵ Jeng och Wells, 273

⁵⁶ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 22

⁵⁷ Isaksson, "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", 152

⁵⁸ *Ibid.*, 154

⁵⁹ *Ibid.*

riskkapitalister. Vidare påpekar han att de offentliga riskkapitalisterna också har en högre andel buyback⁶⁰.

Alla dessa teorier och observationer har vi uttryckt i hypotesform för att med hjälp av vår databas testa om det finns något stöd för att det är på det viset. Det första sambandet som vi vill testa är:

H₁: Riskkapitalbolagets ägarstruktur påverkar valet av exit.

Detta är vår grundhypotes i den här uppsatsen men den är relativt bred i den meningen att det kan vara svårt att få stöd för hypotesen eftersom en avvikelse kan leda till ett negativt resultat. Därför kommer vi också att testa några av de mer specifika teserna, som presenterats här ovan, som underhypoteser till H₁:

H_{1a}: Offentliga riskkapitalbolag har fler konkurser än övriga riskkapitalbolag.

Denna hypotes har sin grund i de antaganden, som flera studier framställt, att de offentliga riskkapitalisterna är mer måna om entreprenören och dennes vilja. Vi menar att det borde leda till fler konkurser eftersom en privat eller koncernbunden riskkapitalist redan i ett tidigt skede väljer att göra sig av med investeringen och då troligast genom en industriell försäljning till kraftig rabatt istället för att köra portföljbolaget i konkurs. En annan motivering till denna hypotes är det som Jang & Wells tar upp när de säger att offentliga riskkapitalister ibland erbjuder riskkapital där det normalt inte skulle finnas riskkapital.

H_{1b}: Offentliga riskkapitalbolag har fler finansiella försäljningar än övriga riskkapitalbolag.

Här har vi valt att undersöka Isakssons tes och anledningen till att vi tror på det här sambandet är återigen de offentliga riskkapitalisternas större vilja att visa entreprenören stöd och respektera dennes åsikter än vad de privata och koncernbundna riskkapitalisterna gör.

H_{1c}: Privata riskkapitalbolag har fler börsnoteringar än övriga riskkapitalbolag.

Forskningen har tydligt visat att privata och koncernbundna riskkapitalister i högre mån är intresserade av börsnoteringar och de satsar mer målmedvetet för att uppnå det här målet.

H_{1d}: Privata riskkapitalbolag har fler industriella försäljningar än övriga riskkapitalbolag

Industriella försäljningar kan ibland vara de mest lönsamma eftersom professionella köpare ibland är beredda att betala ett premium för de synergieffekter som de kan uppnå. Men det innebär att entreprenören också måste sälja sin del av företaget vilket entreprenörer inte alltid är så positivt inställda till. De privata och koncernbundna riskkapitalisterna sätter vinsten som sin prioritet medan de offentliga riskkapitalisterna borde kunna tänkas avstå från en högre vinst i syfte att ställa upp för entreprenören.

⁶⁰ Isaksson, "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", 154

3.3 Bransch

Riskkapitalbolagens investeringar styrs till viss del av vilken bransch som portföljbolaget är verksamt i och det är därför rimligt att anta att branschen även påverkar avyttringen. Vissa branscher är det mer fokus på än andra och riskkapitalinvesteringar är vanligare i företag i högteknologiska branscher.⁶¹

Gompers grupperar portföljbolagen utifrån branschinriktning där företag inom datorer, kommunikation, programvara, elektroniska komponenter, bioteknologi, medicin och liknande anses ha högteknologisk inriktning. Lågteknologiska branscher består av företag inom energi, konsumentprodukter, industriella produkter, transport och service. Gompers hävdar att medicin och bioteknologiföretag har en relativt sett högre andel börsnoteringar medan företag med industriella produkter och serviceföretag proportionellt har en liten andel börsnoteringar.⁶²

Wang och Sim beskriver på ett liknande sätt att portföljbolag inom en högteknologisk bransch oftare gör en börsnotering eller industriell försäljning medan lågteknologiska branscher har en högre andel av finansiella försäljningar, buyback och konkurser⁶³. Även Pagano et al. påvisar att portföljföretagets branschinriktning har samband med exiten eftersom sannolikheten att en börsnotering sker i en viss bransch har samband med hur aktiemarknaden värderar företag i samma bransch⁶⁴.

Ytterligare stöd för att det finns ett samband, finns i Cumming och MacIntosh studie, mellan portföljföretagets branschinriktning och hur exiten sker. De hävdar att högteknologiska portföljföretag oftare avyttras via en industriell försäljning eller börsnotering än finansiella försäljningar, buybacks och konkurser. Detta eftersom industriella köpare har lättare att göra en bedömning av det värden som finns i portföljbolaget i en högteknologisk bransch. Detta till trots ser de även att finansiella försäljningar är en vanlig exit bland högteknologiska företag.⁶⁵

Vi anser med utgångspunkt från de ovan nämnda studierna att det borde finnas skillnader i val av exit beroende på vilken bransch som portföljföretaget har verksamhet inom. Vår indelning i branscherna IT, medicin, övrig högteknologi och lågteknologi borde kunna ge oss information om det finns samband mellan högteknologiska och lågteknologiska branscher samt en fördelning på IT och medicin där stora delar av riskkapitalinvesteringarna finns.

Ovanstående teorier tycker vi således ger en utgångspunkt i att det finns ett samband mellan portföljföretagets branschinriktning och hur avyttringarna sker att ta hänsyn till. Vi anser därmed att detta är något som bör ingå i vår studie och formulerar följande hypotes:

H₂: Portföljbolagens branschinriktning kan förklara valet av exit.

⁶¹ Gompers, Paul A., "Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital", *The Journal of Finance*, vol. L, no 5 (1995). 1471

⁶² Gompers, 1472 och 1485

⁶³ Wang, Clement K. och Valerie Y.L. Sim, "Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore", *Venture Capital*, vol. 3, no 4 (2001). 347-348

⁶⁴ Pagano, Marco, Fabio Panetta och Luigi Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, vol. LIII, no 1 (1998). 60-62

⁶⁵ Cumming, och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2002). 77-78, 97-98

3.4 Investeringens längd

Riskkapitalbolag har per definition en begränsad tidshorisont för deras investering och exiten är det sista steget där resultatet realiseras. En avyttring av riskkapitalinvesteringar sker normalt efter en investeringslängd på mellan 3-10år⁶⁶. Tidsfaktorn är viktig för riskkapitalisterna då den kommer att avgöra avkastningen på det investerade beloppet⁶⁷. Riskkapitalbolagens vilja att avyttra sin investering kommer att öka ju längre tiden går⁶⁸.

Den optimala exittidpunkten för riskkapitalföretagen är sällan den optimala tidpunkten för entreprenören, exitens tidpunkt är snarare en fråga om vem som kontrollerar valet av exit. Entreprenörens och riskkapitalbolagens mål skiljer sig åt, entreprenören vill bibehålla kontroll medan riskkapitalbolaget vill vinstmaximera, vilket kan göra att konflikter kan uppstå. Riskkapitalbolaget säkerställer redan vid investeringstidpunkten att en exit kommer att vara möjlig och kontrollen över exiten överflyttas generellt sett till riskkapitalbolaget med tiden. Initialt har riskkapitalbolaget ofta begränsade möjligheter att avyttra men har då vetorättigheter för att i senare skeden få en mer direkt kontroll över exitbeslutet.⁶⁹ Trots detta sker avyttringen i många fall i samförstånd mellan riskkapitalbolaget och entreprenören⁷⁰.

Cumming och MacIntosh hävdar att den optimala exittidpunkten bör ske när det marginella värdeskapandet av riskkapitalbolagets insatser är mindre än vad kostnaderna för insatserna är på marginalen⁷¹. För att maximera sin avkastning måste därför riskkapitalbolagen påverka när exiten sker. Giot och Schwienbacher hävdar att exitbeslutet handlar om just detta, nämligen valet av exittyp och tidpunkten för exiten. De påvisar att troligheten att få till en börsnotering ökar upp till 3-4 år och därefter sjunker betydligt. De menar även att riskkapitalbolagen ska avyttra de investeringar som har långa investeringstider vilka riskerar att bli mindre lyckade investeringar.⁷² Detta borde betyda att riskkapitalbolagen försöker få till en exit i de portföljbolag med långa investeringstider för att antingen göra en finansiell försäljning för att få in en del kapital eller tvingas genomföra en konkurs då ingen framtid finns för investeringen. Normalt finns det utformade kontrakt där entreprenören kan bli tvungen att eller har rätt att genomföra en buyback om ingen exit sker inom en viss tidsperiod⁷³.

Sahlman hävdar att investerarna i riskkapitalbolagen har inverkan på både exitstrategierna och investeringslängden⁷⁴. Detta innebära i så fall att riskkapitalbolagens ägarstrukturer skulle kunna påverka när exiten sker. Ägarstrukturerna i riskkapitalbolagen borde göra att investerarna påverkar investeringslängden på olika sätt där ett privat riskkapitalbolag prioriterar att maximera vinsten medan offentliga riskkapitalbolag även ser till entreprenören och samhällsnyttan.

⁶⁶ Isaksson, "An Explorative and Empirical Analysis of Venture Capital Exit Behaviour and Strategies on an Immature Venture Capital Market", 5

⁶⁷ Wang och Sim, 351-352

⁶⁸ Smith, 3

⁶⁹ Ibid., 2-6

⁷⁰ Isaksson, *Studies of the Venture Capital Process*, 144

⁷¹ Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "Venture capital investment duration in Canada and the United States", *Journal of Multinational Financial Management*, no 11 (2001). 447-449

⁷² Giot, Pierre och Armin Schwienbacher, "IPOs, trade sales and liquidations: modelling venture capital exits using survival analysis", *Working Paper*, University of Namur och University of Amsterdam (2003). 3, 19-21

⁷³ Kaplan, Steven N. och Per Strömberg, "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *The Review of Economic Studies*, no 70 (2002). 291

⁷⁴ Sahlman W. A., "The structure and governance of venture capital organizations", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no 2 (1990). 487-495

Utifrån ovanstående teorier och undersökningar formulerar vi uppsatsens tredje hypotes:

H₃: Investeringens längd förklarar valet av exit.

