
Magisteruppsats
Vårterminen 2007
Handledare: Anders Isaksson

Författare: Andreas Alm
Patrik Frykholm

Den långa vägen

– En resa genom investeringsprocessen



Sammanfattning

Genom åren har många företag inom nya branscher startats med hjälp av riskkapital. Utan riskkapital hade troligen inte företag som Apple Computer, Microsoft, Intel, Federal Express, Sun Microsystems och Compaq Computer sett dagens ljus. Alla dessa företag startades med hjälp av riskkapitalbolag som valt att finansiera dessa företagsidéer för att sedan sälja dessa företag ut på den publika aktiemarknaden.

För att en entreprenör ska få möjlighet att utveckla en idé och/eller en produkt så är finansieringen från riskkapitalbolagen helt avgörande och har fått allt större betydelse för samhället i termer av fler arbetstillfällen och på marknaden i termer av produkter eller tjänster. Denna betydelse för samhället och marknaden gjorde att vårt intresse för denna studie byggts upp och detta ledde till vår problemformulering:

Hur ser investeringsprocessen ut när riskkapitalbolag väljer att investera i ett tillväxtföretag och vilka problem uppstår under vägen?

För att få en förståelse för denna problemformulering tillämpade vi kvalitativ metod. Studien genomfördes genom ett antal intervjuer med personer som arbetar inom riskkapitalbranschen och har stor insyn hur investeringsprocessen och de problem som är kopplade till processen. Svaren från respondenterna har sedan analyserats utifrån den teoretiska referensramen som vi inhämtat från aktuella och respekterade vetenskapliga artiklar och litteratur inom ämnet. Den teoretiska referensramen är uppbyggd genom att följa investeringsprocessens olika steg och det problem som uppstår under vägen.

Utifrån vår analys har vi konstaterat att investeringsprocessen innehåller sex steg; Screening, affärsmöjlighet, due diligence, förhandling, efterinvesteringsaktiviteter och exit. Investeringsprocessen tar generellt sätt mellan 6-18 månader och kan variera beroende på arbetsbelastning och konkurrens. Problemen som kan uppstå under denna process är ofta kopplad till agentproblematiken vilket riskkapitalbolagen hanterar genom att utforma kontrakten på sådant sätt att de får stort inflytande i tillväxtföretaget trots att de är minoritetsägare.



1 INLEDNING	1
1.1 PROBLEMBAKGRUND	1
1.2 PROBLEMFORMULERING.....	3
1.3 SYFTE.....	3
1.3.1 DELSYFTEN.....	3
1.4 DEFINITIONER OCH FÖRKORTNINGAR.....	4
1.5 DISPOSITION.....	5
2 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	6
2.1.1 ÄMNESVAL	6
2.1.2 VAL AV TEORIER	6
2.1.3 FÖRFÖRSTÅELSE.....	7
2.1.4 PERSPEKTIV	7
2.1.5 SYNEN PÅ KUNSKAP	7
2.1.6 ANGREPPSSÄTT.....	8
2.1.7 METODVAL.....	9
2.2 INTERVJU	9
2.2.1 URVAL AV RESPONDENTER.....	9
2.2.2 INTERVJUKONSTRUKTION	10
2.2.3 INTERVJUTILLFÄLLET.....	10
2.3 DATABEARBETNING	11
2.3.1 Primärkällor.....	11
2.4 KÄLLKRITIK	12
2.4.2 Källkritik mot sekundärkällor.....	12
2.4.3 Access	12
3 TEORETISK REFERENSRAM	14
3.1 INVESTERINGSPROCESSEN	14
3.1.1 Screening	16
3.1.2 Affärsmöjligheter.....	18
3.1.3 Due Diligence.....	20
3.1.4 Förhandling.....	23
3.1.5 Efterinvesteringsaktiviteter.....	25
3.1.6 Exit.....	27
4 EMPIRI	29
4.1 INTERVJU MED SEB FÖRETAGSINVEST.....	29
4.2 INTERVJU MED CREANDUM	35
4.3 INTERVJU MED EMANO.....	41
4.4 UPPFÖLJNINGSENTERVJU ANGÅENDE IT-KRASCHEN SEB FÖRETAGSINVEST	48
4.5 UPPFÖLJNINGSENTERVJU ANGÅENDE IT-KRASCHEN EMANO	48
5 ANALYS & DISKUSSION	49
5.1 INVESTERINGSPROCESSEN	49
5.2 SCREENING.....	50
5.3 AFFÄRSMÖJLIGHETER	51
5.4 DUE DILIGENCE	52
5.5 FÖRHANDLING.....	53
5.6 EFTERINVESTERINGSAKTIVITETER	55
5.7 EXIT	57
6 SLUTSATSER/SLUTDISKUSSION	58
6.1 SLUTSATSER/SLUTDISKUSSION.....	58

6.2 FÖRFATTARNAS FÖRSLAG PÅ FORTSATT FORSKNING.....	60
7 SANNINGSKRITERIER	61
7.1 VALIDITET.....	61
7.2 RELIABILITET	61
7.3 ÖVERFÖRBARHET	61
8 KÄLLFÖRTECKNING	62
8.1 LITTERATUR.....	62
8.2 TIDSKRIFTER	62
8.3 TIDNINGAR.....	63
8.4 RAPPORTER	63
8.5 INTERNET	64
BILAGA 1.....	65
BILAGA 2.....	66
BILAGOR	
Bilaga 1 Intervjumall	65
Bilaga 2 Kompletterande intervjufrågor	66
FIGURFÖRTECKNING	
Figur 1 Utveckling av den svenska venture capital marknaden 1980-2006	2
Figur 2 Steg för unga företag	15

1 Inledning

1.1 Problembakgrund

För nya tillväxtföretag har riskkapital blivit allt mer avgörande som källa för investeringar, speciellt för tillväxtföretag som planerar att etablera sig inom nya branscher och på nya marknader där det används och utvecklas mycket ny teknologi och produkter. I dessa branscher fungerar inte ekonomisk värdering på samma sätt som i mera etablerade företag eftersom det inte finns någon historisk data att jämföra med i företaget samt det finns sällan så särskilt mycket kapital i företagen. Det kan även vara med ett långt framtidsperspektiv innan produkten är klar för marknaden. Därför är det svårt att få andra investerare än riskkapitalbolag att investera i tillväxtföretag och detta gör att det högintressant att följa riskkapitalbolagens investeringsprocess.¹

Med tanke på dagens marknad och den samhällsnytta som riskkapitalbolagen indirekt tillför genom att investera i tillväxtföretag är detta ämne högaktuellt idag. Sverige har idag ett begränsat utbud av arbetstillfällen och konkurrens, genom att riskkapitalbolag investerar i tillväxtföretag som kan generera fler arbetstillfällen och ett större utbud på marknaden tyder det på att riskkapitalbranschen kommer att öka i framtiden då detta behövs för samhällsutvecklingen. Investeringsprocessen är en central del när riskkapitalbolag valt att investera i ett tillväxtföretag och detta har skapat ett stort intresse för oss då vi ser att riskkapitalbranschen blir allt med betydande för samhället och marknaden som nämnts ovan.

Utan riskkapitalbolagens investeringar hade troligtvis många av dagens stora företag inom medicin, dator och andra hightech marknader aldrig överlevt de första skedena i sin utveckling. Stora företag som idag omsätter miljarder som Apple Computer, Microsoft, Intel, Federal Express, Sun Microsystems och Compaq Computer har tidigt i företagets utveckling tagit in kapital från riskkapitalister för att sedan bli publika företag på aktiemarknaden.² Även här så kan vi tydligt se hur stor betydelse riskkapitalbolagens investeringar har varit och kommer att bli allt viktigare för företagsklimatet och förutsättningarna i framtiden.

Riskkapitalbolagen satsar allt hårdare på större investeringar under de senaste åren och företagsförvärven blir allt färre medan investeringarna blir allt större. Riskkapitalbolagen står för en relativt större andel av företagsförvärven än tidigare. I Sverige under 1990-talet stod riskkapitalbolagen för ca 10 % av uppköpen för att ökas till 20 % under 2000-2004.³ Under 2005 mer än fördubblades riskkapitalinvesteringarna till att 40,4 miljarder kronor som investerades av svenska riskkapitalbolag. Svenska riskkapitalinvesteringar i tillväxtföretag har ökat till 43 miljarder kronor under 2006. De totala riskkapitalinvesteringarna kommer under de kommande åren att öka med 10 procent vilket gör att Sveriges riskkapitalinvesteringar kan bli störst i världen förhållande till BNP⁴.

¹ Tyzoon T. Tyebjee and Albert V. Bruno, "A Model of Venture Capitalist Investment Activity". *Management Science*, Vol. 30, No. 9, (1984): 1051-1052.

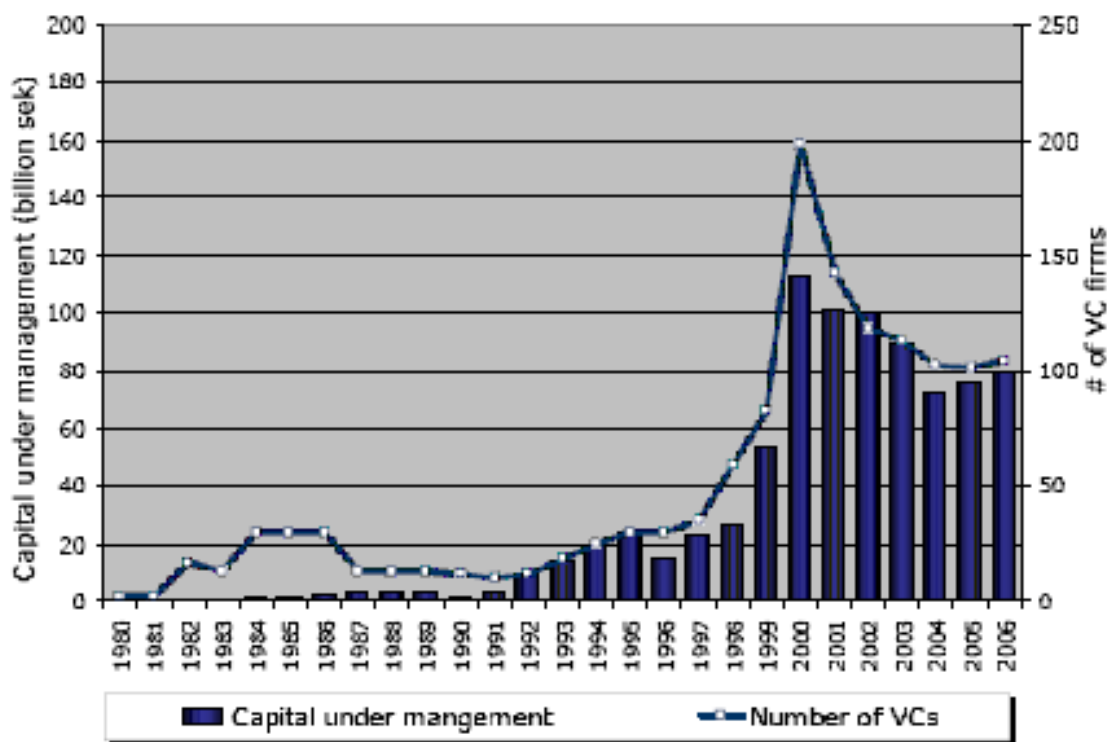
² William A. Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations" *Journal of Financial Economics*, 27 (1990): 482.

³ Jessica S. Kempe, "Riskkapitalbolagen satsar allt hårdare", *Dagens Nyheter*, 15 juli 2005, sekt. C s. B2.

⁴ Dagens industri, *Sverige störst i världen på riskkapital*, 2007-04-17, <http://di.se/Index/Nyheter/2007/04/17/229498.htm?src=xlink>

1 Inledning

Figur 1: Utveckling av den svenska venture capital marknaden 1980-2006



(Källa: Isaksson, 2006, 29.)

Figuren visar att från 1980 fram tills idag, har det varit en kraftig ökning av kapitalet som finns i riskkapitalbolagen. Noterbart är att utvecklingen var som högst i början på 2000-talet kring IT-boomen. När sedan luften snabbt gick ur IT-blåsan under 2001 var det många riskkapitalbolag som förlorade stora pengar på IT-kraschen.⁵ Kan detta ha påverkat hur investeringsprocessen ser ut idag och har det blivit några skillnader sedan före och efter IT-kraschen på hur riskkapitalbolagen investerar.

Utvecklingen av kapitalet i riskkapitalbolagen har under de senare åren efter att de återhämtat sig från IT-kraschen landat på en nivå som är kontinuerligt stigande. Som tidigare nämnts kan detta kopplas till att förväntningarna är att utvecklingen på riskkapitalmarknaden kommer att öka med 10 procent.

"Riskkapitalbolagens betydelse för tillväxten i svensk ekonomi ska inte underskattas. De har blivit en viktig del av näringslivet" säger Sune Halvarsson, Nuteks tillförordnade generaldirektör".⁶

Riskkapitalbolagen tillför på sikt när en investering är gjord, möjligheter till fler arbetsmöjligheter i tillväxtföretag. Med tanke på den arbetskraftssituation som är i Sverige idag med arbetslöshet så är riskkapitalbolagen ett hjärta på marknaden. Förutsättningarna för entreprenörer att få tillgång till finansiering via banker har blivit allt mer restriktivt vilket gör att riskkapitalbolagen ligger helt rätt i tiden med att kunna hjälpa entreprenörer att förverkliga

⁵ Rapport 2006:24, Riskkapital för alla, (Stockholm: Länsstyrelsen i Stockholms Län, 2006), 13.

⁶ Pressmeddelande, Ny kvartalsrapport med årssiffror för 2005, <http://www.svca.se/home/news.asp?sid=337&mid=3&NewsId=10465>

1 Inledning

deras idéer genom investeringar som är nödvändiga för att tillväxtföretagen ska ha förutsättningar att utvecklas.

*”Och riskkapitalinvesteringar lyfter hela samhällsekonomin
betonar Tom Berggren och Johan Hernmarck”⁷*

De stora börsbolagen presenterar nya rekordvinster men jobben uteblir. Det är istället riskkapitalbolagens investeringar som skapar nya och varaktiga arbetstillfällen i ett tempo som slår svenska börsbolag med hästlängder. Riskkapitalfinansierade bolagen i Sverige hade en årlig tillväxt i antalet anställda på 10 procent de senaste fem åren. För börsbolagen var motsvarande siffra 0,4 procent vilket ger en tydlig indikation på riskkapitalbolagens betydelse för samhället.⁸

Då riskkapitalbolagen har fått så stor utveckling på marknaden och betydelse för samhället är det intressant att titta på hur det går till när ett riskkapitalbolag investerar i ett tillväxtföretag. Hur det går till kan definieras som en process, det vill säga investeringsprocessen. Investeringsprocessen är en struktur i förfarandet att riskkapitalbolaget investerar i tillväxtföretag. Investeringen är ett stort förfarande då det handlar om relativt stora investeringar som ska ge en förväntad avkastning på kapitalet som sätts in i tillväxtföretaget.

Riskkapitalistens roll i investeringsprojekt är mycket större än bara investera pengar i ett lovande nystartat tillväxtföretag som ännu inte är tillräckligt etablerade för att kunna söka publika finansieringsmedel. Riskkapitalisten agerar i många olika delar i ett investeringsobjekt, de kan hjälpa till med marknadsföring, konsult hjälp, men även med kvalificerad personal, erfarenhet och kontakter med leverantörer.⁹ Riskkapitalbolagens affärsidé är att som aktiva och engagerade ägare utveckla företag och generera avkastning till sina investerare¹⁰.

Vilka är kriterierna och hur går investeringsprocessen till när ett riskkapitalbolag väljer att investera i ett tillväxtföretag och vilka problem kan uppstå på vägen?

1.2 Problemformulering

Hur ser investeringsprocessen ut när svenska riskkapitalbolag väljer att investera i ett tillväxtföretag och vilka problem uppstår under vägen?

1.3 Syfte

Syftet med vår studie är att beskriva hur investeringsprocessen går till när riskkapitalbolag investerar i tillväxtföretag med fokus på riskkapitalbolags syn på investeringsprocessen.

1.3.1 Delsyften

Att undersöka hur investeringsprocessen och riskkapitalbolag påverkades av IT-kraschen under början av 2000-talet.

⁷ Dagens industri, Riskkapitalbranschens försvarstal, 2007-03-20, <http://di.se/Index/Nyheter/2007/03/20/225964.htm?src=xlink>

⁸ Dagens industri, Riskkapitalbranschens försvarstal, 2007-03-20, <http://di.se/Index/Nyheter/2007/03/20/225964.htm?src=xlink>

⁹ Rafael Repullo and Javier Suarez, ”Venture Capital Finance: A Security Design Approach” *Working Paper No 9804 September 1998*, (1998): 1-2.

¹⁰ Dagens industri, Riskkapitalbranschens försvarstal, 2007-03-20, <http://di.se/Index/Nyheter/2007/03/20/225964.htm?src=xlink>

1 Inledning

Att skapa en förståelse för vilken problematik det finns under investeringsprocessen och vad riskkapitalbolag gör för att minska dessa problem.

1.4 Definitioner och förkortningar

EVCA = The European Private Equity and Venture Capital Association

IKT = Informations- och kommunikationsteknologi

IPO = Initial Public Offering, innebär att företaget säljs ut till en publik marknad.

IPR = Immateriella Patent Rättigheter

IRR = Internal Rate of Return, avkastningskrav på en investering.

Life Science = Bioteknikföretag

Private Equity = Avser investeringar i onoterade företag med ett aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang och inbegriper affärsänglar, venture capital- och buyoutföretag. Består av två delar, Venture Capital som investerar i tillväxtföretag och andra delen är Buy-Out som handlar med mer mogna företag.

Riskkapital = Används ofta synonymt med begreppet Private Equity.

Tillväxtföretag = Är ett företag som är tidigt i sin utveckling och inte hunnit etablera sig på marknaden.

Venture Capital = Är ena delen i Private Equity och investerar i tillväxtföretag.

1.5 Disposition

KAPITEL 2: Tillvägagångssätt

I detta kapitel beskrivs tillvägagångssättet som vi har använt för att komma fram till ett svar på vår problemformulering



KAPITEL 3: Teoretisk Referensram

Här presenterar vi vilka teorier vi har använt för att framställa vår forskning



KAPITEL 4: Empiri

Här redogör vi för vad våra respondenter har svarat på våra frågor.



KAPITEL 5: Analys

I det här kapitlet analyseras respondenternas svar i förhållande till teorierna



KAPITEL 6: Slutsatser/ Slutdiskussion

Här diskuterar vi vilka slutsatser som kan dras av vår studie. Vi ger även förslag på vidare forskning.

2 Tillvägagångssätt

2.1.1 Ämnesval

På senare tid har antalet riskkapitalinvesteringarna sjunkit något samtidigt som det investerade kapitalet ökat betydligt. Det som gör detta ämne intressant är att med allt större investeringsbelopp är riskkapitalbolagen än mer noggranna med värdering och analys av de företag som riskkapitalbolaget har planerat att investera kapital i.¹¹ Vårt intresse för riskkapitalbolagen och deras investeringar grundar sig i en nyfikenhet hur förvärvsprocessen går till och hur entreprenörer och riskkapitalister kommer fram till en lösning som ger entreprenörerna en chans att förverkliga sina idéer genom riskkapitalbolagens investeringar. Idag startas allt fler tillväxtföretag, vilket skapar vårt intresse för hur investeringsprocessen ser ut och vilka problem som kan uppstå på vägen. Vi har även studerat riskkapitalbranschen under en historisk period och har satt ett samband som skapat nyfikenhet hos oss. Samband mellan riskkapitalbranschen och IT kraschen under 2000-talet, då IT kraschen satte en del spår i riskkapitalbranschen och därmed investeringsprocessen. Framförallt har vi valt att studera mer kring om investeringsprocessen har förändrats något och i så fall vilka delar i processen har förändrats efter IT kraschen.

2.1.2 Val av teorier

För att det ska vara möjligt att redogöra för vår problemformulering om investeringsprocessen har den teoretiska referensramen sin grund i de teorier som är kopplade till riskkapitalbranschen. Våra teorier är valda utifrån de perspektiv vi valt att utgå ifrån och har på ett så omsorgsfullt sätt som möjligt sorterat ut de mest aktuella artiklarna som är kopplat till vår problemformulering.

De teorier vi valt kommer i huvudsak från artiklar och detta för att få en vetenskaplig kvalitet och styrka i studien. Men även för att kunna belysa frågan på ett tillförlitligt och givande sätt då teorierna ligger till grund för analysen. Vidare så ska den teoretiska referensramen ge läsaren en hjälpsam hand att förstå hur riskkapitalbranschen och investeringsprocessen fungerar rent praktiskt. Vi har gjort valet av teorier efter de problem vi studerar för att kunna möjliggöra en förståelse för läsaren för de valda problem och vidare koppla de teorierna till empirin för att landa i en utvecklande analys. Valet av teorier har inte varit helt enkelt då vi haft en del teorier som berört ämnet men inte problemet. Vi baserade vårt teorival på i huvudsak vetenskapliga artiklar som är kopplat till de problem vi studerar.

Vi har använt vetenskaplig litteratur, vetenskapliga artiklar, tidningsartiklar samt forskningsartiklar inom ämnet som sekundärkällor för att hjälpa till att besvara på vår problemformulering. För att skapa en överblick hur aktuellt ämnet var började vi med att söka på de stora finansstidningarna och sökte efter aktuella artiklar vilket vi hittade flera stycken som behandlade riskkapital. När vi visste att ämnet var aktuellt och intressant fortsatte vi sökandet efter mera vetenskapliga artiklar och litteratur om ämnet.

För att leta efter vetenskaplig litteratur och artiklar använde vi oss främst av källor som vi kunde nå genom Umeå Universitetsbibliotek och deras databaser. Litteratur kring riskkapitalbolag och investeringsprocessen fanns det en hel del på Universitetsbiblioteket som vi använde. För att söka efter vetenskapliga artiklar användes främst Business Source Premier som gick att nå genom Universitetsbiblioteket, även sökmotorn Google Scholar användes en

¹¹ Dagens industri, Rekordår för riskkapital, 2006-03-21, <http://di.se/Index/Nyheter/2006/03/21/180518.htm?src=xlink>

2 Tillvägagångssätt

del för att hitta väsentliga artiklar. Även ett stort tack ska ges till vår handledare Anders Isaksson som bidrog genom att ge förslag på artiklar vilket hjälpte oss mycket på vägen i början av uppsatsskrivandet. För att hitta artiklar inom ämnet använde vi olika former av orden riskkapital, Venture Capital och de olika faserna i processen för att hitta väsentliga artiklar.

2.1.3 Förförståelse

Förförståelsen för ett visst vetenskapligt problem grundar sig utifrån forskarnas tidigare erfarenheter som utbildning och arbete. Beroende på vad författaren har läst och arbetat med får forskarna en viss förförståelse för arbetet som är svår att avskilja sig ifrån och därför måste det göras klart för läsaren vilken förförståelse forskaren har.¹²

Vår teoretiska förförståelse grundar sig stor del på vår Civilekonomiutbildning med inriktning Auditing and Control på Handelshögskolan vid Umeå Universitet där båda författarna nu har studerat i elva terminer och är inne på sina tolfte terminer. Någon praktiskt förförståelse om ämnet kring investeringsprocessen för riskkapitalbolag och entreprenörer genom någon form av arbetserfarenhet inom det området saknas dock för båda författarna.

Dock har vi haft ett eget intresse kring ämnet som växt dels genom den akademiska atmosfären kring entreprenörskap, framförallt under det senaste året då vi har läst Mastersprogrammet Accounting and Finance där vi har kommit in en del på Venture Capital, riskkapital genom kurserna inom programmet. Detta gav en inblick i riskkapitalisternas värld och genom C-kursen Entrepreneurial Management and Change på 10 poäng har vi även fått en inblick in entreprenörernas värld om än de båda har varit mycket teoretisk kunskap.

2.1.4 Perspektiv

En studie vinklas utifrån vilket perspektiv den tolkas genom och det bör göras tydligt för läsaren vilket perspektiv det är. Beroende på vilket perspektiv en forskare väljer kommer han att upptäcka olika verkligheter och eftersom valet av perspektiv är väsentligt det viktigt att forskaren motiverar det väl.¹³

I vår studie har vi utgått från riskkapitalbolagens perspektiv för att utreda hur investeringsprocessen ser ut samt vilka problem som är kopplade till processen. Detta för att det är riskkapitalbolagen som är huvudaktörerna i investeringsprocessen och är ledsagarna för hela investeringsprocessen. Vidare är det riskkapitalbolagen som tar de avgörande beslutet om det blir en investering eller inte i tillväxtföretaget. Detta ligger till grund för vårt perspektiv och ställningstagande att vi endast valt riskkapitalbolagens perspektiv på investeringsprocessen.

2.1.5 Synen på kunskap

I vår studie har vi valt att studera investeringsprocessen och problem som är kopplade till den genom en undersökning som gjorts med hjälp av utvalda riskkapitalbolag. Studien avser att samla information genom de utvalda intervjuobjekten som förmedlar hur de har upplevt investeringsprocesser som de själva har medverkat i. Då deras upplevelser har stor roll i skapandet av våra slutsatser har intervjuobjektens sinnesstämning och tänkta tankar en viktig roll i skapandet. Vår tolkning och analys av de olika vetenskapssynerna innebär att vårt sätt

¹² Ulf Bjereld, Marie Demker och Jonas Hinnfors, *Varför vetenskap* (Lund: Studentlitteratur, 2002), 14.

¹³ Bjereld, Demker och Hinnfors., 17.

2 Tillvägagångssätt

att dra slutsatser överrensstämmer med den hermeneutiska synen där tolkning och förståelse av handlingar och upplevelser är viktiga¹⁴.

En hermeneutiker är en aktiv deltagare i händelseförloppet och inte en objektiv utanförstående observatör. Forskningen är en process som ständigt fortskrider och att det viktiga är att öka förståelsen för forskningen.¹⁵ Hur vi uppfattar den insamlade informationen kan karakteriseras av den hermeneutiska cirkeln där de enskilda delarna i meningen bestäms av textens helhetsmening och desto mer insatta vi blev utifrån den teoretiska referensramen och förloppet av investeringsprocessen, desto djupare förståelse utvecklades hos oss för fenomenet.

Under hela studien har vi följt den hermeneutiska synen då vi har tagit in ny information samt tolkat den själva vilket har påverkat vår studie relativt begränsat mot en subjektiv tolkning av den inhämtade informationen, då våra kunskaper legat till grund för tolkningarna. Våra tolkningar har vi försökt att hålla nere för att det skall påverka studien i så liten omfattning som möjligt. En jämförelse med den positivistiska synen där forskaren skall vara objektiv och ses som en extern observatör som inte påverkar eller gör egna tolkningar av det undersökta objektet och kunskapen ska vara empirisk prövbar genom att om en forskare ska komma till samma slutsats om undersökningen görs om på nytt, så stämmer det inte in på vårt förhållningssätt under studien.¹⁶

2.1.6 Angreppssätt

Induktion innebär att författaren utgår från sin datainsamling och med hjälp av denna bildar teorier och slutsatser utifrån datainsamlingen. Det betonas att insamlingen av materialet skall ske förutsättningslöst vilket dock nästan är omöjligt i vissa fall då det ingår att författaren ska göra urval när vi undersöker vissa fenomen så måste författaren ta ett teoretiskt ställningstagande vilket omöjliggör att vara förutsättningslös. Ett deduktivt angreppssätt har istället sin tur sin utgångspunkt i befintliga teorier som skall prövas empiriskt i syfte att förkasta, bekräfta eller utveckla dessa teorier i slutsatserna. Abduktion är ett sätt att dra slutsatser vad som är orsak till eller har föregått en observation och är en delvis omvänd situation mot det deduktiva angreppssättet och på så sätt liknar induktion mera då författaren står inför en effekt och söker orsaksfaktorer.¹⁷

Till en början i vår studie har vi arbetat utifrån grundläggande teorier, vilka blev vägledande för oss till empiriinsamlingen av de intervjuer vi gjort med respondenterna. Till största delen kan studien sägas ha deduktiva drag. Intervjuerna gjordes dock relativt tidigt med våra respondenter inom riskkapitalbranschen. Detta ledde till att vi på ett tidigt stadium fick en uppfattning om investeringsprocessen och hur den kunde se ut. Efter våra intervjuer fick vi komplettera de grundläggande teorierna och utveckla teorier för att kunna belysa problemformuleringen på ett tillförlitligt sätt. Om vi ser till den senare delen skulle vi kunna säga att vår studie även har en del drag från den induktiva ansatsen. Detta kan sammanfattas på det sättet att vår studie kan sägas ha en kombination av båda angreppssätten men med tonvikt på de deduktiva dragen.

¹⁴ Göran Wallén, *Vetenskapsteori och forskningsmetodik* (Lund: Studentlitteratur, 1996), 33-34.

¹⁵ Steinar Kvale, *Den kvalitativa forskningsintervjun* (Lund: Studentlitteratur, 1997), 50-53.

¹⁶ Wallén, 27-28.

¹⁷ *Ibid.*, 47-48.

2 Tillvägagångssätt

2.1.7 Metodval

Kvalitativ och kvantitativ metod borde logiskt sett ha samma betydelse men ändå skiljer sig de båda angreppssätten åt i form av kunskapspråk och motivering. I kvantitativ metod är begrepp som objektivitet, reliabilitet, samma resultat i olika mätningar och validitet det centrala och en motivation för dess kunskapsanspråk. Kvalitativ forskning kan dock inte ta till sig dessa begrepp på samma sätt då till exempel forskaren inte kan vara utbytbar på samma sätt. Dessutom är inte reliabiliteten och resultatet på förhand bestämt på samma sätt då det är forskaren som tolkar resultatet i en kvalitativ undersökning. Saklighet och tillförlitlighet är dock gemensamma nämnare för de båda angreppssätten.¹⁸

Det mest grundläggande draget i kvalitativ forskning är att utifrån de intervjuade personerna se eller uttrycka deras händelser, handlingar, normer och värden kring det studerade ämnet.¹⁹ Detta speglar även vår studie, där intervjuer med riskkapitalbolag är viktiga datakällor i vår studie. Materialet som vi har undersökt går inte att omvandla till i siffror och enheter som är jämförbara då investeringsprocessen och problem är ett ganska abstrakta fenomen och varierar från investering till investering. Detta gör att vi valt att använda en kvalitativ metod istället för en kvantitativ.