För att knyta denna hypotes till vårt huvudsyfte med studien väljer vi att även ställa investeringslängden mot ägarstrukturen i riskkapitalbolaget. Som vi har sett ovan verkar även detta kunna påverka investeringens längd.

H_{3a}: Ägarstrukturen har samband med längden på investeringen.

3.5 Omsättningsförändring

Vi har redan tidigare nämnt att riskkapitalister, speciellt de privata, är väldigt måna om sitt rykte samt att bästa sättet att få ett bra rykte är att få fram lyckade börsnoteringar⁷⁵. Det är inte alldeles lätt att värdera vilka företag som kan tas till börsen. Wang & Sim testar sambandet mellan portföljbolagets framtida potential och börsnotering,⁷⁶ vi vill utöka deras hypotes genom att först sätta ett enda konkret mått på potential och sedan testa sambandet mellan detta mått och valet av exit i allmänhet. Det är givetvis omöjligt att få fram ett helt felfritt mått på potential eftersom det alltid är en subjektiv bedömning men vi menar att förändring i omsättning säger ganska mycket om ett företags utveckling. En positiv utveckling av omsättningen visar att företaget är på rätt väg menar vi. Vår grundtanke är väldigt enkel eftersom exitalternativen, av de flesta riskkapitalister, rangordnas enligt: börsnotering, industriell försäljning, finansiell försäljning samt konkurs, borde det finns ett samband mellan portföljbolagens utveckling av omsättningen och exit också. Det bolag som anses vara bra nog för börsen bör uppvisa den bästa omsättningstillväxten också. Därför blir vår hypotes:

H₄: Omsättningsförändringen har ett samband med valet av exit.

Vad vi menar med att omsättningsförändring har ett samband med val av exit är att de portföljbolag som går till börsen bör också ha bäst omsättningsförändring, följda av dem som sålts till industriella köpare samt finansiella försäljningar och slutligen konkurser som bör ha den sämsta utvecklingen av omsättning. Ruhnka et al. konstaterar att de företag som presterar bäst tillväxt också är de som inbringar högst försäljningspris⁷⁷. Detta stämmer överens med vår hypotes eftersom vi redan har sagt att vi mäter tillväxt med hjälp av omsättningsförändring och vi har tidigare konstaterat att det är industriell försäljning och börsnotering som genererar mest pengar för riskkapitalisten.

3.6 Teoriavslutning

De ovanstående hypoteserna är vårt verktyg för att svara på vår problemformulering samt uppfylla studiens syfte. Precis som vi tidigare påpekat ligger sambandet mellan ägarstruktur och valet av exit i fokus för vår studie och därför har vi ställt inte bara en huvudhypotes utan också ett antal mer specifika underhypoteser. Vi har i vårt syfte också sagt att vi vill

⁷⁵ Cumming och MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", (2000). 26

⁷⁶ Wang och Sim, 345

⁷⁷ Ruhnka, J.C., H.D. Feldman, och T.J. Dean, "The 'Living Dead' Phenomenon in Venture Capital Investments", *Journal of Business Venturing*, vol. 7, no 2 (1992). 137-155

undersöka om det finns ett samband mellan portföljbolagets branschtillhörighet, portföljbolagets framtida potential samt investeringens längd och valet av exit. Baserat på befintliga teorier har vi valt omsättningstillväxt som ett mått på framtida potential och därför testat hypotesen huruvida det finns ett samband mellan omsättningstillväxt och val av exit.

Nästa avsnitt av studien kommer att presentera en överblick av den data som vi har samlat in. Därefter kommer vi att presentera våra resultat som innehåller både analys och slutsatser tillsammans för att sedan i allra sista avsnittet presentera våra förslag på fortsatta studier samt våra egna reflektioner på denna studie.

4 Praktisk metod

4.1 Metodval

När det inte finns mycket forskning i ett ämne anser vi att det i praktiken blir omöjligt att genomföra en bra kvalitativ studie. Anledningen är att en kvalitativ metod skall främst användas för att skapa förståelse för ett visst problem⁷⁸. I vårt specifika fall finns det relativt lite tidigare forskning kring riskkapitalbolagens exit i Sverige vilket gör att vi siktar på en mer grundläggande nivå, nämligen att utröna om det överhuvudtaget finns ett samband mellan ägarstruktur och val av exit. Vi kommer också att ställa ett antal hypoteser som inte testas just det sambandet i sig men kan komma att antingen komplettera huvudhypotesen eller visa att det finns ett annat samband som huvudhypotesen missar. Först när vår studie har klargjort huruvida det finns eller inte finns ett samband kan det bedrivas mer djupgående forskning kring varför det är eller inte är på ett visst sätt.

För att besvara problemet observeras vilken exit som riskkapitalbolaget väljer för ett givet portföljbolag. Observationen omvandlas till kvantifierbara mått som används för att undersöka samband mellan olika faktorer, t.ex. ägarstruktur och val av exit. Det är detta som kännetecknar kvantitativ metod, nämligen att kvantifiering sker med hjälp av statistik för att till slut mynna ut i numeriska observationer⁷⁹. Ofta sägs det, något enkelt uttryckt, att materialet skall vara mätbart för att det skall kallas för kvantitativ metod⁸⁰. Vi kan omvandla våra observationer, d.v.s. de olika kategorierna på exit och ägarstruktur, till numeriska värden enligt metoden att varje kategori får en given siffra. Till exempel de riskkapitalbolag som anses vara offentliga får värdet 1 (ett) medan privata får värdet 2 (två). Eftersom vi på det viset får numeriska observationer anser vi att vår metod uppfyller kraven för att kallas kvantitativ.

En annan fördel med kvantitativ metod, i alla fall när det gäller just vårt undersökningsområde, är att även om våra hypoteser inte skulle leda oss någonstans producerar vi en hel del mätbara fakta kring riskkapital i Sverige. Dessa observationer hoppas vi kan väcka nya idéer och uppslag hos andra som är intresserade av att forska kring ämnet och på så sätt leda till nya upptäckter. Detta passar utmärkt med vår uttalade förhoppning om att sprida lite ljus på ett relativt outforskat område när det gäller den svenska marknaden.

4.2 Hypoteser

Vi har som bekant valt att utgå från totalt fyra huvudhypoteser, formade ur den befintliga teorin inom området, vilket kan vara ganska lurigt eftersom det är lätt att dra på för stora växlar när och om en hypotes accepteras. Det är viktigt att redan här påpeka att en hypotes aldrig kan bli bekräftad däremot kan den med statistisk säkerhet bli accepterad eller förkastad, vilket innebär att trots att en hypotes accepteras kan den vara falsk. Anledningen är att två variabler kan vara nästan perfekt korrelerade med varandra trots att de inte egentligen påverkar varandra.

⁷⁸ Bryman, Alan, och Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Björn Nilsson Malmö: Liber AB, 2005. 19

⁷⁹ Backman, Jarl, *Rapporter och uppsatser*, Lund: Studentlitteratur, 1998. 3

⁸⁰ Hartman, Jan, *Vetenskapligt tänkande*, Lund: Studentlitteratur AB, 2004. 206

De variabler som vi använder är alla siffror, för att det skall vara möjligt att överhuvudtaget att bygga upp en statistisk modell, men de faller under två olika kategorier: nominalvariabler samt intervallvariabler. Nominalvariablerna är inte rangordningsbara ur ett statistiskt perspektiv medan intervallvariablerna går att rangordna ganska tydligt⁸¹. Det är dock givetvis så att de data som döljer sig bakom vissa av nominalvariablerna är i vårt fall åtminstone möjliga att dela upp i bra och dåliga. Exempelvis så är det ganska självklart att konkurs ses som en dålig exit medan de andra genererar intäkter, om än inte nödvändigtvis vinster, för säljaren.

Traditionellt skall forskare redovisa först en så kallad noll-hypotes och sedan sin alternativa hypotes, som alltid är motsatsen till noll-hypotesen. Vi väljer att enbart presentera våra hypoteser, som alltså motsvarar de traditionella alternativa hypoteserna, ur ett rent estetiskt skäl: det blir lättare att skriva om hypotesen och dess prövning i löpande test. Givetvis arbetar vi fortfarande enligt statistikens regler när det gäller själva arbetet med statistiska modeller i programmet SPSS.

För att ytterligare underlätta för läsarna har vi valt att gruppera ihop en del av hypoteserna där vi först arbetar med en huvudhypotes för att sedan ta fram ett antal underhypoteser som testar nästan samma sak som huvudhypotesen fast ur olika vinklar och ibland på en mer detaljerad nivå. Ett exempel är att en huvudhypotes är att riskkapitalbolagens ägarstruktur har ett samband med deras val av exit och dess underhypotes testar om just privata riskkapitalbolag har fler börsnoteringar. Vi tror att detta skall göra det lättare inte bara för oss då vi kan skriva mer fokuserat utan också läsaren som kan ta till sig ett resultat i taget.

4.3 Data

Vi har i inledningen av denna studie talat om den svenska riskkapitalmarknaden och konstaterat att det är först på senare år som den kan anses vara en mogen marknad där det går att tala om tendenser som förväntas kvarstå över en längre period. I inledningskapitlet presenterade vi en figur över hur den svenska riskkapitalmarknaden har utvecklats och utifrån denna kan vi enkelt konstatera att det är först och främst från slutet av 1990-talet som vi har en utvecklad och komplex riskkapitalmarknad i Sverige. I enlighet med vårt påstående att det är först när en marknad är mogen som det blir möjligt att på allvar testa samband och brister på samband är det för oss egalt att använda data innan 1999 då antalet riskkapitalbolag börjar växa kraftigt.