Valet av en kvalitativ metod är för att vi är intresserad av att få respondenternas egna perspektiv och kunskap om problemet. Den kvalitativa metoden innebär att individen beskriver hur denne upplever och tolkar problemet utifrån de kunskaper och erfarenheter som individen har. Den problemformulering vi har i vår studie hur investeringsprocessen ser ut för riskkapitalbolag och vilka problem som är kopplat till processen, så är det utifrån respondentens egna erfarenheter den processen och de problem som kan beskrivas på ett tillförlitligt sätt. För att kunna belysa och få en förståelse för problemformuleringen är det viktigt att respondenten har möjlighet att kunna utveckla i sitt resonemang om frågan. Vi har som nämnts tidigare använt oss av kvalitativa intervjuer vilket innebär möten med respondenterna. Utifrån respondenternas svar på våra intervjufrågor kopplade vi hop dessa med den teoretiska referensramen som ska mynna ut i en omfattande analys och slutsatser.

2.2 Intervju

2.2.1 Urval av respondenter

I huvudsak finns det två olika typer av urval i forskningssammanhang, dels är det sannolikhetsurval och icke-sannolikhetsurval. Den senare typen av urval är vanligast vid en kvalitativ metod då forskaren väljer en eller flera respondenter som skall belysa problemet. Sannolikhetsurval innebär i stora drag att specificera sannolikheten att ett visst element kan komma med vid urvalet medan detta är i regel omöjligt vid icke-sannolikhetsurval. Som nämnts ovan har vi valt ett icke-sannolikhetsurval det vill säga ett strategiskt urval av respondenter.

Vi valde att intervjua två av respondenterna i Stockholm och en respondent i Umeå vilket beror på att tillgängligheten på intressanta objekt, riskkapitalbolag i det är fallet fanns i Stockholm varav en i Umeå som var närmast och mest lämpligt för vår del. Vi valde att intervjua SEB Invest, Creandum och Emano de dessa bolag var de som vi fick access till i det skedet. Vi valde att åka ner för att besöka respondenterna och det gjorde vi för att kunna få en tillförlitlig dialog och kunna ha en bra kontakt med respondenterna.

¹⁸ Karin Widerberg, *Kvalitativ forskning* (Lund: Studentlitteratur, 2002), 17-18.

¹⁹ Alan Bryman, *Kvantitet och kvalitet i samhällsvetenskaplig forskning* (Lund: Studentlitteratur, 1997), 77.

2 Tillvägagångssätt

För att få svar på våra frågor om hur en investeringsprocess ser ut och problemen för ett riskkapitalbolag när de investerar i ett tillväxtföretag har vi valt att analysera de riskkapitalbolag som finns i Sverige och undersökt vilka som under de senaste åren har gjort en investering i ett tillväxtföretag. Med vetskap på förhand om att det kan vara svårt att få ut information om investeringar som riskkapitalbolag gjort valde vi att göra ett icke-sannolikhetsurval genom att ändamålsenligt koncentrera vårt urval av respondenter till riskkapitalbolag som under de senaste åren gjort investeringar i tillväxtföretag och där storleken på investeringen har varit känd. På detta sätt reducerade vi bort ett stort antal riskkapitalbolag där vi troligtvis inte hade kunnat få någon information om deras investeringsprocesser då dessa inte ens vill gå ut med så grundläggande information som vilken grundinvesteringen har varit. Vi har alltså valt att göra ett strategiskt urval av respondenter vilket innebär att vi valt ut de respondenter vi bedömer vara de mest relevanta för denna studie för att nå den kunskap vi är ute efter.²⁰ Vi gjorde valet av respondenterna utifrån deras position, arbetsuppgifter och kompetens på område för att välja de som vi bedömde vara de mest relevanta.

2.2.2 Intervjukonstruktion

Vi hade till en början en diskussion om vilken typ av information som vi var intresserade av för studien, av respondenterna som skulle bidra till en öka förståelse för problemformuleringen. Vi utgick till viss del ifrån den teoretiska referensramen och sedan hade vi en dialog med Anders Hettinger som gav oss förslag på vilka typer av frågor som kunde vara bra att ställa för att få den information vi ville ha till studien.

Intervjumanualen var uppdelad till viss del till den teoretiska referensramen och till hur vi ville att strukturen på intervjuerna skulle se ut, detta för att få ett tydligt upplägg och följa syftet med studien. Intervjufrågorna som ställdes till respondenterna finns i bilaga ett. De respondenter vi fick intervjuade hade mycket goda erfarenheter på området och har jobbat i många år i branschen. Vi valde dessa intervjupersoner med bred kompetens och erfarenhet, detta var något som vi hade i åtanke vid konstruktionen av intervjumanualen. Innan intervjuerna fick respondenterna ta del av intervjufrågorna på mail för att de skulle kunna förbereda sig på ett bra sätt och för att intervjuerna skulle ge så mycket information som möjligt.

2.2.3 Intervjutillfället

Intervjuerna med två av respondenterna utfördes i Stockholm under en och samma vecka och den tredje intervjun veckan efter i Umeå. Vi hade valt att lägga intervjuerna nära varandra i tid för att kunna effektivisera hanteringen av all intervjudata för att sedan kunna arbeta vidare med vår studie. Alla respondenter hade avsatt tid till intervjun så det fanns inget som påverkade intervjun på det sättet utan kunde fortlöpa på ett bra och effektivt sätt. Respondenterna verkade väl förberedda inför intervjuerna och intervjun gav över förväntan vilket är mycket positivt för vår studie.

När vi hade sammanställt all empiri och insåg att det fanns en del luckor som vi ville fylla igen för att få ett kraftfullt empiriunderlag till studien. Det gjorde vi genom att göra två ytterligare kompletterande intervjuer med SEB Företagsinvest och Emano som var de företag som hade den kompletterande informationen kring effekten av IT kraschen på riskkapitalbranschen.

²⁰ Asbjorn Johannessen och Per Arne Tufte, *Introduktion till Vetenskaplig Metod* (Malmö: Liber AB, 2003), 84.

2 Tillvägagångssätt

Under den första intervjun började vi med att förklara syftet med studien och vår egen bakgrund samt och vi bad respondenterna berätta om deras ansvarsområde och organisationen. Vi frågade respondenterna om det gick bra att spela in allt under intervjun och denna fråga ställdes även vid den kompletterande intervjun. Vi valde att spela in intervjuerna för att enklare kunna få med all information samt att kunna bearbeta all intervjudata. Samtidigt som vi spelade in intervjuerna på band antecknade vi kontinuerligt för att vara säkra på att kunna tydliggöra vissa saker som respondenten pratade om och som var bra som stöd vid transkriberingen av all intervjudata.

Under intervjun så följde vi intervjumanualen relativt konkret och spontan framkom en del naturliga följdfrågor som har varit av stor betydelse för vissa delar för att förklara investeringsprocessen. Började respondenten prata om en annan fråga som vi tänkt skall komma senare lät vi respondenten prata klart kring den delen. Detta för att inte påverka respondenten negativt i något som han eller hon tyckte var ett naturligt resonemang. Under våra kompletterande intervjuer så hade vi en något mindre intervjumanual som hade fokuserade frågor kring IT kraschen och riskkapitalbranschen.

Avslutningsvis frågade vi respondenterna om det hade något att tillägga och de valde att sammanfatta samt förklara hur de såg på investeringsprocessen och problemen kring processen för att tydliggöra deras ståndpunkt. Alla respondenterna tyckte i huvudsak att de frågor vi ställde var heltäckande utifrån vårt syfte med studien, men vi informerade om möjligheten att ta kontakt med oss igen om de ville tillägga något som de ansåg vara viktigt för vår studie. Vi kunde också naturligtvis återkomma om det var något vi behövde komplettera eller motsvarande för vår studie.

Intervjuerna var tidsbegränsade till 45–60 minuter. Att längden på intervjuerna varierade berodde i stor del på hur mycket respondenten ville berätta om organisationen i sig och deras ansvarsområde då andra ville gå rakt på sak och börja med intervjun relativt omgående. Dock skall beaktning tas i att respondenterna svarade olika, en del svarade kort och koncist och andra svävade ut mer kring frågorna.

Vid intervjuerna var respondenterna väl förberedda och vi märkte att de hade läst intervjumallen vi mailade ut i förväg till respondenterna så att de var medvetna om vad vi skulle komma att fråga om. Vi fick reda på det vi ville och det respondenterna var insatta i våra frågor då de med sina arbeten inom riskkapitalbolagen arbetar med hela processen, från första kontakten fram till kontrakten är påskrivna vilket gjorde att de var medvetna om hela kedjan.

2.3 Databearbetning

2.3.1 Primärkällor

Efter våra intervjuer så transkriberade vi intervjuerna så fort så möjligt för att kunna få med all information utan att tappa något på vägen. Vi lyssnade dock igenom efter varje intervju för att kolla av om det var någon fråga eller motsvarande som skulle förändras för att intervjuerna skulle vara optimala. Det vi lärde oss efter första intervjun var att ställa en fråga i taget och låta respondenten svara på den utförligt även om respondenten berörde andra frågor som vi ställde. Efter transkriberingen så skickade vi ner intervjuerna för att få de godkända av respondenterna så att inget missförstånd eller motsvarande hade uppkommit under intervjuerna.

2 Tillvägagångssätt

Vi har vidare omarbetat intervjuerna så att det är en mer löpande text, detta för att tydliggöra de olika svaren från respondenterna och för att kunna få en röd tråd genom hela arbetet. Vi valde att strukturera upp empirin efter huvudlinjerna i svaren som respondenterna givit och dessa skiljde sig en del från de ursprungliga intervjufrågorna. Vidare så börjar intervjuerna med en inledning om företagen och banken för att få en inledande anblick och skapa en förståelse för deras positioner på marknaden. Vi har försökt att omarbeta materialet så att empirin skall skapa en ett naturligt intresse och inblick i hur investeringsprocessen ser ut. Vi har analysförfarandet använt oss av samma metod för att få en tydlig och röd tråd i vår studie.

Slutligen har vi jämfört det empiriska materialet med den teoretiska referensramen detta för att lyfta fram respondenternas synvinkel samt hur det överrensstämmer med den befintliga teorin.

2.4 Källkritik

2.4.1 Källkritik mot primärkällor

Den källkritik som kan vara är att vi valt att endast tittat utifrån riskkapitalbolagens perspektiv och valt bort entreprenörernas perspektiv. Varför vi valt detta är för att riskkapitalbolagen är i huvudsak de som styr investeringsprocessen och hanterar problemen från det att en ansökan kommer in till att en investering realiserar. Dock är det möjligt men inte troligt att processen skulle ha kommit sett ut på ett annat sätt om vi hade utgått från entreprenörernas perspektiv i studien. De respondenter vi använt har vi valt på ett strategiskt sätt, detta kan dock vara en kritik då antalet intervjuer endast är tre. Vår uppfattning är dock att de tre intervjuer är omfattande och avspeglar investeringsprocessen på ett mycket tillförlitligt sätt då respondenterna svarade mycket lika på våra frågor och vi är övertygade om att utfallet inte skulle bli annorlunda om vi hade valt fler respondenter från riskkapitalbranschen.

2.4.2 Källkritik mot sekundärkällor

För att kunna säkerställa sekundärkällornas trovärdighet användes i största möjliga utsträckning artiklar som varit publicerade och granskade (peer reviewed) i erkända ekonomiska tidskrifter.

Vi har valt att använda varierat av äldre artiklar och nyare forskning. Vissa av de äldre artiklarna som används kan man vara kritisk till att de fortfarande är aktuella men vi har gjort bedömningen av att de fortfarande är väsentliga för forskningen inom riskkapitalbranschen. Det för att de äldre artiklarna vi har valt att använda har fått mycket erkännande genom åren och används fortfarande i den vetenskapliga forskningen av riskkapitalmarknaden. Men ambitionen har varit att hitta så aktuell forskning i största möjliga utsträckning. Detta för att hålla uppsatsen uppdaterad inom den nyaste forskningen och på så sätt få aktualitet i uppsatsen.

2.4.3 Access

Vi hade inga större problem med att få access till respondenterna. De flesta respondenterna var väldigt tillmötesgående redan vid första kontakten över e-post och telefon. Det beror nog på att våra respondenter har samma bakgrund som oss med utbildning på universitet och vet vikten vid att skriva uppsatser. En respondent var lite tveksam att medverka från början men efter ett telefonsamtal där vi närmare fick beskriva vårt upplägg var även han tillmötesgående, han hade helt enkelt missuppfattat oss i det första mailet vi skickade till honom. Vi fick även

2 Tillvägagångssätt

hjälp av Anders Hettinger som numera är kontorschef på Deloitte i Skellefteå men tidigare har varit i riskkapitalbranschen och har mycket kontakter kvar inom den branschen. Vi fick använda honom som referens när vi kontaktade respondenterna och det hjälpte till att få en bättre access till respondenterna då de kände till honom.

3 Teoretisk referensram

3.1 Investeringsprocessen

Risikkapitalbolag är företag som investerar i icke börsnoterade tillväxtföretag. Risikkapitalägande förutsätter en aktiv ägarroll där risikkapitalbolaget på något sätt är involverat och påverkar tillväxtföretagets verksamhet. Tillväxtföretag kännetecknas av att ha en hög utvecklings och tillväxtpotential som oftast är relativt unga företag.²¹ Dessa företag benämns även som portföljbolag då risikkapitalbolagen sprider sina risker i en portfölj av investeringar som oftast består av flertalet så kallade portföljbolag.

Risikkapitalinvesteringar innebär mer eller mindre ett ägande, det vill säga för det investerade kapitalet erhåller risikkapitalbolaget en del av tillväxtföretaget som antingen kan vara en minoritet eller en majoritet.²² Ett företag som söker risikkapital bör vara införstådd med att den ursprungliga ägarens andel i företaget blir mindre, i många fall kan det vara så att kontrollen över företaget övergår till investeraren delvis eller helt. Med det risikkapital som ett företag erhållit följer normalt inga formella krav på återbetalning i form av amortering. Det finns i allmänhet inga bakomliggande säkerheter för en risikkapitalinvestering, risikkapitalbolagen tar full risk för det investerade kapitalet. Med tanke på att en investerare tar en relativ stor risk med sitt investerade kapital, förväntas avkastningen på denna investering bli hög.²³ Risikkapitalbolagen bör inte räkna med att alla affärer blir vinstgivande. De investeringar som inte ger avkastning måste alltså kompenseras av högre avkastning på de lyckade investeringarna. Det är vanligt att risikkapitalbolaget aktivt går in i företaget och tillsätter poster i styrelsen och därmed har rätt till inflytande i företaget.