Vårt slutliga val föll på den data som avser år 2003 och framåt, i det här fallet till och med första halvåret 2006. Anledningen att vi inte använder oss av åren 1999 till 2002 är att den tidsperioden kan ha väldigt skeva data på grund av IT-bubblan och dess efterföljande börskrasch. Givetvis går det att argumentera för att vi borde visa även en sådan tidsperiod då det är det faktiska utfallet av investeringar gjorda i IT men vi är av åsikten att en börskrasch inom en sektor lämnar väldiga effekter på andra sektorer också. Investerare påverkas alltid av allt som händer på marknaden och varje gång det händer något omvälvande som en krasch tenderar det att påverka hela börsen negativt. En krasch av den magnituden inträffar relativt sällan och därför anser vi att de åren inte kan anses vara representativa för hur marknaden agerar under normala konjunktursvängningar.

⁸¹ Bryman och Bell, 256

När vi började sammanställa vår databas upptäckte vi snabbt att vi var tvungna att göra ett val mellan huruvida vi skulle räkna antalet exits med avseende på portföljbolagen eller investeringsbolagen. Det vill säga ett portföljbolag, som har haft flera riskkapitalister som investerare, kan räknas endast som en exit om denna avyttrats eller så kan varje enskild investerares exit räknas var för sig även om det innebär att portföljbolaget då förekommer flera gånger. Vi väljer det sistnämnda alternativet eftersom det annars uppstår problem med att bedöma vilket av investeringsföretagen som skall stå som den som avyttrat eftersom deras olika ägarstrukturer påverkar studiens resultat. Ett antal portföljbolag har både en privat investerare och en offentlig vilket innebär att det är viktigt att båda investerarna kommer med i undersökningen.

4.3.1 Datainsamling

Vi använde oss av en databas från Förvärv & Fusioner som innehåller alla exits gjorda i Sverige under den angivna tidsperioden. Databas som vi har använt håller väldigt hög kvalitet och med det menar vi att den har sammanställts av erfarna specialister samt att bortfallsproblem är minimerade genom att de har kunnat följa upp alla delar av databasen.

Ett tänkbart kritiskt argument mot vårt val att använda en befintlig databas som utgångspunkt är att vi inte skulle vara bekanta med materialet eftersom vi inte har samlat in data själv samt att det kan saknas nyckelvariabler⁸². Dock vågar vi påstå att vi inte lider av detta problem eftersom vi har fått komplettera databasen själva och därigenom fått kontrollera varje enskild exit. Vi vågar påstå att detta inte på något sätt sänker databasens trovärdighet eller kvalitet eftersom all information som tillkommit genom vårt arbete kommer från ursprungskällorna nämligen portföljbolagen och investerarna.

För att kunna testa alla våra hypoteser behövde vi som sagt komplettera Förvärv & Fusioner databas med ett antal uppgifter. Vi är beroende av att klassificera varje exit, ta fram nyckeltal som vi tror kan spegla portföljbolagets utveckling bäst samt sortera in portföljbolaget enligt deras bransch. Varje input som vi tar in i databasen måste vara på förhand definierad så att vi är konsekventa i vår klassificering.

Exits delas upp i de fem kategorier som vi presenterade i teorin: börsnotering, industriell försäljning, finansiell försäljning, buyback samt konkurs. De flesta av dessa är ganska tydligt definierade och majoriteten av den data vi har samlat in har varit väldigt enkel att snabbt sortera in i något av dessa kategorier. Det största bekymret har varit i de fall där ett portföljbolag inte har presterat bra och egentligen skulle sluta i konkurs men i sista stund hittade riskkapitalbolaget en köpare som troligast bara ville komma åt en tillgång. För att en exits skall klassas som konkurs har vi ställt kravet att det måste finnas en officiell ansökan om konkurs vilket gör att de försäljningar som kanske egentligen är förtäckta konkurser, eftersom vi inte vet något om köpesummorna kan vi inte värdera försäljningarna som lyckade eller misslyckade, hamnar under industriella eller finansiell försäljningar.

När det gäller nyckeltal är det inte helt enkelt att välja rätt nyckeltal som bäst beskriver ett företags utveckling. Vi väljer att använda oss av omsättningsförändringen som en indikator på portföljbolagets utveckling eftersom det är ett nyckeltal som alltid beräknas på samma sätt om vi hämtar uppgiften från Affärsdata. Dessutom eftersom vi använder oss av förändringen

⁸² Bryman och Bell, 235-239

uttryckt i procent kommer vi runt problemet att de företag som finns i databasen är olika stora och därmed inte jämbördiga när det gäller omsättning. Nästa steg är att bestämma sig för vid vilken tidpunkt skall vi ta nyckeltalen ifrån, skall vi använda siffrorna från det år då exiten skedde eller året innan? Vi valde att genomgående använda oss av siffror från året innan exiten med motiveringen att köparen troligen har baserat sin genomgång av portföljbolaget på den senaste årsredovisningen som finns. I de fall som det har handlat om koncerner som avyttrats kommer siffrorna från koncernbokslutet.

Branschindelningen är ett svårt område då de flesta företag tenderar att ligga i en gråzon mellan två olika branscher. Ett exempel kan vara ett resebolag som endast existerar på en hemsida, är de ett konsumentföretag för att de säljer resor eller ett IT företag för att de enbart finns på en hemsida? Vi har, först och främst, valt att ha endast fyra olika kategorier när företag skall delas i branscher: IT, medicin, Övrig högteknologi samt lågteknologi. Övrig högteknologi avser bolag som har en högteknologisk produkt utan att de är IT eller medicin. Lågteknologi är egentligen bara en översättning av engelskans low-tech även om det kanske har en negativ klang i det svenska språket. Om vi ska generalisera ganska grovt kan vi säga att i gruppen lågteknologi så är det främst företag i stabila och mogna branscher där riskerna anses vara lägre än för ett IT-bolag eller medicinbolag.

4.3.2 Exceltabellen

Vår data matas in i ett excelblad i syfte att bygga upp en lättöverskådlig tabell över den input vår studie har. Nedan följer en förklaring av de kategorier som finns representerade i tabellen:

ID	Detta är ett individuellt id-nummer som varje enskild exit får i syfte att lätt kunna kontrollera att uppgifterna är korrekta även efter att tabellen matas in i SPSS.
Namn	Detta är namnet på riskkapitalbolaget som gjort den specifika exiten.
Ägarstruktur	Här har varje riskkapitalbolag klassificerats enligt fördelningen på privata, koncern och offentliga bolag
Portföljbolag	Detta är namnet på det bolag som avyttrats. Syftet är att det skall vara lätt att kontrollera i efterhand vilka exits som är med i studien.
Organisationsnummer	Portföljbolagets organisationsnummer enligt Affärsdata. Eftersom denna tabell kommer att användas av fler än bara oss är det viktigt att det går att spåra allt vi har gjort i efterhand.
Verksamhet	Detta är portföljbolagets verksamhet enligt uppgift från Affärsdata.
Verksamhetskod	Kommer från Affärsdata.
Bransch	Detta är vår klassificering av portföljbolagets bransch.
Tillträde	Detta är månad och år för när riskkapitalbolaget gjorde sin initiala investering.
Avyttrat	Detta är månad och år för när riskkapitalbolaget gjorde sin exit.
Tid	Detta är total investeringstid mätt i månader.
Exit	Detta är vår klassificering av vilken typ av exit det handlar om.
Omsättningstillväxt	Dessa uppgifter kommer från Affärsdata samt portföljbolagets egna årsredovisning.

4.4 Databearbetning

Eftersom vi har alla exits som skett i Sverige under åren 2003 till 2005 samt första halvåret 2006 vilket betyder att vi inte arbetar med ett urval utan egentligen arbetar vi med hela populationen. Detta innebär att våra hypoteser kommer att testas med hjälp av, inom statistikens värld, relativt enkla korstabeller. Om en korstabell visar skillnad mellan förväntat utfall och faktiskt utfall samtidigt som tabellen använder hela populationen krävs det inget mått av signifikansnivån⁸³. Den skillnad som korstabellen visar, alternativt brist på skillnad, är i det här fallet lika med den faktiska skillnaden för populationen. Hade vi istället arbetat med ett urval av den totala populationen hade vi varje gång behövt testa huruvida skillnaden anses vara statistiskt signifikant, det vill säga om vårt resultat går att tillämpa på populationen som helhet.

Vårt huvudsakliga synsätt är att vi skall behandla vår data som den totala populationen eftersom vi menar att det är först på senare år som den svenska riskkapitalmarknaden har kommit upp i en tillräcklig mogen ålder för att det skall vara möjligt att utifrån en kvantitativ studie dra slutsatser om vilka faktorer som är beroende av varandra. Dock anser vi att eftersom den svenska marknaden nu är mogen borde de resultat vi får fram i vår studie kunna vara tillämpbara på framtiden. Det är dock viktigt att påpeka att om vi ska kunna överföra resultaten från vår studie till framtiden måste vi behandla vår data som ett urval av en betydligt större population. Därför kommer vi under varje hypotes att analysera och dra slutsatser först utifrån synen att vi har hela populationen och sedan utifrån synen att det handlar om ett urval. Det är viktigt att redan här och nu klargöra att när vi behandlar vår data som ett urval är vi väldigt medvetna om att urvalet inte har skett enligt statistiska metoder och bör därför inte tillskrivas någon större vikt. Anledningen till att vi ändå väljer att redovisa detta är mer att visa resultaten som en indikator på tendenser inför framtida studier.

4.5 Access

Access har inte varit något problem för oss då vi hade en befintlig databas att utgå ifrån. När det gäller de uppgifter som vi själva har tillfört, nyckeltalen samt klassificeringarna av bransch och typ av exit, har vi genomgående använt oss av Affärsdata samt vid behov har information inhämtats från de inblandade bolagens årsredovisningar och allt detta är offentlig information. Vårt mål är att hela tiden använda oss av de inblandade företagens information istället för externa åskådare, exempelvis Dagens Industri eller Dagens Nyheter. Vanligtvis brukar denna typ av information vara väldigt känslig för de inblandade företagen men eftersom vi tittar bakåt i tiden finns all material redan publicerad, hade vi försökt göra en studie om riskkapitalisternas pågående projekt hade vi nog stött på betydligt mer motstånd.