Risikkapitalinvesteringar har en varierande tidshorisont som skiljer sig mellan olika investeringsmöjligheter. Tidshorisonten att behålla ett företag innan de säljer av det kan variera mellan fem och sju år och är helt beroende på hur utfallet blir på det investerade kapitalet. När önskad utveckling av tillväxtföretaget är uppnått eller när samarbetet inte ger något mervärde realiserar risikkapitalbolaget sin investering²⁴.

Ett nystartat företag genomgår olika faser från startfasen fram till exiten. Beroende på vilken fas företaget är i sker det olika aktiviteter inom företaget vilket beskrivs i Figur 2. Figuren visar också vilken finansieringsbehov de olika faserna har.

²¹ Anders Isaksson, ”Effekter av venture capital i Sverige” B 1999:3, (Stockholm: Nutek, 1999): 5.

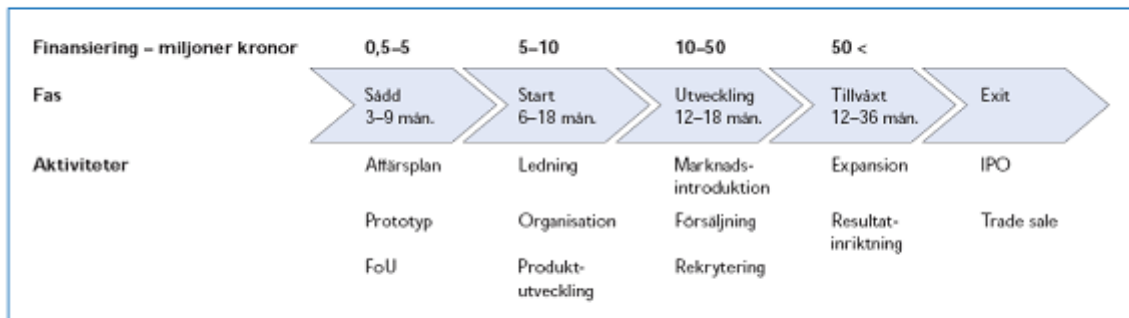
²² Bryan E. Hill and Dee Power, *Inside secrets to venture capital* (New York: John Wiley, cop. 2001), 46.

²³ Hill and Power, 1.

²⁴ Anders Isaksson, ”Effekter av venture capital i Sverige” B 1999:3, 5.

3 Teoretisk referensram

Figur 2: Steg för unga företag



(Källa: IVA-R432, *Förmuftsvärdering: Värdering av tillväxtföretag*, Stockholm: (Connect Sverige, 2002): 9.)

The European Private Equity and Venture Capital Associations (EVCA) har definierat de två första faserna i ett nystartat företag enligt detta:

*Sådd - Finansiering till företag för forskning, och för att möjliggöra utvärdering och vidareutveckling av ett initialt koncept innan verksamheten har nått start-up-fasen. I denna fas har ett företag startats och den första egentliga interaktionen med den potentiella marknaden påbörjas.*²⁵

Start:

– *Finansiering till företag för produktutveckling och initial marknadsföring. Företaget har varit i gång en kortare tid, men har ännu inte sålt sina produkter kommersiellt.*

– *Finansiering till företag som är färdiga med produktutveckling och som behöver ytterligare kapital för att initiera kommersiell tillverkning och försäljning. Företaget har ännu inte genererat någon vinst.*²⁶

Svenska företag har under de tre senaste åren investerat i dessa två faser enligt följande statistik.

Sådd	2004	2005	2006 (3Q)	Totalt
Initialt (antal)	28	25	35	88
Uppföljning (antal)	12	27	12	51
Totalt (antal)	40	52	47	139
Initialt (Mkr)	62	70	41	173
Uppföljning (Mkr)	6	44	9	59
Totalt Investerat (Mkr)	68	114	50	232

Start	2004	2005	2006 (3Q)	Totalt
Initialt (antal)	48	48	36	132
Uppföljning (antal)	181	149	191	521

²⁵ R 2006:25, Riskkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden, Tredje kvartalet 2006, (Stockholm: Nutek, 2006). 24.

²⁶ R 2006:25, Riskkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden, Tredje kvartalet 2006, 28.

3 Teoretisk referensram

Totalt (antal)	229	197	227	653
Initialt (Mkr)	447	508	277	1232
Uppföljning (Mkr)	759	614	950	2323
Totalt Investerat (Mkr)	1206	1122	1227	3555

Investeringsprocessen utifrån riskkapitalbolagets perspektiv kan delas upp i följande sex steg; steg ett är screening, vilket innebär att riskkapitalbolaget söker efter ett investeringsobjekt i en specifik bransch eller marknad. Det andra steget är affärsmöjligheter som innebär att en affärsidé och affärsplan utvärderas. Det tredje steget innebär risk och värderings bedömning i det aktuella tillväxtföretaget och steg fyra är förhandling mellan riskkapitalbolag och tillväxtföretag. Sedan kommer efterinvesterings aktiviteter där riskkapitalbolaget går från investerare till samarbetspartner. Det kan ske genom formella kanaler som att riskkapitalbolaget sätter sig i styrelsen eller informellt genom tillgång till riskkapitalbolagets nätverk.²⁷ Sedan avslutas affären med att riskkapitalbolaget avyttrar hela eller delar av tillväxtföretaget.

I ett samarbete mellan en riskkapitalist och en entreprenör uppstår det ett agent/principalförhållande som grundar sig i att båda parterna försöker att uppnå den maximala nyttan för sig själva utav samarbetet utan att lägga ner så mycket energi på det. Det kan ses som att investeraren, i det här fallet riskkapitalisten, blir principal då han är ägare och entreprenören är den som sköter företaget och blir då agenten. Relationen mellan de två parterna kan ses i former av risk management, informationshantering och fördelning av risker och information. En modell av agent/principalförhållandet är en generell struktur utvecklad och används oftast för att handskas med problem av incitament till entreprenören för att han ska göra den maximala nyttan till ett minimalt pris.²⁸

Agentteorin belyser moral hazard som innebär att principalen inte kan bedöma om agenten agerar opportunistiskt och adverse selection, det vill säga agentens informationsövertag, båda har sin grund i den asymmetriska informationen som uppstår på grund av att principalen och agenten inte har tillgång till samma information.

Ur en mikroekonomisk teori av finansiella institutioner är riskkapitalisten en sorts mellanhand vars roll är att handha med ekonomiska medel för att den riktiga investeraren inte ska ha direktkontakt med högriskinvesteringar. Detta eftersom oinformerade investerare skulle investera i dåliga projekt eftersom de inte vet vilka som är bra projekt att investera i. Skulle detta ske så skulle snart de riktiga investerarna sluta förse riskkapitalmarknaden med pengar och istället investera pengarna i säkrare projekt istället. Därför överlåter investerarna pengarna till riskkapitalister istället som är specialister och erfarna med att jobba med högriskprojekt och därmed kan hantera de problemen som uppstår med agentkostnader, moral hazard och asymmetrisk information på ett mycket bättre sätt än vad en stor investerare själv skulle kunna göra.²⁹

3.1.1 Screening

I inledningskedet när riskkapitalisten börjar leta efter tänkta investeringsobjekt möter de en väldigt dålig definierad marknad där riskkapitalbolaget ska hitta tänkbara företag att göra affärer med. Det är svårt att hitta det typiska investeringsobjektet i det här skedet då det

²⁷ Tyebjee and Bruno, "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", 1055-1056.

²⁸ Gavin C. Reid, "The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry" *Venture Capital*, Vol. 1, No. 4 (1999): 285.

²⁹ *Ibid.*, 286.

3 Teoretisk referensram

idealiska företaget troligen är väldigt litet i det här skedet vilket gör det svårt att hitta potentiella företag. Därför spelar mellanhänder stor roll i det här skedet för att hitta rätt riskkapitalister och matcha ihop dem med rätt entreprenörer som behöver kapital till sin verksamhet.³⁰

Riskkapitalföretagen har ofta små personalstyrkor och vilket leder till företagen bara kan göra investeringar i ett fåtal av det stort antal av potentiella tillväxtföretag som de granskar och får tips om genom mellanhänder.³¹

Det gör att riskkapitalbolagen tenderar att specialiserar sig inom vissa marknader och branscher som de är insatta i för att minska antalet företag att granska och även gör att de har större chans att lyckas med sina investeringar då de redan i förväg vet vad marknaden handlar om och vilka produkter som kan fungera. Riskkapitalbolagen väljer ofta också att specialisera sig i ett visst steg där de gör sina investeringar för att ännu mera specialisera sig och få kunskap om ett visst segment.³² Genom att riskkapitalbolaget har specialiserat sig på en speciell bransch gör att de skapar ett bra kontaktnät inom branschen av expertis och specialister vilket gör att riskkapitalisten kan hjälpa entreprenören att fylla igen dessa kunskapsluckor som finns i unga företag . Detta gör att det är enklare att hitta företag i den branschen som de har specialiserat sig i istället för att hela tiden leta utomstående experter i branscher de inte kan något om.³³

De flesta entreprenörer som söker kapital har väldigt lite eller ingen alls historia bakom sig i det potentiella företaget som kan vara ett investeringsobjekt för riskkapitalisten. Riskkapitalisten måste därför lita på sina egna bedömningar baserat på affärsplaner som entreprenörerna presentera för dem och väga in riskerna i förhållande till förväntad avkastning i deras beslut om att göra en investering i en verksamhet. Men det är få av riskkapitalisterna som verkligen sätter siffror på förväntad avkastning eller bestämmer osäkerheten i investeringarna utan istället letar riskkapitalisten efter vissa speciella karakteristiska drag hos entreprenören som de tycker är viktiga för att entreprenören ska lyckas.³⁴

En annan del som riskkapitalisten väger in i bedömningen och som har en stor påverkan om ett tillväxtföretag skall lyckas eller inte är att det finns en driftig entreprenör som gärna tidigare ska ha visat upp resultat med andra bolag och kompetenta medarbetare i verksamheten. Det finns alltid kunskapsluckor i verksamheten, till exempel expertis, kompetens etcetera som medarbetarna tillsammans med entreprenören måste fylla igen för att få verksamheten att fungera. Det är även mycket viktigt att entreprenören är en god ledare som kan driva hela verksamheten och kunna hantera medarbetarna på ett bra sätt som är bra för verksamheten.³⁵

En avgörande del vid företagsförvärv är att kontakten mellan företagen byggs upp redan under initiativet till ett förvärv. Kontakten kan se ut på en del olika sätt beroende på vilken sorts företag, ägarstruktur och vilken typ av företag som ska köpas. Det som är viktigt är att sätta sig in i hur företagsledaren tänker men även inse hur kulturen är i företaget som helhet. I

³⁰ 2006:25, Riskkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden., 1055-1056.

³¹ Ibid., 1052-1053, 1056-1057.

³² Tereza Tykvová, "What do economists tell us about venture capital contracts?" *Journal of Economic Surveys*, Vol. 21, No. 1 (2007): 69-72.

³³ Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations", 506-509

³⁴ Tyebjee and Bruno, "A Model of Venture Capitalist Investment Activity"., 1053.

³⁵ Michael Nyman, *Riskkapital* (Stockholm: Norstedts juridik, 2002), 79-80.

3 Teoretisk referensram

tillväxtföretag så förutsätter riskkapitalbolaget att entreprenören är saklig, kunnig och har en tydlig målsättning med företaget.³⁶

3.1.2 Affärsmöjligheter

Ett riskkapitalbolag investerar i regel i ett tillväxtföretag för att det har en uppfattning om och tror att företaget har mycket god potential och förutsättningar för att växa kraftigt och som i framtiden ska leda till en bra avkastning som både entreprenören och riskkapitalisten är nöjd med. För att fånga intresset hos riskkapitalbolagen skall entreprenören påvisa att just den affärsidén har potential att utvecklas till en vinstgivande verksamhet och produkt samt att den i framtiden skall vara intressant för andra att köpa upp.³⁷

En god affärsidé uppstår i regel utifrån egna erfarenheter och intressen. De affärsidéer som i regel är mest framgångsrika är de som entreprenören kan använda sig av och utnyttja sin kompetens och expertis som han har utvecklat under en längre tid. Han ska gärna ha erfarenheter från andra företag tidigare. De affärsidéer som inte är lika framgångsrika är oftast ett resultat av bristande kunskap, kompetens och intresse kring affärsidén. Om entreprenören inte har mycket erfarenhet och kunskap kring sin affärsidé ska den oavsett alltid vara unik och speciell på sitt sätt för att locka investerare till att investera i en affärsidé. För att lyckas med en affärsidé så krävs det bland annat visioner, strategier och en mycket tydlig målsättning med affärsidén. Erfarenheter och kompetens samt kunnande är inte allt, det krävs även ett extremt intresse för att utveckla och driva verksamheten som sådan.³⁸

Det är avgörande att inse om den planerade verksamheten/produkten innebär en affärsidé eller bara en god idé. Om det i själva verket bara är en enkel idé föreligger sällan möjligheter till en lyckad framgång. En affärsidé är unik i sig och karaktäriseras av att den ligger rätt i tiden för marknad och bransch, att entreprenören har den kompetens, erfarenhet och kontakter som krävs. Därutöver skall affärsidén skapa mervärde för kunderna och framförallt många kunder som skall intressera sig för verksamheten och produkten. Det som gör affärsidén unik är den mix av kunskap, kompetens, erfarenhet med mera som kan appliceras på verksamheten och som andra inte kan på något sätt kopiera eller motsvarande. Det som också har en mycket stor betydelse är hur mycket mervärde och potential som verksamheten kan ge kunderna på marknaden och ha tydligt kundfokus på efterfrågan och vad som är aktuellt för branschen.³⁹

En god affärsplan bygger på en konservativ uppskattning och beräkning av efterfrågan på marknaden efter en viss produkt eller tjänst. Den affärsplan som riskkapitalisten får skall bygga på realistiska antaganden som uppskattningen och beräkningen bygger på. Riskkapitalbolagen kommer att använda tillväxtföretagets affärsplan för egna beräkningar och utvärdera affärsplanen och verksamheten som skall bedrivas samt utveckla en finansieringsplan som passar tillväxtföretaget. Affärsplanen är en av de viktigaste delarna för riskkapitalisten för att kunna se potentiella möjligheter för en investering i tillväxtföretaget och detta för att affärsplanen innehåller den bas som verksamheten ska stå på.⁴⁰

Det finns vissa nyckelpunkter som riskkapitalisterna undersöker noga när entreprenören kommer med sin affärsplan. Det viktigaste är att personerna lyfts fram i affärsplanen. Det första en riskkapitalist undersöker när han får en affärsplan i händerna är kapitlet där det finns

³⁶ Nyman, 51-53

³⁷ Ibid., 81.

³⁸ Ibid., 79.

³⁹ Ibid., 82.

⁴⁰ Ibid., 80-81.