Det kan vara bra att även här under access lägga in en notering om att när det gäller klassificeringen av exits, det vill säga om det är en industriell försäljning eller någon annan typ av exit, har vi fått förlita oss på de uppgifter som fanns i den initiala databasen samt de uppgifter som vi har kunnat hitta i företagens årsredovisningar och nyhetsreleaser.

⁸³ Wincent, Joakim, *Doctoral Thesis On Building Competitiveness in Strategic SME Networks*, Luleå, Luleå University of Technology, 2006. 41

4.6 Källkritik

I varje studie är det viktigt att tydligt redogöra för källornas saklighet och objektivitet eftersom källorna utgör basen för de slutsatser som presenteras⁸⁴. Därmed spelar källornas kvalitet en stor roll för läsaren av studien. Vi har redan sagt att vår databas har sin grund i den databas som Förvärv & Fusioner har sammanställt och det finns givetvis en viss risk att förlita sig på någon annans arbete och det faktum att deras databas bygger på frivilliga uppgifter kan nog verka som ett varningstecken för vissa. Men precis som vi påpekat tidigare så har vi grundligt gått igenom databasen och känner oss säkra på att vi hade upptäckt eventuella oegentligheter under vårt arbete med att komplettera databasen. Riskerna för felaktigheter minimeras av det faktum att deras databas är en produkt av kontinuerligt arbete, det vill säga den uppdateras ständigt vilket vi ser som ett kvalitetstecken. Det är en väl ansedd databas och vi finner ingen anledning att tvivla på dess kvalitet och sanningsnivå.

Nästa stora riskmoment uppstår under vårt arbete med att komplettera databasen och få fram de uppgifter som vi har sökt efter men inte var med i originalet av databasen. Här är det gott om potentiella fallgropar då data skall insamlas, det är lätt hänt att en forskare förlitar sig på en uppgift utan att bemöda sig om att kolla upp dess ursprung. Eftersom vi i mångt och mycket har fått arbeta med hjälp av Internet blir den risken ännu mer påtaglig då det finns en uppsjö av olika hemsidor som erbjuder liknande information och det kan vara svårt att veta vem eller vilka som ligger bakom just den uppgiften. För att minimera denna risk har vi valt att enbart hämta uppgifter från Affärsdata, de inblandade företagens årsredovisningar samt i de fall där en komplettering har behövts har vi använt oss av tidningar och då endast de mest meriterade och pålitliga. Uppgifterna som presenteras där kommer uteslutande ur företagens årsredovisningar vilket är den pålitligaste källan förutsatt att årsredovisningen har blivit godkänd av en auktoriserad revisor. Vi vill härmed hävda att våra åtgärder borgar för att vår del av vår databas som vi samlat in själva är lika pålitlig som den grunddata som Förvärv & Fusioner har tagit fram.

Alla de artiklar vi har använt oss av kommer från erkänt duktiga forskare och det finns ingen som helst anledning att ifrågasätta deras trovärdighet. Vårt teorikapitel vilar tungt på Cumming & MacIntosh, Isakssons samt Smiths artiklar angående riskkapital i olika former. Cumming & MacIntosh är väl ansedda när det gäller deras forskning kring just riskkapital och exit och deras studier används som källa i de flesta av dagens studier om exits. Isaksson är, enligt vår bedömning, den som har kommit längst när det gäller forskningen om riskkapitalets exitstrategier i Sverige och han är också den som har beskrivit ett samband mellan just ägarstruktur och riskkapitalistens strategi kring valet av exit. Vi tar hans fynd ett steg längre och hävdar att om riskkapitalisterna uppvisar skillnad i strategi borde det också ge ett avtryck i faktiska utfall. Smiths artikel om kontroll över exits ligger som grund för många av dagens teorier och de flesta arbeten om exit refererar till hans teorier och resultat. Även de övriga författare vilkas artiklar vi har använt oss utav är välkända och accepterade namn inom riskkapitalforskningen.

Vid sökandet efter teoretiska källor har vi använt oss av Umeå universitetsbibliotekets hemsida där studenter ges fullt tillträde till sökmotorer som: Business Source Premier, Artikelsök, Academic Search Elite och Inspec. Följande sökord, både på engelska och svenska, samt olika kombinationer av dessa har använts vid sökandet:

⁸⁴ Ejvegård, Rolf, *Vetenskaplig metod*, Lund: Studentlitteratur AB, 1996. 59

Riskkapital
IPO
Strategy
Investment

Exit
Control
Duration
Secondary Sales

Venture Capital
Behaviour
Trade Sales
Bancrupcy

Slutligen kommer vi till den mänskliga faktorn och den är svårast att hantera. Oavsett hur mycket vi än arbetar med att kvalitetssäkra vår data genom att enbart använda pålitliga källor så finns det en risk att vi vid överförandet av data från ursprungskällan till Excel och slutligen SPSS helt enkelt råkar skriva fel. För att överföringen mellan Excel och SPSS skall gå rätt till valde vi att koda varje enskilt exit för att kunna göra stickprover och jämföranden. När det gäller inmatningen i Excel kan vi inte göra så mycket mer än att se till att båda två går igenom databasen och kontrollerar noga varje inmatat fält. Vi vågar på stå att det inte finns några inmatningsfel då vi ständigt kontrollerat detta och dubbelkollat varje införande av ny data. Detta gör att vi anser att studien kan och bör utvärderas utifrån ett antagande om att allt använt material är sanningsenligt och fullständigt.

5 Empiri

Det är ingen mening för oss att redovisa vår data i den form den är i Excel, det vill säga ett enormt arbetsblad bestående av över 4000 celler med data. Istället kommer vi att redovisa ett antal tabeller för att kunna erbjuda en översiktlig bild av vad vår data består av. Vi presenterar de flesta tabeller räknat i både faktiska antal och procentuella andelar.

5.1 Datasammansättningen

Till att börja med presenterar vi tabell 5.1 som visar hur många fall vi har samt hur dessa är fördelade på de tre olika ägarstrukturerna. Hade vi räknat exits per portföljbolag hade totala antalet exits varit 144 stycken men som vi redan har motiverat i den praktiska metoden bygger vår undersökning på att antalet exits mäts per investeringsbolag. Privata riskkapitalbolag dominerar vår data vilket kanske inte är så oväntat, även om den extremt höga andelen förvånar något. Detta ser vi som ett tecken på att den svenska riskkapitalmarknaden verkligen börjar bli mogen och utvecklad eftersom en outvecklad marknad borde domineras av offentliga riskkapitalister då dessa ofta dyker upp i syfte att stimulera en utveckling av marknaden.

Tabell 5.1 Exits per ägarstruktur

Ägarstruktur	Antal	Andel
Privat	194	78,23%
Koncern	8	3,23%
Offentlig	46	18,55%
Totalt	248	100,00%

Det är däremot olyckligt att vår data inte innehåller fler koncernbundna riskkapitalister eller rättare sagt fler exits gjorda av koncernbundna riskkapitalister. Detta innebär att vi inte kommer att kunna komma fram till några slutsatser angående koncernbundna riskkapitalbolag eftersom det krävs ett värde på minst fem (5) i varje cell i en korstabell för att just den cellen skall kunna analyseras. Vi väljer istället att under analysarbetet klumpa ihop privata och koncernbundna riskkapitalister eftersom den teori som vi har använt oftast påpekar att de två grupperna har liknande beteende. Vi kommer givetvis att tydligt redogöra för liknande ändringar under analysens gång, här nedan kommer vi dock att presentera vår data oförändrad.

Om vi delar upp den totala antalet exits i databasen på varje år för sig ser vi att det under 2003 skedde 94 exits (privat 72 st, koncern 5 st samt offentlig 17 st), under 2004 halverades antalet exits till 50 (privat 38 st samt offentlig 12 st), år 2005 skedde 55 exits (privat 41 st, koncern 3 st samt offentlig 11 st) samt att under det första halvåret 2006 registrerades 49 exits (privat 43 st samt offentlig 6 st). Den totala genomsnittsinvesteringslängden är 55,62 månader vilket motsvarar 4 år och 7 månader.

5.2 Datafördelningen

De exits som vi har samlat in har klassificerats med avseende på portföljbolagets bransch samt typ av exit. Tabell 5.2 visar fördelningen med avseende på portföljbolagets bransch,

både i absoluta tal och i andelar av alla exits. Det finns egentligen ingen överrepresenterad bransch även om det är flest IT företag.

Tabell 5.2 Exits per bransch

Bransch	Antal	Andel
IT	89	35,89 %
Medicin	54	21,77 %
Övrig högteknologi	42	16,94 %
Lågteknologi	63	25,40 %
Totalt	248	100,00 %

Vi ser ganska tydligt att riskkapitalisternas två favoritbranscher, IT och medicin⁸⁵, mycket riktigt tillsammans står för mer än 50 procent av alla exits i databasen.

Det kan också vara intressant att se fördelningen över vilka branscher de olika typerna av riskkapitalbolag avyttrat. Koncernbundna riskkapitalister är, som tidigare nämnts, alldeles för underrepresenterade i vår undersökning.

Tabell 5.3 Bransch per ägarstruktur

Ägarstruktur	Privat	Koncern	Offentlig
IT	37,63 %	87,50 %	19,57 %
Medicin	22,16 %	12,50 %	21,74 %
Övrig högteknologi	14,95 %	0,00 %	28,26 %
Lågteknologi	25,26 %	0,00 %	30,43 %
Totalt	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tabell 5.3 är en sammanställning av hur de olika exitalternativen är fördelade på de hos de olika riskkapitalbolagen. Förutom redan nämnda problem med antalet koncernbundna riskkapital är det endast det ringa antalet buybacks som är anmärkningsvärt i den här tabellen. Det här innebär att vi tyvärr inte kommer att kunna komma fram till några slutsatser angående buybacks eftersom det helt enkelt inte har skett tillräckligt många sådana exits under den här perioden i Sverige.

Tabell 5.4 Exit per ägarstruktur

Ägarstruktur	Privat		Koncern		Offentlig		Totalt	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Börsnotering	14	7,22 %	0	0,00 %	3	6,52 %	17	6,85 %
Industriell försäljning	73	37,63 %	3	37,50 %	8	17,39 %	84	33,87 %
Finansiell försäljning	48	24,74 %	1	12,50 %	10	21,74 %	59	23,79 %
Buyback	3	1,55 %	0	0,00 %	0	0,00 %	3	1,21 %
Konkurs	56	28,87 %	4	50,00 %	25	54,35 %	85	34,27 %
Totalt	194	100,00 %	8	100,00 %	46	100,00 %	248	100,00 %

Vi är även något förvånade över det relativt låga antalet börsnoteringar men vi kommer ändå att kunna säga en del i alla fall angående kopplingen privata riskkapitalföretag och börsnotering.

⁸⁵ Gompers, 1471

6 Resultat

Förutsättningarna för dessa korstabeller och ANOVA-diagram är att vi använder oss utav 245 exits eftersom buybacks exkluderats på grund av för få utfall, vilket tidigare förklarats i metodkapitlet. Dessutom har vi fått slå ihop privata och koncernbundna riskkapitalister till en enda grupp, nedan benämnd som privata, eftersom det var endast åtta exits utförda av koncernbundna riskkapitalbolag. Anledningen till att vi slog ihop de med privata riskkapitalbolag, och inte bara exkluderade som med buybacks, är att enligt våra teorier uppträder dessa två typer av riskkapitalbolag nästan likadant. Dessa förutsättningar gäller givetvis alla nedanstående tabeller.

6.1 Ägarstruktur

För att undersöka sambandet mellan riskkapitalföretagets ägarstruktur och deras val av exit gjorde vi en korstabell med variablerna ägarstruktur och exit. Vi har redan förklarat varför de koncernbundna riskkapitalbolagen sitter ihop med de privata samt varför alla buybacks är eliminerade från variabeln exit.

Tabell 6.1: Korstabell över ägarstruktur och exit

		Exit				Total
		Börsnotering	Industriell försäljning	Finansiell försäljning	Konkurs	
Ägarstruktur	Count	14	76	49	60	199
	Privat Expected Count	13,8	68,2	47,9	69,0	199,0
Offentlig	Count	3	8	10	25	46
	Expected Count	3,2	15,8	11,1	16,0	46,0
Total	Count	17	84	59	85	245
	Expected Count	17,0	84,0	59,0	85,0	245,0

Jämfört med ett antagande om att det inte existerar några samband alls kan vi konstatera följande:

- Privata riskkapitalister har fler börsnoteringar, fler industriella försäljningar, fler finansiella försäljningar men färre konkurser.
- Offentliga riskkapitalister har färre industriella försäljningar, färre finansiella försäljningar men fler konkurser.

Överlag sett är det rätt tydligt att det finns ett samband mellan riskkapitalföretagets ägarstruktur och deras val av exit. Avseende de offentliga riskkapitalisternas börsnoteringar, som har ett förväntat värde under fem (5), kan vi säga att utfallet tyder på att de har färre börsnoteringar men vi kan inte med statistisk säkerhet säga att så är fallet. Dock kan vi se att det finns ett visst stöd för hypotesen att privata riskkapitalister har en högre andel börsnoteringar än förväntat. Privata riskkapitalister har också en övervikt när det gäller industriella försäljningar och finansiella försäljningar. Det är föga oväntat att privata riskkapitalister uppvisar en övervikt av börsnoteringar med tanke på att vi visade i teoriavsnittet att privata riskkapitalister oftare, än de offentliga riskkapitalisterna, sätter en börsnotering som målet för en investering.

Den tydliga övervikten av industriella försäljningar hos privata riskkapitalister är helt enligt den teori vi har presenterat. Det är rimligt att anta att förklaringen dels ligger i det faktum att

offentliga riskkapitalister tar en större hänsyn till entreprenörens vilja att fortsätta vara aktiv inom företaget och dels är det rimligt att tro att en del av de portföljföretag som privata riskkapitalister siktar mot börsern med istället hamnar som industriell försäljning på grund av olika svårigheter med börsnotering. Oavsett orsaken är sambandet mellan industriella försäljningar och riskkapitalbolagets ägarstruktur tydligt och det är helt i enlighet med teorin.

Vi har förklarat att vår utgångspunkt är att offentliga riskkapitalister bör ha fler finansiella försäljningar än privata riskkapitalister och detta motiverade vi med att studier av Isaksson har visat att offentliga riskkapitalister medvetet väljer den exit som gynnar entreprenören mest. Vid en finansiell försäljning fortsätter entreprenören som ägare och riskkapitalbolaget kan bli av med sin investering när de känner att de har uppnått sitt mål. Vår tabell visar dock att det, tvärtemot teorin, är de privata riskkapitalisterna som uppvisar fler finansiella försäljningar. Anledning till att privata riskkapitalister uppvisar fler finansiella försäljningar kan ligga i det faktum att de har mindre tålamod och om de inser att portföljbolaget inte är på rätt kurs väljer de att hellre sälja av sina andelar, än utan att göra vinst, än att ta portföljbolaget till konkurs. Ibland kan det dyka upp potentiella köpare som kan ha just den specifika kunskapen eller förutsättningarna att klara av vad riskkapitalisten inte gjorde. Offentliga riskkapitalister förmodas däremot hålla ut längre i hopp om att göra det som är bäst för entreprenören.

Liknande argument använde vi när vi påstod att offentliga riskkapitalister kommer att uppvisa en högre andel konkurser. Vi sa att just deras bestämdhet att inte överge entreprenören och dennes önskemål kommer att leda till att de får fler konkurser eftersom en privat riskkapitalist hellre kör över entreprenören och säljer portföljbolaget, ofta till en industriell köpare, i syfte att åtminstone minska sin förlust på investeringen. Dessutom har vi under teoriavsnittet påpekat att offentliga riskkapitalister i vissa fall tillhandahåller riskkapital där det egentligen inte skulle ha funnits riskkapital. Det kan antingen röra sig om ett eftersatt geografiskt område eller en bransch som anses vara olönsam men oavsett anledningen till att privat riskkapital inte finns där borde det innebära att många investeringar slutar i konkurser. Skulle det vara ett lönsamt område skulle det finnas en naturlig tillgång till riskkapital. Anledningen till att offentliga riskkapitalister trots detta investerar i på förhand utdömda projekt beror på att deras incitament ofta innehåller mål som att främja företagande oavsett geografiskt läge eller bransch.

H₁: Riskkapitalbolagets ägarstruktur påverkar valet av exit.

Det framgår tydligt att det finns ett samband mellan riskkapitalföretagets ägarstruktur och deras val av exit samt att sambandet i stort följer de teorier som vi har presenterat. Det finns dock två saker som är viktiga att notera här: vi kan inte med säkerhet uttala oss om offentliga riskkapitalisters börsnoteringar på grund av ett för lågt förväntat värde samt att finansiella försäljningar avviker från teorin. Vi vill ändå hävda att denna hypotes kan accepteras.

H_{1a}: Offentliga riskkapitalbolag har fler konkurser än övriga riskkapitalbolag.

Utifrån vår data blir denna hypotes accepterad, det framgår väldigt tydligt att offentliga riskkapitalister uppvisar en högre andel konkurser än privata riskkapitalister. Detta är i enlighet med våra antaganden i teoriavsnittet.

H_{1b}: Offentliga riskkapitalbolag har fler finansiella försäljningar än övriga riskkapitalbolag.

Denna hypotes blir förkastad i vår undersökning då det istället är privata riskkapitalister som uppvisar fler finansiella försäljningar. Vi tror att förklaringen ligger i det faktum att privata riskkapitalister säljer av sin andel när de misstänker att portföljbolaget inte kommer att utvecklas åt rätt håll medan offentliga riskkapitalister håller ut med entreprenörens bästa som motivering.

H_{1c}: Privata riskkapitalbolag har fler börsnoteringar än övriga riskkapitalbolag.

Det är tydligt att privata riskkapitalister har fler börsnoteringar än förväntat vilket innebär att vi anser att denna hypotes kan accepteras. På grund av att förväntat värde på offentliga riskkapitalisters börsnoteringar är lägre än fem (5) kan vi inte med säkerhet uttala oss om börsnoteringar. Däremot vore det önskvärt att få göra om undersökningen om några år igen för att se om antalet börsnoteringar har ökat och hur det påverkar utgången av just denna hypotes.

H_{1d}: Privata riskkapitalbolag har fler industriella försäljningar än övriga riskkapitalbolag.

Även denna hypotes blir accepterad i vår undersökning och även här är all data helt i enlighet med den teori som vi har lagt fram. Vår undersökning tyder på att det är en klar övervikt av industriella försäljningar som utförs av privata riskkapitalister.

6.2 Bransch

Riskkapitalbolagens exit har enligt befintlig teori samband med vilken branschinriktning som portfölj företaget är verksamt inom. Nedan beskrivs de samband och skillnader mot befintlig teori som observeras i vår studie.

Tabell 6.2: Korstabell över bransch och exit

			Exit				Total
			Börsnotering	Industriell försäljning	Finansiell försäljning	Konkurs	
Bransch	IT	Count	1	40	7	40	88
		Expected Count	6,1	30,2	21,2	30,5	88,0
	Medicin	Count	7	17	12	18	54
		Expected Count	3,7	18,5	13,0	18,7	54,0
	Övrig högteknologi	Count	2	17	8	15	42
		Expected Count	2,9	14,4	10,1	14,6	42,0
	Lågteknologi	Count	7	10	32	12	61
		Expected Count	4,2	20,9	14,7	21,2	61,0
Total		Count	17	84	59	85	245
		Expected Count	17,0	84,0	59,0	85,0	245,0

Det bör observeras att tre celler har mindre än fem i förväntat värde, vilket betyder utfallen där bör beaktas med hänsyn till detta. Detta beror på att studien har relativt få börsnoteringar och då blir det för få för att med säkerhet uttala sig om dessa i fallen där branschen är medicin, övrig högteknologi och lågteknologi.