3 Teoretisk referensram

en sammanställning om vad det är för personer bakom företaget. Vad har de gjort tidigare och hur har det lyckats är viktigt då det är viktigt med nätverk och erfarenhet från att driva företag. Affärsplanen ska innehålla en beskrivning om varje person, vad de kan om den nya produkten, marknaden för den och industrin kring den. Riskkapitalister letar oftast efter personer med erfarenhet från tidigare företagsuppstarter så att de är välkända för leverantörer, kunder och anställda. Personer från de kretsarna brukar annars inte föredra att arbeta med helt nya företag som håller på att starta upp.⁴¹

En annan viktig punkt som affärsplanen borde innehålla är tillfället. Affärsplanen bör innehålla en analys om hur den totala marknaden för produkten ser ut med hänseende till storlek på marknaden och hur snabbt den växer. En marknad som växer snabbt är mycket mer intressant för en riskkapitalist än en mer mogen marknad då det är mycket enklare och billigare att vinna marknadsandelar på en snabbt växande marknad. Är produkten anpassad för en snabbt växande marknad är det ett utomordentligt tillfälle att penetrera marknaden och affärsplanen bör innehålla hur entreprenören har tänkt göra det på ett bra sätt. Affärsplanen bör också innehålla hur företaget har tänkt sig att växa både på produktsidan, kundsidan och även geografiskt.⁴²

En tredje punkt som är viktigt att ha med i affärsplanen är sammanhanget. Det är viktigt att sammanhanget överrensstämmer med tillfället. På ena sidan i sammanhanget finns den makroekonomiska miljön vilket innebär graden av ekonomisk aktivitet, inflation och räntor. På andra sidan finns regler, lagar och skatter som kan påverka företaget. Sammanhanget kan både skapa stora möjligheter till att starta ett nytt företag eller också nästan göra det omöjligt för tillfället att starta just det företaget. Ett skift i sammanhanget såsom räntorna går ner eller en ny lag kan få en oattraktiv marknad att helt plötsligt bli attraktiv eller vice versa. Så en affärsplan bör innehålla hur entreprenörens företag passar in i sammanhanget just för tillfälle, vilket hinder som finns för tillfället och hur de tänkt lösa dem. Det bör även finnas en framåtblick hur sammanhanget kan tänkas förändras inom den närmsta framtiden och hur de tänker bemöta det och om de själva kan påverka förändringar inom lagar, regler och industriella standards genom lobbyverksamhet.⁴³

Den fjärde och sista punkten över saker som är viktiga att ha med i en affärsplan är en del som handlar om risker och belöningar. I det avsnittet ska entreprenören diskutera de andra tre punkterna, personerna, tillfället och sammanhanget utifrån vilken risk det finns att någon av dessa punkter förändras och att de då ser dynamiska aspekterna på företaget om hur de ska minska effekterna av negativa förändringar. Det för att ge de potentiella investerarna en känsla av vad för och hur stora riskerna de kan förvänta sig i företaget. I det här avsnittet bör entreprenören även berätta om hur han ser på belöningen, nämligen exiten. Hur och när har entreprenören tänkt att exiten ska vara och hur den ska gå till. Det är viktigt att visa att de har ett mål att jobba emot för det är enklare att hålla rätt kurs om de vet vilken väg de ska gå.⁴⁴

Det som är kärnan för en riskkapitalist som investerar i ett tillväxtföretag har för avsikt med sin investering är att det finns en tillväxtpotential för att kapitalet som är investerat genererar intäkter som i sin tur genererar en förväntad avkastning till riskkapitalisten. Denna avkastning bygger sedan vidare på hur mycket riskkapitalisten är villig att fortsätta investera i

⁴¹ William A. Sahlman, "How to write a great business plan" *Harvard Business Review*, July-August (1997): 99-105.

⁴² *Ibid.*, 99-105.

⁴³ *Ibid.*, 99-105.

⁴⁴ *Ibid.*, 99-105.

3 Teoretisk referensram

tillväxtföretaget. I ett start skede för entreprenören förväntas ingen direkt avkastning utan fokus på att få verksamheten att fungera och generera intäkter till tillväxtföretaget. När det kommer till ett senare skede är det avkastning och säljbarheten som stor i fokus för riskkapitalisten för att kunna få igen den investering som är gjort i företaget. Säljbarheten styrs i regel av hur god omsättning och intäkter som tillväxtföretaget har samt att företaget har en långsiktigt hållbar produkt på marknaden.

De tillväxtföretag som idag är framgångsrika och som har lyckats med sin affärsidé har i regel haft ett litet överflöd av kapital vid starten av företaget. Möjligheten att få tillgång till kapital är idag relativt positiv, dock kan en allt för stor tillgång till kapital leda till onödiga investeringar som inte är nödvändiga och som kan leda till en negativ utveckling av företaget istället och i värsta fall äventyra hela affärsidén. Det är därför viktigt att entreprenören ställer sig frågan och noga funderar igenom hur mycket kapital som är nödvändigt för en lyckad tillväxt och för att affärsidén ska gå i lås.⁴⁵

3.1.3 Due Diligence

En riskkapitalinvestering är inte endast en investering i själva företaget utan också en investering i framtida produkt och teknologi. Due diligence processen är till för att reducera den risk som den kommande investeringen kommer att innebära. Genom att göra en due diligence får riskkapitalisten en uppfattning om vilka problem, möjligheter, ansvar, produkt och andra aspekter som ekonomi och finansiering som finns i företaget och kan komma att påverka implementeringen av företagets affärsplan och produkt på marknaden.⁴⁶ Innehållet i denna due diligence process varierar från bolag till bolag beroende på omfattning, ekonomisk ställning och hur välutvecklat företaget är. En relativt vanlig värderingsmetod som används i samband med due diligence är ”förnuftsvärdering” vilket innebär att erfarenhet och kunskap i kombination med magkänsla. Förnuftsvärdering saknar i regel ramverk och kvalificerade resultat samt att resultaten kan variera beroende den subjektiva bedömning och värdering som görs.⁴⁷ Det är av stor vikt att riskkapitalbolaget har den nödvändiga kännedom om marknaden som tillväxtföretaget tänkt befinna sig på och förståelsen för hur en investering kan utveckla den nya produkt och affärsplan som skall efterfrågas på marknaden för att investeringen skall ge en optimal avkastning på lång sikt. För att riskkapitalbolaget ska kunna få den nödvändiga kännedomen om marknaden samt entreprenörföretaget utför riskkapitalbolaget en due diligence. Det innebär att riskkapitalisten analyserar olika delar av tillväxtföretaget som, finansiering, ekonomi, produkt, företagsstrategi, entreprenören i sig och marknaden som företaget planerat att agera på.⁴⁸

En analys av en entreprenörs finansiella och ekonomiska ställning är en av grundfaktorerna för hur stor investering som kommer att vara nödvändig i det aktuella företaget. Om företaget har existerat under en längre period normalt sätt 12-18 månader är det aktuellt att analysera de tidigare ekonomiska rapporterna som företaget avlagt för perioden. Det är dock viktigt att notera att det är svårt att kunna basera några avgörande beslut på de ekonomiska rapporterna under de första fem åren. Dock kan i princip alla ekonomiska rapporter ge en fingervisning om hur den ekonomiska utvecklingen är och hur den kommer att vara kortsiktigt framöver. De ekonomiska rapporter som är aktuella är; resultaträkning, balansräkning och andra former av rapporter som en proffmarappport och andra verksamhetsrapporter.

⁴⁵ Nyman, 81.

⁴⁶ Justin J. Camp, *Venture capital due diligence: a guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns* (New York : Wiley, 2002), 65-68.

⁴⁷ IVA-R432, Förnuftsvärdering: Värdering av tillväxtföretag, (Stockholm: Connect Sverige, 2002), 17-18.

⁴⁸ Camp, 199-201.

3 Teoretisk referensram

För den produkt eller forskning som skall leda till en försäljning i slutändan är det viktigt att den är både tekniskt och praktiskt efterfrågad på den marknad som den ska säljas på. Det är här riskkapitalisten ska få klart för sig om det är en befintlig marknad där entreprenören redan har agerat eller om det är en helt ny marknad för entreprenören för det kan vara avgörande för investeringen. Det är ett risk moment för både entreprenören och riskkapitalisten då en helt ny produkt ska introduceras på en helt ny marknad kan innebära lika mycket framgång som bakslag. Det är därför av största vikt att entreprenören och riskkapitalisten är medvetna om att det är en maximering av produkten som gäller dvs. att produkten får en stor efterfrågan automatiskt när den presenteras för marknaden och att konsumenterna söker och får den produkt som de är i behov av och efterfrågas. Riskkapitalisten kan då göra en produkt och marknadsanalys som kan vara generell men där riskkapitalisten och entreprenören får en god kännedom om hur marknaden ser ut och en tänkbar efterfrågan och behov på den aktuella produkten.⁴⁹

Det är också viktigt att produkten är långsiktigt anpassningsbar, det vill säga att produkten har en god teknologi som kan vara aktuell under längre perioder, för att det ska vara lönsamt för entreprenören och för att riskkapitalisten skall få en förväntad avkastning på den investering som gjorts på sikt. På den marknad som entreprenören skall introducera finns det befintliga aktörer med olika utbud av produkter som har en god kännedom och en efterfrågad produkt redan. Detta är en av de faktorer som påverkar hur väl entreprenörens produkt kommer att bli efterfrågad och skapa ett behov på marknaden. För det är helt naturligt så att produkten som skall säljas är det som skapar intäkter, lönsamhet och ett kassaflöde i företaget som på lång sikt skall betala den avkastning som riskkapitalisten förväntar sig få för den investering som är gjord. Det finns en naturlig konkurrens med befintliga och nya konkurrenter som dyker upp på marknaden med olika utbud. Det gäller alltså att entreprenören har tagit fram och utvecklat en produkt som är stark mot konkurrenterna långsiktigt.⁵⁰ Det analyseras också under denna del om företaget har några specifika fördelar i produktion och/eller i produkten, finns det starka konkurrensfördelar i företaget skall dessa tas i beaktande. Dessa fördelar kan vara i form av teknologi, intellektuellt kapital eller access till andra företag som kan fungera som stöd vid en ny introduktion av en ny produkt på en helt ny eller en befintlig marknad. Det gäller också att företaget positionerar sig på ett bra sätt och detta är någonting entreprenören i samråd med riskkapitalisten skall ta ett beslut om.

Det är här entreprenörens och företagets strategi ligger till grund för hur företaget skall agera och utveckla produkten på marknaden. Denna strategi kan bygga på olika delar dock är det viktigt att det finns en tydlig strategi i företaget för hur entreprenören planerar att gå vidare med personal, ekonomi och produkten på marknaden. Detta för att dels få en ekonomisk stabilitet i företaget och avkastningen kan räknas hem på ett tryggt och säkert sätt för både entreprenören och riskkapitalisten. Därför är det viktigt att riskkapitalisten och entreprenören har kommit överrens om vilka strategier som företaget skall jobba efter och tillsammans vidareutveckla dessa strategier. Det kan vara relativt komplext att analysera strategier därför är det viktigt att entreprenören har tydliga strategier som riskkapitalisten kan få inflytande och kontroll på.⁵¹

Det största problemet som uppstår i det här läget är att aktörerna på marknaden inte har samma information. Allt som oftast sitter ena aktören med mera och bättre information än vad

⁴⁹ Camp, 68-70.

⁵⁰ Ibid., 88-90.

⁵¹ Ibid., 65-67.

3 Teoretisk referensram

den andra parten gör. Inom riskkapitalbranschen uppkommer asymmetrisk information genom att entreprenören vet mer om sitt företag och kan styra information till riskkapitalisten som är intresserad av att investera i företaget.

Informationssymmetri kan leda till negativa urval på marknaden genom att entreprenören har informationsövertag på investeraren beträffande det egna företagets starka och svaga sidor. Det kan leda till att hela marknaden förstörs eller att den minskar till ett negativt urval med dålig kvalitet. Detta kan illustreras med ett exempel:⁵²

När riskkapitalisten ska investera i ett företag gör vi ett antagande att det bara finns två sorters företag, bra företag och dåliga företag. Detta ger då att vi vet att sannolikheten för att vi ska lyckas köpa ett bra företag är λ och det ger då sannolikheten $1-\lambda$ för att det är ett dåligt företag som riskkapitalbolaget investerar i. Investerarna kan på förhand inte skilja de två kvalitéerna på företagen åt utan det enda de vet är att de är intresserad av att köpa ett företag. Investerarna är beredda att investera w^H kronor för ett bra företag och w^L kronor ($w^L < w^H$) för ett dåligt företag. Entreprenören som säljer delar av företaget vet vilken kvalitet det är på företaget och de vill minst ha v^H kronor ($v^H > w^H$) för att sälja ett bra företag och för dåliga företag nöjer de sig med v^L kronor ($v^L > w^L$). Om det fanns olika marknader för företag av olika kvalitet skulle varje pris mellan v^L och w^L kronor (mellan v^H och w^H kronor) göra ömsesidigt fördelaktiga transaktioner möjliga mellan entreprenören och riskkapitalisten på marknaden för dåliga (bra) företag. Det skulle resultera i att alla skulle göra ömsesidiga fördelaktiga affärer och det skulle vara mest samhällsekonomiskt. Dock eftersom inte investeraren kan skilja på bra och dåliga företag så säljs det ändå många dåliga företag på marknaden bland de bra företagen. Därför blir det en blandad marknad av bra och dåliga företag vilket leder till att investerarna högst vill betala $\bar{w} = \lambda w^L + (1-\lambda)w^H$ för ett företag som sälja på en gemensam marknad. Om då entreprenören som ska sälja sitt företag har ett för högt reservationspris för ett bra företag som är högre än vad som genomsnittligen betalningsviljan på marknaden, $v^H > \bar{w}$, så kommer det leda till att inga bra företag bjuds ut på marknaden och då kommer marknaden att vara dominerad av dåliga företag.⁵³

Det är ett fenomen som ofta sker på nya marknader då investerare inte har samma insikt i vad framtida lönsamheter inom marknaden kommer att kunna ge för sådana företag. Det som då sker är att företag av låg kvalitet (sämre än marknadsgenomsnittet) övervärderas av marknaden medan företag med bra kvalitet undervärderas då de värderas till samma pris eftersom entreprenören är den som håller inne på informationen om det är ett företag med låg eller hög kvalitet. Det bidrar till att lågkvalitativa företag tenderar att växa snabbare på marknaden och då blir mer angelägna att göra nyemissioner som skapar nya pengar och marknaden kommer då att domineras av de lågkvalitativa företagen som blir övervärderade och säljarna kan tjäna snabba pengar på företagen innan bubblan spricker och priserna faller på företagen.⁵⁴

Ett annat exempel är Grossman-Stiglitz-paradoxen som också visar att en marknad inte kan vara helt effektiv på information. Om marknadspriserna skulle spegla de rätta priserna genom den informationen som finns så skulle ingen aktör bry sig om att få fram den information som priserna ska spegla eftersom det inte är lönsamt. Fast om alla aktörer var helt ointresserade av

⁵² George A. Akerlof, "The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, August, (1970): 490-492.

⁵³ Ibid., 490-492.

⁵⁴ Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have" *Journal of Financial Economics*. Vol. 13 (1984): 214-215.