Korstabellen ovan visar branscherna uppställda gentemot exiten och utifrån jämförelser av skillnaderna mellan det faktiska resultatet med det förväntade resultatet går det att se om det finns ett samband.

- IT har färre börsnoteringar, fler industriella försäljningar, färre finansiella försäljningar och fler konkurser.
- Medicin har fler börsnoteringar, färre industriella försäljningar, färre finansiella försäljningar och färre konkurser.
- Övrig högteknologi har färre börsnoteringar, fler industriella försäljningar, färre finansiella försäljningar och fler konkurser.
- Lågteknologi har fler börsnoteringar, färre industriella försäljningar, fler finansiella försäljningar och färre konkurser.

De resonemang som återfinns i teorin behandlar skillnaderna mellan högteknologi totalt sett och lågteknologi och därför kan det vara aktuellt att diskutera bransch även utifrån att slå ihop IT, medicin och övrig högteknologi. Utfallet för lågteknologi blir detsamma och högteknologi blir summan av de övriga. Börsnotering: 10 (12,8 expected), industriell försäljning: 74 (63,1), finansiell försäljning: 27 (44,3) och konkurs: 73 (63,8). Det bör även här uppmärksammas att en cell har förväntat resultat under fem, vilket innebär att börsnoteringar i lågteknologisk bransch bör beaktas utifrån detta med försiktighet. Högteknologi har således färre börsnoteringar, fler industriella försäljningar, färre finansiella försäljningar och fler konkurser.

Trots att högteknologiska branscher enligt den befintliga teorin borde ha en högre andel börsnoteringar så är inte så fallet. Företag i medicinbranschen kan dock tydligt sägas ha fler börsnoteringar. Att lågteknologisk bransch skulle påvisa en högre andel börsnoteringar än förväntat motsäger den befintliga teorin. Det ska dock beaktas att vi endast kan tala om vad detta tyder på då förväntat värde är under fem. Generellt ska även sägas att börsnoteringar är relativt få överlag. Då lågteknologi innefattar bland annat konsumentbranschen som har varit i fokus på börsen på senare tid skulle det utifrån Pagano et al. kunna förklara varför andelen börsnoteringar i lågteknologibranschen är högre än förväntat. De börsnoteringar som skett i lågteknologi i vår studie är Hemtex, Oriflame, Kapp-Ahl, Gant och Mähler International. Utifrån detta hävdar vi att generellt sett borde det ske fler börsnoteringar i de högteknologiska branscherna men i detta fall har börsens fokusering på konsumentbranschen ökat andelen börsnoteringar utöver det förväntade.

Totalt sett har högteknologiska branscherna en större andel industriella försäljningar än förväntat och lågteknologiska portföljföretag har en mindre andel. Det ska dock påpekas att medicinföretagen observeras ha en lägre andel industriella försäljningar även om skillnaden är liten. Totalt sett överensstämmer den nuvarande teorin med det vi ser i vår studie, högteknologiska har fler industriella försäljningar än lågteknologiska. Medicinföretagens avvikelse är relativt liten och kanske kan förklaras av att de i denna studie har genomfört förhållandevis många börsnoteringar.

Studien visar tydligt det som teorin påstår att finansiella försäljningar sker främst i portföljföretagen i lågteknologisk bransch. Teorin menar att lågteknologiska portföljföretag oftast avyttras genom finansiell försäljning eller buyback. Buyback kan vi som tidigare diskuterats inte uttala oss om då det finns för få i vår studie men finansiella försäljningar kan tydligt ses ske i portföljföretag med lågteknologisk branschriktning.

Konkurser som är den sista exitmöjligheten verkar ske i mestadels i högteknologiska branscher. Detta kan tyckas vara en avvikelse mot den befintliga teorin där lågteknologiska portfölj företag antas göra exit mot finansiella försäljningar och buyback vilket även skulle kunna betyda att de borde få fler konkurser. Anledningen till att högteknologiska portfölj företag har fler konkurser kan lätt hänvisas till portfölj företagen inom IT. Medicin har färre konkurser än förväntat och övrig högteknologi har fler även om det i dessa fall är relativt små skillnader mot det förväntade. Portfölj företag inom IT kan ses som högriskinvesteringar vilka antingen blir mycket lyckade eller totalt misslyckade vilket medför att både andelen industriella försäljningar och andelen konkurser är högre än förväntat.

För att återkomma till den uppställda hypotesen och summera ovanstående resonemang och analys, så är det trots att det finns skillnader mot den befintliga teorin är det relativt lätt att med ett logiskt tankesätt förklara skillnaderna och sambanden i korstabell 6.2.

H₂: Portföljbolagens branschriktning kan förklara valet av exit.

Vår studie ger stöd för att det finns ett samband mellan portföljbolagens bransch och vilken exit som genomförs. Dock finns vissa skillnader mot den befintliga teorin som bör ses som områden att göra fördjupande studier i.

6.3 Investeringens längd

Utifrån insamlat data skulle vi kontrollera sambandet mellan investeringens längd och valet av exit och därefter kontrollera samband mellan investeringens längd och riskkapitalbolagens ägarstruktur.

6.3.1 Investeringens längd och valet av exit

En enkel databearbetning i SPSS gör att vi får fram de genomsnittliga investeringslängderna med en uppdelning i exits. Den genomsnittliga investeringslängden uppgår till 55,62 månader det vill säga 4 år och 7 månader.

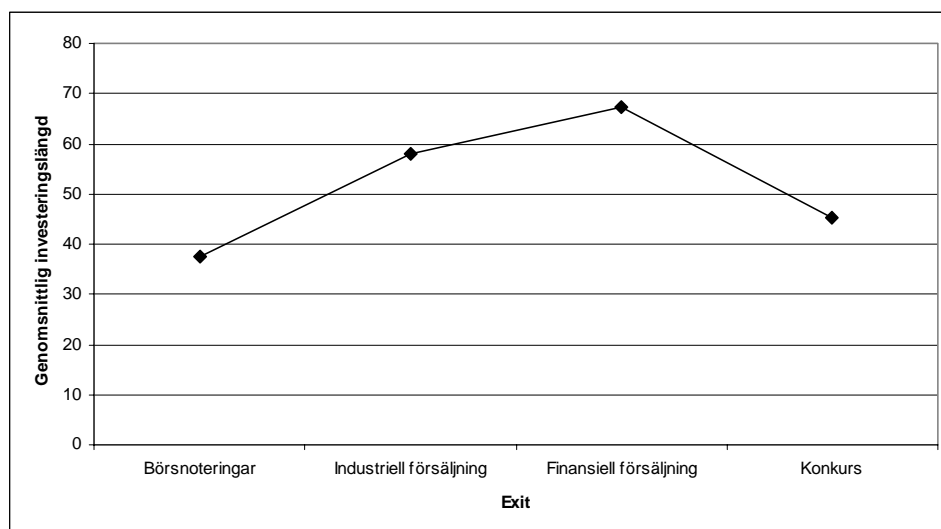


Diagram 6.1: Sambandet mellan genomsnittlig investeringslängd och exit.

Diagrammet ovan visar att det finns ett samband mellan genomsnittlig investeringslängd och valet av exit. Börsnotering har en genomsnittlig investeringslängd på 37,47 månader, industriella försäljningar på 58,10 månader, finansiella försäljningar på 67,41 månader och slutligen konkurser på 45,41 månader. Börsnoteringar har tydligen den kortaste tiden till exit medan finansiella försäljningar har den längsta investeringslängden.

För att avgöra om det finns ett samband mellan investeringslängden och valet av exit så bör skillnaderna även studeras utifrån den befintliga teorin. Generellt sett lyckade exit har en kortare investeringstid än misslyckade. Börsnotering sker enligt Giot och Schwienbacher med en ökande sannolikhet fram till 3-4 år investeringslängd för att sedan sjunka. Både börsnoteringar och industriella försäljningar bör även visa en kortare tid till exit än de mindre attraktiva avyttringarna. Finansiella försäljningar och buyback sker oftast efter relativt lång tid då riskkapitalbolagen kan se de som ett sätt att bli av med investeringen. Konkurser borde enligt samma resonemang ha en relativt lång investeringslängd även om det finns faktorer som gör att en konkurs kan ske relativt snabbt.

Börsnoteringar har i vår studie den kortaste investeringslängden fram till exit vilket överensstämmer med teorin. Den genomsnittliga investeringslängden för börsnoteringar är dessutom drygt 3 år vilket direkt överensstämmer med Giot och Schwienbacher som hävdar att sannolikheten då är störst. Även om det tar längre till att få till en industriell försäljning så går det i alla fall snabbare än finansiella försäljningar. För att hitta en industriell köpare krävs det en hel del förberedelser och detta kan ta en ganska lång tid. I enlighet med teorierna så har de finansiella försäljningarna i vår studie den längsta investeringslängden och det tyder antagligen på att det är ett sätt att bli av med en mindre lyckad investering som riskkapitalbolaget inte lyckats få till en industriell försäljning av. De finansiella försäljningarna kan ju vara ett alternativ till en konkurs då det alltid går att sälja även om det måste göras till ett lägre pris. Konkurser är ett misslyckande och det kan vara lätt att anta att de ur ett teoretiskt perspektiv borde ha en relativt lång investeringslängd innan de tvingas till en exit. Det ska dock påpekas att en konkurs kan ske relativt tidigt, vissa investeringar är extremt kapitalintensiva och behöver ständigt kapitaltillskott, och riskkapital är ju enligt definition en riskfylld investering. I vår studie har konkurser den näst kortaste investeringslängden till exit vilket kanske kan anses lite förvånande, det kan dock vara ganska naturligt att det tidigt syns att portfölj företaget inte kommer att ha någon framtid och att riskkapitalbolagen då avbryter sin plan att fortsätta investera.

H₃: Investeringens längd kan förklara valet av exit.

För att återkoppla och redovisa vårt resultat väljer vi att först presentera hypotesen. Resultatet av denna hypotes är att det finns skillnader i investeringslängden mellan de olika typerna av exit. Detta betyder att vi anser att hypotesen accepterad då det finns ett samband mellan investeringens längd och valet av exit.

6.3.2 Investeringens längd och riskkapitalbolagens ägarstruktur

Enligt vår hypotes skulle det finnas ett samband mellan ägarstrukturen och längden på riskkapitalinvesteringen och för att analysera detta kommer vi även här att jämföra den genomsnittliga investeringslängden.

Tabell 6.3: Genomsnittlig investeringslängd och ägarstruktur

Ägarstruktur	Mean	N	Std. Deviation
Privat	55,14	190	32,201
Offentlig	57,70	44	29,227
Total	55,62	234	31,619

I ovanstående tabell 6.3 går att observera en skillnad på 2,56 månader även om den är förhållandevis liten med i jämförelse med den genomsnittliga investeringslängden. Även om det går att observera en något längre investeringslängd för offentliga riskkapitalbolag än för privata riskkapitalbolag så är skillnaden relativt liten. Då vi har den totala populationen skulle vi, då vi här kan se en skillnad, kunna påstå att privata riskkapitalbolag har kortare investeringslängd än offentliga riskkapitalbolag trots att skillnaden är liten. Vi väljer dock att snarare diskutera att vi kan se en mindre skillnad och rekommenderar en djupare studie för att få mer klarhet. Skillnaden i ägarstruktur borde enligt teorin ha en inverkan på investeringslängden men den skillnad vi ser är väldigt liten.

H_{3a}: Ägarstrukturen har samband med längden på investeringen.

Vår studie ger inget stöd för den uppställda hypotesen. Det finns en skillnad mellan de olika ägarstrukturerna men skillnaden är minimal. Vi anses därför att det inte finns någon skillnad och att hypotesen inte kan accepteras.

6.4 Omsättningsförändring

Förutom de i inledningen av kapitlet nämnda förutsättningarna gällande buybacks och koncernbundna riskkapitalföretag tillkommer det en justering med avseende på extremvärden vid bearbetningen av omsättningsförändringens samband med valet av exit. Eftersom extrema värden kan felaktigt blåsa upp ett genomsnitt valde vi att ta bort de värden som vi bedömde vara extrema. Detta innebär att alla värden över 1000 procent är borttagna vid nedanstående diagrams beräkning och ritning vilket motsvarar 3,2 procent av alla fall.

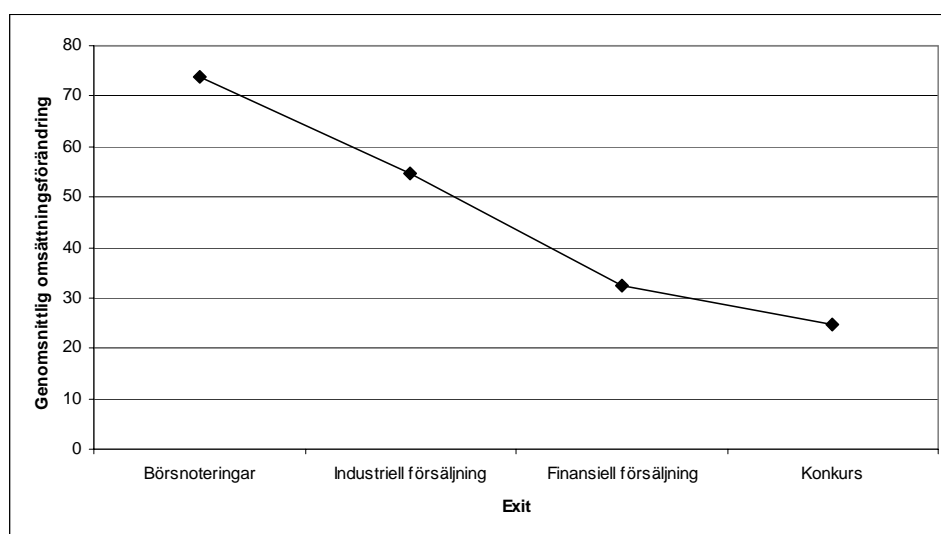


Diagram 6.2: Genomsnittlig omsättningsförändring med avseende på val av exit.

Enligt teorin är det de företagen som uppvisar mest potential som tas till börsen och därefter, i fallande skala, industriell försäljning, finansiella försäljning och slutligen konkurs. Vi valde

att använda förändringen i omsättning hos ett portföljbolag för att mäta dess potential vilket vi motiverade med att omsättningsförändringen säger en hel del om vart företaget är på väg. Vårt diagram visar tydligt att det finns ett samband mellan omsättningsförändringen och valet av exit. Detta bekräftar de teorier som vi har presenterat tidigare och även kurvans utformning är helt enligt tidigare teorier. Vi hävdade att det är de bästa företagen som tas till börsen och eftersom vi har antagit omsättningsförändringen som ett mått på potential är det väldigt tydligt att så också är fallet i vår undersökning där de börsnoterade portföljbolagen uppvisade en omsättningsförändring på 73,72 procent i genomsnitt. Näst bäst var industriella försäljningar med ett genomsnitt på 54,62 procent, följda av finansiella försäljningar som har ett genomsnitt på 32,29 procent. Slutligen kommer konkurser med ett snitt på 24,84 procent. Det kan tyckas vara ologiskt att även konkurser har en positiv förändring av omsättningen men detta kan förklaras av att portföljbolaget antingen har haft en nästintill obefintlig omsättning vilket leder till att en minimal ökning ger ett högt utslag eller att portföljbolaget har fått upp omsättningen men att det sker alldeles för sent.

H₄: Omsättningsförändringen har ett samband med valet av exit.

Vår undersökning ger oss stöd för att acceptera denna hypotes. Sambandet följer dessutom de presenterade teorierna om att börsnoteringar skall ha den bästa omsättningsutvecklingen och konkurser den sämsta.

6.5 Resultatsammanfattning

Det här är studiens slutsatser i förenklad form:

- Riskkapitalbolagets ägarstruktur har ett samband med val av exit. Dock avviker finansiella försäljningar från rådande teorier.
 - Offentliga riskkapitalister har fler konkurser än privata riskkapitalister.
 - Privata riskkapitalister har fler finansiella försäljningar än offentliga riskkapitalister.
 - Privata riskkapitalister har fler börsnoteringar än offentliga riskkapitalister.
 - Privata riskkapitalister har fler industriella försäljningar än offentliga riskkapitalister.
- Portföljbolagets branschriktning har ett samband med valet av exit. Det finns vissa avvikelser från befintlig teori.
- Investeringslängden har ett samband med val av exit.
- Riskkapitalbolagets ägarstruktur har inte samband med investeringslängden.
- Omsättningsförändringen har ett samband med val av exit.

7 Diskussion

Under uppsatsarbetet har det dykt upp en del funderingar och intressanta delar kring vår studie och dess närområde. Först och främst vill vi påpeka att denna studie trots att den omfattar alla exits genomförda under åren 2003 till 2005 samt första halvåret 2006 om några år skulle kunna göras mer omfattande och därmed ge en ännu bättre bild av riskkapitalbolagens exitbeteende. Dessutom skulle studien även behöva genomföras med ett återkommande intervall för att se skillnader över tiden och kunna göra jämförelser mellan studierna. Detta skulle tillsammans med studier på exitstrategier kunna ge en mer komplett teoretisk bild av hur riskkapitalbolagen agerar och vilka faktorer som är avgörande för deras beslut.

Att bryta ur intressanta delar ur studien och specialstudera exitbeteendet område för område är ett annat tillvägagångssätt. Börsnoteringar är exempelvis ett aktuellt område då det på senare tid genomförts en hel del börsnoteringar av riskkapitalbolagens portföljbolag. Börsnoteringar är dessutom en av de exits som tidigare studerats i annan forskning. Även de andra exitmöjligheterna är intressanta att studera och i synnerlighet konkurser. Konkurser är ett intressant område som det inte finns speciellt mycket forskat kring ur ett riskkapitalperspektiv. Det verkar i vår studie som att ett misslyckande hanteras på olika sätt av olika riskkapitalbolag, offentliga riskkapitalbolag tvingas till konkurser medan privata riskkapitalbolag försöker få till en finansiell försäljning.

En uppdelning av studien utifrån portfölj företagets branschriktning med uppdelning i fler branscher än de vi har nu skulle ge en bättre bild om branscherna är en faktor som påverkar exiten. Detta skulle kräva en större mängd data eftersom en av anledningarna till att vi endast har fyra branscher är att det annars skulle bli för få i varje bransch och att vi inte skulle kunna säga något om bransch. Att dessutom göra en djupare studie kring investeringslängdens inverkan på exitbeslutet vore intressant. Vi studerade den genomsnittliga investeringslängden och hur den påverkade valet av exit och om ägarstrukturen påverkade investeringslängden. Det skulle även här krävas en större mängd data för att se vilka faktorer som påverkar investeringslängden och om den påverkar exiten. Sannolikt har konjunkturen en stor påverkan på när exiten sker.

En annan tänkbar studie är att fokusera på entreprenören utifrån dennes intressen och kontroll. En studie som bygger vidare på Smiths teorier om kontrollen över portföljbolaget på den svenska marknaden borde kunna ge mycket intressanta aspekter.

Ägarstrukturen kan även om det inte syns i vår studie påverka när en exit sker och eftersom ägarstrukturen påverkar i vilken bransch riskkapitalet placeras borde det betyda att det är huvudsakligen ägarstrukturen som påverkar valet av exit. Det viktigaste är att utforska vilken av faktorerna som verkligen påverkar valet av exit.