3 Teoretisk referensram

att skaffa fram information skulle det för en enskild aktör vara väldigt attraktivt att på egen hand skaffa den informationen och på det sättet få ett informationsövertag vilket skulle leda till att fler gjorde det. Det går att konstatera att det inte finns några informationseffektiva jämvikter och därför kan inte priserna spegla exakt det informationsflöde som finns på den aktuella marknaden.⁵⁵

3.1.4 Förhandling

När riskkapitalisten har funnit en intressant investering att göra återstår det förhandlingar. Investeringen genomförs bara om riskkapitalisten och entreprenören kan komma överrens om ett ömsesidigt acceptabelt investeringsavtal. Utifrån riskkapitalistens sida har avtalet flera olika syften. Det ska reglera vilket pris investeringen ska kosta, alltså hur stor del av aktierna i företaget som riskkapitalisten ska få i utbyte mot de investerade pengarna. Sedan ska det innehålla överenskommelser som reglerar och skyddar riskkapitalisten från att entreprenören handlar upp kapitalet eller att det betalas ut för stora löner till ledningen. Det innehåller även överenskommelser som gör så att riskkapitalisten kan ta kontroll över styrelsen, tvinga fram förändringar i ledningen, fusioner, förvärv eller bestämma att företaget ska gå publikt även om riskkapitalisten sitter i minoritetsposition.

Investeringsavtal kan ha olika struktur beroende på vilken typ av investering det är fråga om. Vid investeringar i tidiga utvecklingsfaser där det generellt sätt är fråga om mindre belopp kan investeringsavtal vara mer eller mindre enkelt utformade. Är det fråga om större belopp är investeringsavtalet mer detaljerat och har ett större omfång.⁵⁶ Investeringsavtalet är inte obligatoriskt att göra men allt som oftast så väljer företagen att teckna ett investeringsavtal. Om det inte tecknas något investeringsavtal så gäller aktiebolagslagen, som reglerar den fortsatta driften och ägandet i företaget. Syftet med ett investeringsavtal är generellt sätt att försäkra riskkapitalbolagets rättigheter som denna annars inte hade haft om ett avtal inte upprättats.

Investeringsavtalet kan innehålla punkter som reglerar och förhindrar utspädning av aktierna. Sedan kan investeringsavtalet även innehålla avtal om hur stor del av aktierna entreprenören ska ha och om hans andel ska öka eller minska beroende om vissa prestationsmål uppnås eller inte uppnås. Genom det kan riskkapitalisten avgöra vilka förväntningar entreprenören själv har på företaget beroende hur hårda prestationskrav som de går med på.⁵⁷

Ett investeringsavtal består av två olika typer av avtal, ett avtal behandlar teckning av aktier och teckning av andra eventuella värdepapper och det andra avtalet behandlar aktieägaravtal. Teckningsavtalet reglerar frågor som rör emission, andra eventuella garantier och om en riktad nyemission till riskkapitalbolaget. Det är också en förteckning över vad riskkapitalbolaget ”köper” så som patent och immateriella rättigheter, företagens ekonomiska ställning etc. som tillhör företaget. Teckningsavtalet regler som oftast även vad som händer om företaget inte levererar vad det lovat att leverera. Teckningsavtalet är mer eller mindre ett komplement till aktieägaravtalet.⁵⁸ Avtalet innehåller generellt sätt även bestämmelser om rättigheter och skyldigheter i företaget och garantier för vissa påståenden som är viktiga att

⁵⁵ Michael Rothschild and Joseph J. Stiglitz, “Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information” *Quarterly Journal of Economics* 90, 629.

⁵⁶ Nyman, 88.

⁵⁷ Sahlman, “The structure and governance of venture capital organizations”, 489-496.

⁵⁸ VA-R438, Från såddkapital till börsintroduktion: Hur Du som tillväxtentreprenör hanterar investeringar, (Stockholm: Connect Sverige, 2000,) 27.

3 Teoretisk referensram

dessa är korrekta.⁵⁹ Därutöver innehåller teckningsavtalet en del bestämmelser om beslut om emissioner som i regel ligger på bolagsstämman. Kravet på att bolagsstämman skall ta beslut om nyemission dock medför det inga direkta praktiska problem eftersom det i regel är ytterst få aktieägare.⁶⁰

Aktieägaravtalet reglerar frågor som rör ägandet och den driften som är hänförlig till tillväxtföretaget och därmed sammanhängande frågor. I särskilda fall upprättas och undertecknas två olika typer av avtal medan i andra fall regleras både frågor rörande ägandet och emissionen i ett och samma avtal.⁶¹ Entreprenören bör försöka reglera i aktieägaravtalet hur senare finansieringsomgångar bör ske för att undvika att hamna i utpressningssituationer och bli tvungen att sälja ut stora delar av företaget för att få in finansieringskapital. Aktieägaravtalet kan också reglera huruvida riskkapitalbolaget skall ha mer inflytande än normalt sätt vid ett minoritetsägande. Detta är nödvändigt för att kunna få en tydlig bild och kontroll av inflytandet från både riskkapitalbolagets och tillväxtföretagets sida. Denna kontroll är ett verktyg för att få företaget att utvecklas och i vissa fall framtvinga en exit när det blir aktuellt.⁶²

Kontrollen och ledarskapet som riskkapitalisten utövar i verksamheten är i regel baserat på hur finansiering är strukturerad och vilken typ av inflytande som riskkapitalisten tänkt utöva. Möjligheterna att lyckas kunna rekrytera potentiella medarbetare vid behov är en annan del som riskkapitalisten kan bidra med. Riskkapitalisten har som oftast ett stort kontaktnät och en förmåga att lyfta fram kompetenta medarbetare som är bra för entreprenörens verksamhet.⁶³

En av de viktigaste delarna att lösa i samband med kontraktsskrivningen är problemet med moral hazard som kan uppstå i ett förhållande mellan riskkapitalisten och entreprenören. Riskerna som finns i relationen mellan riskkapitalisten och entreprenören är att entreprenören är mindre varsam med det investerade kapitalet eftersom känslan uppstår att det inte är entreprenörens egna pengar som uppstår. Entreprenören kan då börja äventyra investerarens pengar genom att ta större risker för att chansa och uppnå stora vinster vilket skulle resultera i större vinster för entreprenören själv. Skulle inte chansningen gå hem är det i stora delar investerarens pengar och inte entreprenörens som förloras och därför kan det hända att entreprenören tar de riskerna. Detta kan göras genom att det skrivs ett kontrakt mellan riskkapitalisten och entreprenören som är till för att riskkapitalisten ska överföra en del av riskerna till entreprenören. Genom att basera kontraktet på entreprenörens insats så blir han mer delaktig och ansvarig för hur det går i företaget och han får mer incitament att dra åt samma håll som riskkapitalisten. Dock är oftast inte kontrakt ensamt tillräckligt för att minimera riskerna i förhållandet mellan riskkapitalisten och entreprenören utan det behövs andra former av övervakning för riskkapitalisten också.⁶⁴

Ett annat sätt är att reglera moral hazard-problemet genom kontraktsskrivning är att minska entreprenörens inflytande och handlingsfrihet genom att ha flera investeringsrundor och på så sätt måste entreprenören leverera för att kunna driva företaget vidare. Stegrad finansiering kan uppnå hög effektivitet, speciellt för mycket lovande företag och förutom fördelarna med

⁵⁹ Nyman, 94-95.

⁶⁰ Nyman, 91.

⁶¹ Nyman, 88-89.

⁶² IVA-R438, Från såddkapital till börsintroduktion: Hur Du som tillväxtentreprenör hanterar investerare, 27.

⁶³ Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations", 506-507.

⁶⁴ Lois Gomez-Mejia and Robert M. Wiseman, "Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook" *Journal of Management*, Vol. 23, No. 3 (1997): 295-301

3 Teoretisk referensram

reducerad risk så spelar det en mycket viktig roll i att kontrollera moral hazard. Framförallt leder stegrad finansiering fram till högre arbetsinsats och engagemang av entreprenören.⁶⁵ Anledningen till att de uppnår en högre effektivitet med stegrad finansiering är att eftersom små tillväxtföretag i början av sin utveckling, när riskkapitalister kliver in i företaget är det svårt att förutse kapitalbehovet. Med stegrad finansiering är riskkapitalisten med i utvecklingen i bolaget och lär sig då mer om företaget och entreprenören än vad han kunde få reda på innan han gick in med första investeringen och genom det kan riskkapitalisten optimera pengaflödet till investeringsobjektet under tidens gång.⁶⁶

Fast problemet är tvådelat, det är nödvändigt att garantera att riskkapitalisten får kompensation för hans investering i ett tidigt skede med tanke på risken i investeringen. Dock med små investeringar i de första investeringsrundorna så kommer riskkapitalisten att drabbas av utspädning av sin investering och därför gäller det att ställa hårda krav på entreprenören. Men risken är då att sätta för hårda krav på entreprenören och det hindrar utvecklingen av företaget. Det drabbar speciellt företag som inte har den starkaste tillväxten från början.⁶⁷ Då är det bättre med en stor grundinvestering istället då risken är mindre att de underinvesterar från början och på så sätt undviker de att aldrig får den utveckling de vill i företaget.⁶⁸

3.1.5 Efterinvesteringsaktiviteter

Så fort affären har blivit påskrivnen går riskkapitalisten ifrån rollen att vara investerare till att vara samarbetsparter. Den nya rollen kan vara genom att sitta med i styrelsen för företaget eller i en mer inofficiell roll där han hjälper till med nätverk av leverantörer och borgenärer. Hur involverad riskkapitalisten är i verksamheten varierar från olika riskkapitalbolag men vanligtvis är de inte involverade i den dagliga driften så länge det fungerar som det ska.

Riskkapitalisterna använder sig av hands on strategier i tidiga skeden för tillväxtföretag där företagen är i tidiga utvecklingsfaser. Hands off strategier används i mer mogna företag som har en stabil verksamhet. Detta har en naturlig koppling till risk, ett moget företag är inte lika riskfyllt att investera i och behöver därför inte styras lika hårt av riskkapitalisten, därav hands off strategin. Då yngre tillväxtföretag innebär en större risk att investera i så vill i regel riskkapitalisten styra och kontrollera företaget och då är hands on strategin fördelaktig. Beslutet att använda hands on strategin kräver också att riskkapitalisten har den kompetens att bedöma förslag till beslut och åtgärder som behöver göras för att lösa problem i tillväxtföretaget.⁶⁹

Det viktiga för riskkapitalisten vid investeringar i ett sådant tidigt skede i ett företag är att se till att entreprenören får kapital för att kunna fortsätta utveckla företaget. Kapitalet används till att utveckla och testa produkten och prototypen och även till att testa marknadsföra produkten för en utvald testgrupp. Detta görs för att testa om produkten har någon framtid för marknaden. Det kan även vara dags att utforma en ledning för företaget och utveckla affärsplanen för de pengar de får i ett inledande skede.⁷⁰

⁶⁵ Susheng Wang and Hailan Zhou, "Staged financing in venture capital: moral hazard and risks" *Journal of Corporate Finance*, 10 (2004): 147-148.

⁶⁶ Tykvová, "What do economists tell us about venture capital contracts?", 75.

⁶⁷ Rafael Repullo and Javier Suarez, "Venture Capital Finance: A Security Design Approach", 31.

⁶⁸ Wang and Zhou, "Staged financing in venture capital: moral hazard and risks" 147-148.

⁶⁹ Mikael Höök och Mathias Pettersson, "Venture capital-företags tillvägagångssätt vid investering och styrning av portföljbolag" Luleå: Luleå Tekniska Universitet, 2002, 14-16.

⁷⁰ Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations", 479.

3 Teoretisk referensram

Det första steget i implementeringen involverar ingen produktion för försäljning utan det handlar istället om ett litet kapital som sätts in av en riskkapitalist hos en entreprenör för att kunna utvärdera vilka idéer som de ska fortsätta att satsa kapital på. Idén kan handla om någon ny teknologi, forskning eller produkt för en ny marknad och då kan investeringen användas för att bygga en första prototyp under detta inledande steg som senare kan användas för att sälja produkten.⁷¹ Det första verkliga avgörandet för tillväxtföretaget och produkten kommer när prototypen är klar. Är inte prototypen tillräckligt utvecklad eller bra kommer riskkapitalisterna inte att fortsätta investera i projektet när företaget har kommit så långt. Även marknadsstudierna måste se tillräckligt bra ut så att ledningen kan ta ett beslut om att börja tillverka och distribuera produkten till handeln. Företag som är i det här skedet av utvecklingen kommer högst troligt inte att vara lönsamma och måste kompensera det med en bra prototyp och goda marknadsrapporter.⁷²

Tycker riskkapitalbolaget att prototypen och marknadsrapporterna ser bra ut så är det dags för nästa steg i implementeringen och börja sälja de första produkterna. Går det bra börjar företaget att få in feedback från marknaden om produkten och utifrån det kan de börja förutspå framtiden och kunna beräkna på vilka faktorer i produkten som avgör hur snabbt och hur mycket av produkten som kommer att kunna sälja. Företaget är troligen fortfarande inte lönsamt eller kanske kan det precis börja visa ett nollresultat men troligen behöver företaget mer kapital i det här skedet för att kunna köpa maskiner och råvaror för att kunna öka produktionen.⁷³

Nästa steg är när försäljningen av produkten snabbt börjar växa och företaget kommer troligen att kunna visa upp positiva siffror och börja bli lönsamt för ägarna och investerarna och riskerna med projektet minskar i och med det. Det ska i detta skede på lång sikt innebära en förväntad avkastning till riskkapitalisten. Då är det dags för en ny investeringsomgång eftersom företaget har fått en sådan snabb tillväxt så kan inte företaget försörja sig själv då det behövs ännu mer maskiner och råvaror för att leverera ännu mera produkter.⁷⁴ Företaget fortsätter att växa och behöver fortfarande externa investeringar för att kunna expandera men nu när företaget har kunnat börja visa upp positiva siffror och har en fortsatt växande produktion så behövs det kanske inte riskkapital längre för att expandera utan företaget kan välja om de ska ta in ännu mer riskkapital eller vända sig till en bank och finansiera den utökade produktionen den vägen då det finns fasta tillgångar att ge som säkerhet. Det kan vara en fördel att välja mer banklån som finansieringsmetod i det här läget för att förhindra utspädning av stamaktier. Trots den positiva utvecklingen för företaget så är det troligen fortfarande ett par år innan det är dags för riskkapitalisterna att hämta in sina vinster.⁷⁵

Relationen mellan riskkapitalisten och entreprenören är en form av partnerskap som är speciellt utformat efter hur riskkapitalisten vill att relationen ska vara med finansiering och inflytande. Detta partnerskap utvecklas kontinuerligt under tiden som riskkapitalisten har ett betydande inflytande på entreprenörens verksamhet och den förhandling som fortgår för kommande investeringar eller exit.

Agentkostnader uppstår när en riskkapitalist lämnar över kontrollen över företaget till en entreprenör vilket gör att det ges möjlighet för entreprenören att mer intressera sig för sina

⁷¹ Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations", 479.

⁷² Ibid., 479.

⁷³ Ibid., 479.

⁷⁴ Ibid., 479..

⁷⁵ Ibid., 479.