8 Sanningskriterier

8.1 Validitet

Sanningskriteriet validitet syftar till att beskriva om forskaren mäter det som är avsett att mätas⁸⁶. Denna studie avser att mäta om riskkapitalbolags ägarstruktur påverkar valet av exit, utifrån detta har insamling av data skett med utgångspunkt ifrån en oberoende databas som sedan kompletterats med uppgifter från portföljbolagens årsredovisningar. Då det insamlade materialet speglar den verklighet och syftet med studien vi avsett att studera anser vi att validitetskriteriet i vår studie är uppfyllt då studien mäter det som är avsett att mätas.

8.2 Reliabilitet

Reliabiliteten i en studie avgör om studien är sanningsenlig och rättvisandebild av verkligheten vilket innebär att upprepade och oberoende studier skulle komma fram till samma resultat som denna studie⁸⁷. Det innebär att studien är framtagen på ett tillförlitligt sätt där genomförandet av datainsamlingen är säkerställd så att de framtagna data blir korrekta⁸⁸.

Vår studie grundar sig på en databas där alla avyttringar på den svenska marknaden finns med, utöver detta har databasen kompletterats med uppgifter från portföljbolagets årsredovisning vilket borde innebära att vi tagit del av de siffror som exitbeslutet kan ha grundat sig på. Eftersom databasen kommer ifrån en oberoende källa som inte har några incitament att förvränga anser vi att den ger en avbild av verkligheten. En upprepande studie med samma syfte skulle med största säkerhet komma fram till samma resultat som vår studie, men helt säkert är det inte. Detta förutsätter att variablerna bransch och typ av exit bedöms enligt samma kriterier. Att studien bygger på tillförlitliga källor och statistisk undersökningsmetodik borde tala för att studien även uppfyller sanningskriteriet reliabilitet.

8.3 Generaliserbarhet

Generaliserbarhet är det tredje kriteriet där studiens överförbarhet och praktiska användning kommer in. Eftersom totalundersökningar sällan utförs, på grund av praktiska skäl, används ofta urval och det är då viktigt att avgöra huruvida det från urvalet går att generalisera för hela populationen. Det är endast sannolikhetsurval som garanterar en generaliserbarhet där det går att mäta urvalets säkerhet. Trots detta måste ofta generaliserbarheten avgöras utifrån förnuftet och ett avgörande om vilka likheter och olikheter det finns mellan urval och populationen.⁸⁹

Då vår studie inte använder urval utan undersöker den totala populationen av riskkapitalavyttringar kan resultaten och slutsatserna som dras ur den insamlade datan sägas vara generaliserbara. Överförbarheten kan diskuteras i termer av att vår studie endast täcker Sverige samt endast täcker en viss tidsperiod. Tidsperioden beror på att marknaden i Sverige har varit relativt ung och att det först de sista åren som det går att tala om en fungerande

⁸⁶ Ejvegård, 69

⁸⁷ Eriksson, Lars Torsten och Finn Widersheim-Paul, *Att utreda, forska och rapportera*, Malmö: Lieber AB, 2001. 40

⁸⁸ Johansson Lindfors, 161

⁸⁹ *Ibid.*, 162

marknad. Studiens överförbarhet och generaliserbarhet är hög då studien representerar verkligheten och den insamlade datan bygger på hela populationen. Att generalisera studiens resultat utanför den svenska marknaden ska göras med ett mått av försiktighet då det finns skillnader mellan länder som ska tas hänsyn till.

8.4 Helhetsbedömning

En bedömning av sanningen i en studie är en bedömning av hur väl studien har uppfyllt målet med studien. Sanningsbedömningen av slutsatserna i studier som till stor del utgår från ett deduktivt angreppssätt avgörs av kvaliteten på ställningstagandena och datainsamlingen som ligger till grund för studien. Det deduktiva angreppssättets mål att avbilda verkligheten bedöms utifrån sanningskriterierna: validitet, reliabilitet och generaliserbarhet.⁹⁰

Syftet med denna uppsats har hela tiden varit att undersöka om riskkapitalbolagens ägarstruktur påverkar valet av exit. Vi har i studien avsett att beskriva verkligheten och bekräfta eller förkasta de i den befintliga teorin förankrade hypoteserna. Vi har bedömt att vi i datainsamlingskedet har fått en tillräcklig mängd data för att kunna få underlag till undersökningen vilket borgar för en god giltighet och god trovärdighet. Det är dock givetvis mycket svårt att avgöra om ytterligare information eller undersökning skulle tillföra studien något.

Vi vill att studien avspeglar verkligheten och ger en trolig bild av hur olika riskkapitalbolags ägarstruktur påverkar deras val av exit. Studien täcker in många kvaliteter och det finns en hel del data insamlat på vilka vidare studier skulle kunna göras, vilka vi ger exempel på i diskussionsavsnittet. Vi anser att vi öppnat upp för fortsatta studier och att vår studie kan användas och byggas vidare för att ge nya teoretiska aspekter. De resultat som framkommit är ett led i den ständigt pågående kunskapsutvecklingsprocessen där hypoteserna utifrån den befintliga teorin och deras verifiering eller falsifiering avser beskriva verkligheten.

⁹⁰ Johansson Lindfors, 160-161

Källförteckning

Litteratur

Backman, Jarl, *Rapporter och uppsatser*, Lund: Studentlitteratur, 1998

Bryman, Alan, och Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Björn Nilsson Malmö: Liber AB, 2005

Ejvegård, Rolf, *Vetenskaplig metod*, Lund: Studentlitteratur AB, 1996

Eliasson, Rosmari, *Forskningsetik och perspektivval*. Lund: Studentlitteratur, 1995

Eriksson, Lars Torsten och Finn Widersheim-Paul, *Att utreda forska och rapportera*, Malmö: Lieber AB, 2001

Hartman, Jan, *Vetenskapligt tänkande*, Lund: Studentlitteratur AB, 2004

Hofstede, Geert, *Organisationer och kulturer – om interkulturell förståelse*. Lund: studentlitteratur, 1991

Isaksson, Anders, *Studies of the Venture Capital Process*, Umeå: Print & Media Umeå universitet, 2006

Johansson Lindfors, Maj-Britt, *Att utveckla kunskap*, Lund: Studentlitteratur, 1993

Lindholm, Stig, *Forska och Skriva – en liten vägledning*. Lund: Academia Adacta, 1999

Lundahl, Ulf och Per-Hugo Skärvad, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur, 1999

Patel, Runa och Bo Davidsson, *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Lund: Studentlitteratur AB, 1991

Wincent, Joakim, *Doctoral Thesis On Building Competitiveness in Strategic SME Networks*, Luleå, Luleå University of Technology, 2006

Artiklar

Berglöf, Erik, "A Control Theory of Venture Capital Finance", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 10, no 2 (1994). 247-267

Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "Venture capital investment duration in Canada and the United States", *Journal of Multinational Financial Management*, no 11 (2001). 445-463

Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", *Working Paper*. University of Alberta och University of Toronto (2000).

- Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "Venture Capital Exits in Canada and the United States", *Working Paper*. University of Alberta och University of Toronto (2002).
- Cumming, D. och J.G. MacIntosh, "The Extent of Venture Capital Exits: Evidence from Canada and United States", *Working Paper*. University of Alberta och University of Toronto (2001).
- Giot, Pierre och Armin Schwienbacher, "IPOs, trade sales and liquidations: modelling venture capital exits using survival analysis", *Working Paper*, University of Namur och University of Amsterdam (2003).
- Gompers, Paul A., "Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital", *The Journal of Finance*, vol. L, no 5 (1995). 1461-1489
- Isaksson, Anders, "An explorative and empirical analysis of venture capital exit behaviour and strategies on an immature venture capital market", *Working Paper*, Umeå School of Business and Economics, (2004).
- Isaksson, Anders, "Exitstrategier - Motiv och konsekvenser" *Marknadsplatser för handel med aktier i små företag - en delrapport*, NUTEK, (1997).
- Isaksson, Anders, "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", *Venture Capital: A European Perspective*, Forthcoming Elsevier (2006). 143-156
- Isaksson, Anders, "Venture Capital – begrepp och definitioner", *Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel*, (2000/2001)
- Jeng, Leslie A. och Philippe C. Wells, "The determinants of venture capital funding: evidence across countries", *Journal of Corporate Finance*, no 6 (2000) 241-289
- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg, "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *The Review of Economic Studies*, no 70 (2002). 281-315
- Pagano, Marco, Fabio Panetta och Luigi Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, vol. LIII, no 1 (1998). 27-64
- Rindermann, Georg, "Venture Capitalist Participation and the Performance of IPO Firms: Empirical Evidence from France, Germany, and the UK", *Working Paper*, University of Münster och University of Alberta School of Business, (2003)
- Ruhnka, J.C., H.D. Feldman, och T.J. Dean, "The 'Living Dead' Phenomenon in Venture Capital Investments", *Journal of Business Venturing*, vol. 7, no 2 (1992). 137-155
- Sahlman W. A., "The structure and governance of venture capital organizations", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no 2 (1990). 473-521

Schwiebacher, Armin, "An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States" *Working Paper*, University of California at Berkeley och University of Namur, (2002)

Smith, D. Gordon, "Control Over Exit in Venture Capital Relationships", *Working Paper*, Northwestern School of Law of Lewis & Clark College, (2001)

Wang, Clement K. och Valerie Y.L. Sim, "Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore", *Venture Capital*, vol. 3, no 4 (2001). 337-358

Internet

Hedensjö, Björn, *Trångt i börsens väntrum*, , www.di.se, 2006-01-17

Holm Rannaleet, Anne, *Industri Kapital, Riskkapitalbolagen – fokuserade värdeskapare*, www.svca.se, 2006-02-19

Sandström, Olof, *Bra start för börsens nykomlingar*, www.di.se, 2006-03-27

Sandström, Olof, *Snabbt klipp för Kapp-Ahls ägare*, www.di.se, 2006-02-09