3 Teoretisk referensram

egna ekonomiska intressen eller ägna sin tid till något annat än att göra det bästa för företaget och de pengar investeraren har investerat i bolaget. Ett sätt att möta det här problemet är genom att ge entreprenören incitament för att göra ett bra jobb och bestraffas om han inte sköter sitt jobb. Detta kan genomföras genom att övervaka entreprenören med hjälp av information och monitoring. Informationen används för att signalera aktiviteter i firman men ett problem är att det kan uppstå störningar på signalen och att det inte stämmer överrens med hur verkligheten ser ut i företaget. Entreprenören kan istället dra fördel av att kunna styra informationen till riskkapitalisten och på det sättet utnyttja riskkapitalistens brister av att kunna övervaka entreprenörens handlingar. Detta genom att till exempel kunna beräkna chanserna för att upptäcka riskerna att bli påkommen med att inte ha något att göra när riskkapitalisten kommer för sina besök och istället se till att just då ha mycket att göra vid dessa tillfällen.⁷⁶ Ett sätt för att kunna minska riskerna är att genom ett optionsprogram för entreprenören vilket gör att han känner sig mer delaktig och ansvarig för sin egen ekonomi då han svarar för både företaget och sina egna optioner.⁷⁷

Ett annat sätt att minska risken för moral hazard under arbetets gång är att ha en genomarbetad övervakning av företaget och entreprenören. Det kan utföras genom att riskkapitalbolaget deltar aktivt i alla verksamhetsområden som strategiuppläggning, budgetering, marknadsföring, information. Även omorganisation av ledningen kan minska möjligheterna till moral hazard på företaget. Forskning visar att framgångsrika riskkapitalister oftare tar en aktivare roll i monitoringen.⁷⁸

3.1.6 Exit

Nu har tillväxtföretaget kommit till en punkt när det är dags för riskkapitalisterna att få utdelning och avkastning för de risker de har tagit under vägens gång genom att investera i tillväxtföretaget. När det börjar dra ihop sig för en exit i form av att bli publikt eller någon typ av fusion eller förvärv så tar riskkapitalisten en mer aktiv roll för att hitta en lämplig köpare som köper till rätt pris och riskkapitalisten kan därmed optimera vinsten.⁷⁹

Riskkapitalbolaget börjar utarbeta formerna, strategier och tidpunkten för en exit men det krävs fortfarande investeringar för att kunna bibehålla den ökade tillväxten för att kunna göra en exit som ska vara lönsam med ett maximalt värde på tillväxtföretaget. Beroende på hur börsmarknaden ser ut för branschens aktier kan tidpunkten för att kunna sälja aktierna variera avsevärt och det kan vara svårt att planera en försäljning på lång sikt. Säljtillfället är också beroende på ränteläget och tillgång till finansiering och finansierare på marknaden för att kunna maximera försäljningssumman och därmed vinsten. Vid den här finansieringsrundan kan det vara så att de riskkapitalister som var med från början köps ut av större aktörer eller så kan det ske en omfördelning mellan olika riskkapitalister.⁸⁰

Det finns fem olika tillvägagångssätt när ett riskkapital skall göra en exit, (1) IPO (Initial Public Offering) där riskkapitalisten går ut på marknaden och säljer delar av företaget till allmänheten. Betalningen kan gå till på olika sätt så som likvider, aktier i företaget eller ett

⁷⁶ Reid, "The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry", 292-293.

⁷⁷ Lois Gomez-Mejia and Robert M. Wiseman, "Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook" *Journal of Management*, Vol. 23, No. 3 (1997): 295-301

⁷⁸ Tykvová, "What do economists tell us about venture capital contracts?", 67-68.

⁷⁹ Tyebjee and Bruno, "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", 1054.

⁸⁰ Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations", 479.

3 Teoretisk referensram

korttidslån.⁸¹ (2) Riskkapitalbolaget säljer hela tillväxtföretaget till ett annat företag och därmed så kommer ett större bolag att investera i tillväxtföretaget. I regel är det väldigt stora och etablerade företag som köper tillväxtföretag för att få möjlighet att komma åt forskning och teknologiskutveckling till ett etablerat företag. Betalningen kan även här ske genom aktier, tillgångar, andel av företagets portfölj eller motsvarande. (3) Tillväxtföretaget säljer en del av aktierna som ingår i företagets portfölj, detta kan innebära att entreprenören kan mista sin kontroll och sitt inflytande över verksamheten då stora etablerade företag kommer att äga en stor del och därmed ha ett stort inflytande på tillväxtföretaget. (4) Buy-back eller buy-out dvs. när entreprenören i tillväxtföretaget köper tillbaka den del som riskkapitalbolaget har fått igengäld (aktier) för den investering som är gjord. (5) En rekonstruktion, likvidation eller konkurs av företaget som är det värsta scenariot som en riskkapitalist och entreprenör kan hamna i. Detta kan bero på många faktorer men framförallt att verksamheten inte är lönsam att fortsätta driva.⁸²

- Statliga riskkapitalister har färre ”trade sale” strategier men mer buybacks och oklarare exit strategier.
- Privata riskkapitalister har mer ”trade sale” strategier men färre buybacks och betydligt klarare exit strategier.

Av tidigare forskning så har det framkommit att statliga riskkapitalister och privata riskkapitalister skiljer sig mest åt vad det gäller exit strategier. De har visat sig att statliga riskkapitalister tenderar att ge entreprenören större möjlighet att få större kontroll efter en exit då statliga riskkapitalister väljer att sälja tillbaka sin del till entreprenören och därmed ger det entreprenören hela kontrollen i företaget. Privata riskkapitalister säljer i större omfattning sin del till andra etablerade företag och därmed får entreprenören mindre kontroll och inflytande över företaget.⁸³

Enlig forskning är IPO's strategier vid en exit den mest lukrativa försäljningsmetoden när det gäller högt värderade tillväxtföretag och är det som genererar mest pengar vid en försäljning och det är det som ligger i riskkapitalistens och entreprenörens intresse när bolaget ska säljas. Detta för att båda parter i regel har investerat eget kapital i företaget som de vill få avkastning på samt att båda är intresserade av ett maximalt värde på tillväxtföretaget vid en exit.⁸⁴ Det är även så att riskkapitalisten och entreprenören kan ha olika åsikter om när det är aktuellt för en exit och detta är en förhandlingsfråga från båda parter dock har riskkapitalisten störst inflytande och tar därmed det avgörande beslutet.⁸⁵

⁸¹ Sahlman, "The structure and governance of venture capital organizations", 479

⁸² Anders Isaksson, "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", *Venture Capital: A European Perspective*, (2006): 145-147.

⁸³ Isaksson, "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", 148.

⁸⁴ Cumming, Douglas J., and Jeffrey G. MacIntosh. "Venture Capital Exits in Canada and the United States". Working Paper. University of Alberta and University of Toronto, (2002): 103-104.

⁸⁵ D. Gordon Smith, "The Exit Structure of Venture Capital" *UCLA Law Review*, Vol. 53, No. 315 (2005): 358.

4 Empiri

4.1 Intervju med SEB Företagsinvest

Inledande om SEB Företagsinvest

SEB Företagsinvest är en liten enhet inom Skandinaviska Enskilda Banken och enheten har 15 personer anställda av totalt de 20000 som är anställda inom SEB och är alltså en väldigt liten del av det totala SEB. SEB Företagsinvest startades 1995 och sedan dess gjort runt 100 transaktioner om de räknar investeringar och exits. Under de åren har de sålt drygt 30 bolag, både till börsnoterade företag och andra industriella köpare. Idag har de drygt 40 portföljbolag inom två huvudområden, teknologibolag och bioteknik.

Teknologibolagen ska ha någon unik teknologi som är värd att satsa på. Det kan vara företag med IT-lösningar eller industriella applikationer som på något sätt skapar en unik och uthållig konkurrensfördel som de tror att de kan bygga upp ett värde på. Andra delen är bioteknik som är mer forskningsinriktad även om de kan ha kommit en bit på väg i form av produkt. För att hitta bolag och ha expertis på områdena har SEB Företagsinvest två personer anställda, den ena är kardiolog och jobbar med att hjälpa dem att hitta rätt och att utvärdera bioteknik delen. På teknologi-sidan har de en person som har tio års erfarenhet från Ericsson och är disputerad kärnfysiker. Han hjälper dem med att scouta efter rätt företag och positionera företagen rätt i teknologifrågor. SEB Företagsinvest jobbar även en del med industriinvesteringar i etablerade och mogna bolag som har kommit en bit på väg i utvecklingscykeln och omsätter i storleksordningen ett par hundra miljoner.

SEB Företagsinvest har inte gjort många buy-out affärer och inte heller några lånefinansieringar men det finns kapacitet för det i banken om det kommer upp några lämpliga objekt. De har 1,2 miljarder som används för att investera och utav de pengarna kommer alltihop från banken. Det är bankens egna pengar och det fungerar som en checkräkningskredit där de lånar pengar ifrån när de behövs till investeringar. De är alltså ingen fond som är den vanliga strukturen för riskkapitalbolag utan är en enhet i banken. Det är en stor skillnad mot andra riskkapitalbolag då de flesta riskkapitalbolag har en fondstruktur och de är beroende av att hitta finansiärer till sin fond vilket tar dyrbar tid. Dessutom medför det att de har tidsbegränsade perioder att jobba med när det gäller investeringar och exits. Det kan både vara en fördel och en begränsning att jobba på det sättet men SEB Företagsinvests erfarenhet säger att det är bra att ha den flexibilitet som de har med banken i ryggen. Flexibiliteten är bra de gånger som tillväxtföretagen inte utvecklas så snabbt som de hade förväntat sig men ändå känner att det finns potential i bolaget och då kan det vara dumt att vara styrd av tidsbegränsning i en fondstruktur. Då är det bättre att vara kopplad till en bank och ha stor flexibilitet som passar det speciella investeringsobjektet.

Hur ser SEB Företagsinvests bild ut om hur investeringsprocessen ska gå till?

SEB Företagsinvest har en skiss över hur investeringsprocessen ska gå till ur ett teoretiskt perspektiv. Det första steget är att de ska få kontakt med tänkta investeringsobjekt vilket vanligtvis kan ske på fyra olika sätt. Det ena är att entreprenören själva tar kontakt med SEB Företagsinvest och presenterar förslag på en affärsidé som de vill att SEB Företagsinvest ska investera pengar i. Det andra är att de får tips om investeringsobjekt genom någon syndikerings eller saminvesterare som säger att de har ett objekt som kan vara en bra investering. Det tredje är att de får tips genom banken eller från ett bankkontor om ett bra

4 Empiri

investeringsobjekt. De kan även själva hitta investeringsobjekt på mässor och konferenser som de tycker är intressant och det är ett proaktivt sätt.

SEB Företagsinvest investerar inte i andra länder som Östeuropa och inte heller i marknader som fastigheter och byggbranschen. Att de inte investerar i dem är för att avgränsa sig och kan inte investera i allting och de vill hålla sig inom Sverige och norden som de har stora erfarenheter av. Östeuropa är en svår marknad som de inte känner till speciellt bra och olja och gas som är det stora i Östeuropa är alltid en svår sektor att jobba med. Sådana branscher som drivs av regleringar och lagar är väldigt svåra. Miljörelaterade branscher som påverkas av direktiv och någon tänkt lagstiftning till exempel sju år bort, de tycker att det är dumt att hamna i en sådan svår situation som är beroende på politiska beslut. De har någon investering i Schweiz och i Danmark annars har de gjort sina investeringar i Sverige. De har tittat på objekt i Norge och Finland men inte hittat några lämpliga objekt där.

Det vanligast är att de får in propåer från entreprenörerna själva. Av runt två hundra propåer per år som de får in tackar de nej till det stora flertalet direkt och de gör 4-5 investeringar per år i genomsnitt, vilket gör runt en av femtio av de propåer som de får in och som de sedan gör en investering i. De flesta som de tackar nej till beror på att de inte uppfyller SEB Företagsinvests investeringskriterier eller att de känner att det är något annat som inte känns rätt. Investeringskriterierna är att investera mycket i personerna kring bolaget. Det ska finnas ett management och det ska kännas att de kan orka ha att göra med entreprenörerna de närmsta åren både dag och natt, både i problem och i framgång vilket är viktigt för dem. Utöver det ska det finnas en skalbarhet i investeringsobjektet och det ska vara ett produktföretag, alltså inte ett konsultbolag. Produktionsföretaget ska ha någon uniktet och konkurrensbarhet på något sätt som kan skapa ett värde i företaget. Skalbarhet menas med att det ska gå att sälja på flera marknader och till exempel inte bara kan sälja det till skogsföretag i norrland utan det ska gå att rulla ut det i norden och sedan i världen, då kan det attrahera fler köpare och det finns fler exitmöjligheter.

Sen träffar de entreprenörerna och det är viktigt med det första mötet för att få intryck och se att de inte bara kan svara på deras frågor utan också att entreprenörens affärsmodell, deras affärsidé, deras sätt att ta betalt och hur långt de har kommit i utvecklingen. Det är viktigt för att ge rätt känsla att det här är något de kan göra något bra av. De tittar även på hur entreprenörerna uppför sig och interaktionen mellan varandra om de är flera, att de inte avbryter varandra och hur långt de har kommit i att bygga en riktig ledningsgrupp som kompletterar varandra. Entreprenören måste också förstå sin roll och vara mentalt beredd på vilken omställning de står inför när de tar in riskkapitalbolag som sitter med vid styrelsemöten och ställer massa krav. Efter det första mötet med entreprenören har SEB Företagsinvest ett internt möte som de kallar IC-1 (Investment Comitted 1) där de samlas och vrider och vänder på det aktuella tillväxtföretaget och diskuterar möjligheterna om bolaget och bestämmer om de ska gå vidare med affären eller lägger ner den. Om det första mötet med entreprenören gick bra och det känns bra internt följer sedan flera möten där det ställs djupare frågor om hur entreprenören ser på marknaden, produktutvecklingen, finansiella läget och affärsplanen.

Om de bestämmer sig för att köra vidare och det känns fortsatt bra efter dessa djupare diskussioner med entreprenörerna går riskkapitalbolaget vidare med att ta fram preliminary due diligence och proposal for term sheet och lägga fram ett förslag på ett term sheet till entreprenören. Term sheetet innehåller hur mycket pengar SEB Företagsinvest kan tänka sig investera och hur stor andel av aktierna de vill ha för de pengarna. Det kan även finnas regleringar på hur pengarna ska betalas ut, om allt ska betalas ut på en gång eller om det ska

4 Empiri

betalas ut i olika steg. Term sheetet är första bilden av hur affären ska gå till vilket vanligtvis skrivs kort, normalt på en till tre sidor.

Efter term sheetet har SEB Företagsinvest ett internt IC-2 möte där de svarar på nyckelfrågor de ställde under IC-1 mötet. Efter det interna mötet gör SEB Företagsinvest en mer djupgående due diligence på företaget där de tittar på alla viktiga avtal och kontrollerar om det som är sagt verkligen stämmer. De analyserar också avtalen för att se om de innehåller några risker och att inte företaget har gett bort en massa saker gratis eller om de kan bli skadeståndsskyldiga på något sätt. Det är viktiga saker att täcka in i due diligencen för att få grepp om att de investerade pengarna används på rätt sätt och att det inte finns några skumma affärer. Meningen med due diligencen är att reducera den osäkerhet och de hypoteser som kan uppstå i framtiden. En del av due diligencen är att de undersöker patenten som finns i bolaget så att det stämmer och att det är rätt ägare på dem. En annan del av due diligencen är att de granskar personen eller personerna bakom företaget, vilka är deras styrkor och svagheter för att sedan positionera det i en bild och se vad som behövs kompletteras upp. Under due diligencen kan de få fram punkter på saker som är bra och saker som måste förbättras innan det blir någon affär. Det kan då bli VD:ns första uppgift att ordna de punkterna som måste förbättras under det kommande halvåret innan de går vidare med diskussionerna om affären. När due diligencen är genomförd och eventuella brister är åtgärdade ska det tas ett slutgiltigt beslut om de ska göra investeringen eller inte. Detta beror på vad som har kommit fram under resans gång och om allt stämmer överrens med vad som förväntades eller inte.

Om tillväxtföretaget passerar due diligencen kommer det tredje steget internt vilket är att gå upp till styrelsen i SEB och få klartecken därifrån. När de går upp till styrelsen måste de vara väl förberedda och kunna svara på alla frågor som styrelsen vill ha svar på. Mötet med styrelsen blir final investment decision där det slutgiltiga beslutet om affären tas. Efter beslutet är taget hos styrelsen går arbetet vidare med att skriva ihop ett aktieägaravtal med entreprenören. Aktieägaravtalet är en förlängning och fördjupning av term sheetet där de specificerar allt som kan tänkas hända och hur inflytandet i bolaget ska se ut. Det handlar om hur många platser i styrelsen SEB Företagsinvest ska ha, när och hur uppföljningen från VD:n ska rapporteras och hur de ska följa affärsplanen. Det är det avtalet som hela investeringen bygger på och det är ganska detaljerad. Det finns även detaljer som reglerar hur aktieförsäljningar får ske externt och till vilket pris.

När aktieägaravtalet är klart läggs det åt sidan och då finns hela förhandlingen och strukturen på papper om något händer i framtiden i fall de behöver gå tillbaka till aktieägaravtalet. Normalt är de sams och jobbar på enligt planen, men följs inte planen och personer kanske beter sig på konstiga sätt och säljer sina aktier, då tas aktieägaravtalet fram och ser vad det blir för biverkningar, till exempel skadestånd. Men målet är att lägga det åt sidan när det är klart och att det inte behövs tas fram i framtiden.

Investeringsprocessen skiljer sig inte speciellt mycket beroende på om det är ett mer moget bolag eller ett ungt tillväxtföretag det handlar om utan det är samma typ av process men däremot skiljer sig djupet på frågorna de ställs inför. I ett moget bolag finns det mer synlighet där de har historiska resultat och balansräkningar att basera sin värdering på vilket reduceras antal hypoteser som kan inträffa. I ett tillväxtföretag är det mycket mera hypoteser och det mesta får byggas på uppskattningar. Det är det som skiljer sig mot mogna företag där de går djupare i vissa frågor men i princip är det samma.

Hur ser förhandlingen ut med entreprenören?

Förhandlingen ligger dels på term sheet nivå och sedan på aktieägaravtalsnivå. Värdering och pris är en sak men sen är det också garantier som det blir mycket diskussion om. Garantier är något som SEB Företagsinvest kräver att entreprenören ställer ut, att det som de säger är som det är och om det inte är som de säger, vad händer då? Det blir vanligtvis vite och skadestånd på x och y kronor och en entreprenör som har satsat allt han äger är väldigt angelägen om att inte drabbas av det och är därför angelägen om att allt ska stämma.

De känner ganska snabbt om det inte stämmer när de sitter vid förhandlingsbordet och de kanske inte får svar på de frågor som de ställer till entreprenören tillräckligt snabbt och känslan är att de hellre vill vara ute och segla och då hittar de inte varandra. Det är väl den stora viktiga frågan egentligen, utnyttjande av tiden. För varje minut de lägger ner på ett case som inte blir något så har de slängt bort tiden som kunde ha använts till att hitta ett annat case som kunnat bli något som de tjänat pengar på. Det gäller alltså att tacka nej snabbt till det som inte kan bli något. Det gör också att vi inte kan ta hur många möten som helst.

Det blir mycket förhandling om aktieägaravtalet och värdet på verkande faktorer där det kan vara så att entreprenören har en väldigt aggressiv värdering av bolagets potential och vad företaget kommer att prestera. En sådan värdering kan SEB Företagsinvest gå med på i vissa fall men då vill de ha garantier på att försäljningen lever upp till x antal miljoner som entreprenören säger i affärsplanen. Om den inte lever upp till de förutspådda försäljningssiffrorna inom en tidsbestämd period vill SEB Företagsinvest bli kompenserade med till exempel mer aktier eller någon annan värdejusterande metod då företaget är mindre värt än om de hade kunnat visa upp de förväntade försäljningssiffrorna.

Det kan då uppstå en diskussion om att SEB Företagsinvest inte tror på entreprenören och att de bara är ute efter större andelar och entreprenören säger att han är rädd att han kan tappa sitt engagemang och incitament att jobba med bolaget om riskkapitalisten bara är ute efter större och större andelar. Det gäller då att förklara för entreprenören att om de presenterar en affärsplan ska den vara rimlig så att den kan uppfyllas och är den inte det ska de inte presentera en sådan affärsplan utan någon annan affärsplan med siffror som är rimliga att uppnå. Står entreprenören ändå fortfarande fast vid den aggressiva affärsplanen som kan kännas ansträngd ska de inte säga att de blir straffad utan att de får stå för det om det blir en avvikelse. Entreprenören kan då kontra med att han istället vill bli kompenserad på något sätt om det blir bättre än den aggressiva affärsplanen. Då får de föra en diskussion om det och komma till någon lösning.

Aktieägaravtalet brukar vara runt 20-30 sidor upp till 100 sidor med bilagor som bekräftar att saker är som det är och med garantier och så som vi gått genom tidigare. Sen brukar det även finnas med en bilaga som är om transaktionsavtalet, investeringsbilagan som innehåller datumet då allting ska skrivas på, hur aktier byts och vilket konto pengarna ska sättas in på. Det är en separat bilaga som beskriver dessa saker.

Vilket tidsperspektiv sträcker sig en investeringsprocess?

Den snabbaste transaktionen SEB Företagsinvest har gjort är på ett par veckor och då var mycket av due diligencen redan gjord av en annan investerare. De tar ofta hjälp av en extern firma, Ernst & Young eller någon annan revisionsfirma som tittar genom siffrorna och årsredovisningarna för att sedan komma med en rapport. Sedan får någon patentbyrå titta på patenten och det sker ofta inte på en vecka utan de behöver ofta mer tid, runt tre veckor är normalt, från att de får uppdraget tills det är klart.

Men är det gjort på förhand av någon annan aktör förkortas processen där. Men normalt tar det från någon månad upp till kanske sex månader och det som oftast tar tid är förhandlingen. Eftersom det oftast inte finns någon konkurrens har inte bolagen bråttom med förhandlingarna och de kanske håller på med någon viktig kundorder som prioriteras och om det drar ut på tiden får de flytta fram förhandlingen och det får de acceptera. Om det är konkurrens om en affär och det är fler riskkapitalister som vill investera i samma bolag, i synnerhet i mer mogna bolag där det är rådgivare inblandade, kan de bestämma sig på två veckor och genomföra transaktionen.

Men de upplever inte att det är speciellt mycket konkurrens för dem eftersom det finns få riskkapitalbolag som spelar i samma liga som SEB Företagsinvest med möjligheten att investera så mycket pengar som de kan. Det är ungefär 5-6 stycken som är i samma storlek och de har även en del gemensamma investeringar tillsammans med dem. Ibland blir det dock lite konkurrens om att göra transaktionen men det är som sagt inte ofta.

Hur värderar SEB Företagsinvest tillväxtföretag och vad är avkastningskraven?

Ekonomisk värdering används i bolag som har kommit längre i sin mognadsprocess. Där är det viktigt att titta på kassaflöden för att få en synlighet i hur bolaget går. Det finns även resultat, balansräkning och lånefinansieringskomponenter och utifrån det kan de beräkna hur mycket de kan belåna bolaget och hur det belastar kassaflödet. I mogna bolag finns det alltså en anledning att använda ekonomiska modeller för att värdera bolaget.

Att göra kassaflödesmodeller för tidiga bolag som knappt har någon omsättning och har tre år innan de första produkterna kan komma ut på marknaden blir väldigt hypotetiskt. Resultaten i modellen beror då helt på uppskattningar de gör kring bolaget och det blir oerhört hypotetiskt då. Förfinar de en kassaflödesmodell går det dock att uppnå rätt hyggliga resultat i modellerna men det finns alltid många hypoteser som kan ändra utfallet av modellerna. De håller dock inte på med kassaflödesmodeller och involverar sig inte heller så mycket i teori.

För att värdera tidiga tillväxtföretag tittar de på den troliga försäljningstillväxten, hur snabbt bolaget kan växa och vad är det för kostnadsbyggande för att kunna uppfylla den prognosen. Men själva värderingen är inte det viktigaste utan det är att de får en tillräckligt stor ägarandel och att deras pengar används på rätt sätt så att deras avkastningskrav uppfylls. Det är entreprenörerna som är kritiska från början, det är inte samma utbytbarhet i uppstarten av ett bolag som det är längre fram där de kan ha en tjänstemanna VD som inte behöver vara grundaren. Därför måste även den delen vägas in i värderingen av tillväxtföretaget.

SEB Företagsinvests avkastningskrav är IRR-mått på 30 % och de måste få ihop det inom rimlig tid. Dock är det inte bara avkastningskravet som är viktigt utan de vill även ha en vettig ägarandel som lever upp till värdet på bolaget när de investerar pengarna. Vill de ha 30 % av bolaget för 30 miljoner kronor räknar de då baklänges och får fram att värderingen på hela bolaget är 100 miljoner kronor.

Utgångspunkten är att det är samma avkastningskrav på mindre tillväxtföretag som de mer mogna företagen men det är inte alltid lätt att leva upp till. Det beror väldigt mycket på vilken typ av transaktion det är och i ett moget bolag kan de tjäna minst lika mycket pengar som i ett mindre bolag då de har olika avkastningskrav men det beror mycket på transaktionsstruktur. Det behöver inte heller vara kopplat till om det är ett moget bolag eller inte. Ibland kan det vara svårare för att det inte går att se samma tillväxt och då är det någon annan

4 Empiri

värdebyggande komponent som de får laborera med, som att de kan bli dominerande i sin nisch, kan ta ut bättre priser eller sälja bolaget på cash flow längre fram.

Målet de måste eftersträva är att deras verksamhet ska ha en IRR på minst 30 % och att det måste handla tillräckligt stora pengar i absoluta belopp för att det ska vara intressant. Det är ingen idé att investera 4 miljoner och dubbla upp dem till 8 miljoner då en sådan förändring knappt syns på balansräkningen.

Hur stor brukar SEB Företagsinvests första investering vara i bolag och hur stor ägarandel brukar de gå in med?

SEB Företagsinvest måste på ett tidigt skede få en indikation på vilka summor affären kommer att handla om så att de kan ta ställning till hur mycket pengar de förväntas investera och vad de får igen i form av ägandeandel i företaget. En normal investering brukar ligga på ungefär 25 miljoner i tillväxtföretag men de klättrar lite uppåt i kedjan och tittar mer och mer på att investera det dubbla eller ännu mer i större och mer etablerade bolag.

De äger aldrig mer än halva portföljbolaget utan de är alltid minoritetsägare. Det är för att det inte är meningen att banken ska ha en massa dotterbolag. Utifrån dessa kriterier tas det sedan fram en värdering som förhåller sig mellan hur mycket pengar de ska satsa och var bolaget befinner sig i mognadsfasen för att SEB Företagsinvest ska få en vettig ägarandel i förhållandet till den rollen de förväntas ta. De vill oftast inte ha mindre än 10 % för då får de inte den aktiva äganderollen som de vill ha vid sina investeringar.

4.2 Intervju med Creandum

Inledande om Creandum

Creandums fond fokuserar på tidiga investeringar, alltså bolag som är vid stadiet marknadsentré. Bolaget kanske har prototyper och kanske har sålt några till enskilda kunder eller kanske har bolaget en färdig produkt som de har sålt till kunder men de vill expandera med hastighet och komma snabbt ut på marknaden eller till fler antal kunder som de kan bearbeta under perioden som Creandum kommer in och investerar.

Creandum har funnits i tre år, sedan 2003, och de har 300 miljoner i sin fond som kommer från 6:e AP-fonden som är statlig investerare och från Skandia Liv som är privatinvesterare och en mindre del kommer från de anställda själva. Pengarna investerar de i tidiga teknologibolag och teknologi för deras del har en ganska bred betydelse. Det betyder för Creandum mjukvara, halvledarbolag, materialteknologi och i någon mening system för data och telecom där de har gjort ett par investeringar. Det finns ett samlingsbegrepp för det i ICT. Det har att göra med mjukvara, data och telecom.

De har gjort nio investeringar och har en ungefärlig hastighet på en investering i kvartalet. De investerar allt från en miljon kronor upp till femtio miljoner kronor i första delen historiskt sett men har rörlighet och flexibilitet. De börjar oftast med en mindre investering och hjälper företagen komma 12 till 24 månader framåt i tiden för att sedan investera mer efter den perioden. Tidshorisonten är oftast någonstans runt 18 månader som är en startsträcka som tillväxtföretaget har på sig att leverera det som de har sagt sig kunna leverera utan att behöva tänka kapitalanskaffning. Det är viktigt för att tillväxtföretaget inte ska behöva tänka hela tiden på att anskaffa nya medel.

Creandum investerar i industrier där det i ett senare skede finns köpare av bolaget. Det spelar ingen roll det är ett bolag som säljer massa av produkter men om det inte finns någon som vill köpa Creandums aktier efter 5-6 år så är det ointressant för Creandum att investera och få aktier i bolaget. Bolagets affär och aktieägarnas affär kan vara två helt olika saker i det fallet. I deras fall är de väldigt fokuserade på att köpa aktier vid ett tillfälle och sedan sälja dem vid ett annat tillfälle och då givetvis dyrare. Sen är det klart att det de gör är att hjälpa entreprenören att bygga sitt bolag för då får de ut mer värde för det vid en försäljning. Men entreprenören ska vara medveten om att när de tar in riskkapital erkänner de att riskkapitalisten kommer att sälja bolaget vidare för det är enda sättet för riskkapitalisten att få sina pengar på. Det fungerar inte att sitta och leva på avkastning även om bolaget är väldigt lönsamt och avkastar 5-8 miljoner per år och det är fantastiskt scenario om det är privata ägare men för riskkapitalistens del är det inte ett bra scenario.

Creandum investerar pensionspengar och deras fond är ett begränsat antal år. Därför kan de inte säga till sina investerare att det tog tre år längre tid än beräknat och att de behöver tre år till utan då säger investeraren i fonden att det var inte bra nyheter och så går det inte att göra. Det gör att det kan bli skillnad mot andra riskkapitalbolag som har egna pengar och inte en fond som finansierar investeringarna. Tar de ett exempel som Industrifonden som är en evergreen-fond där pengar ska räcka till att både göra nyinvesteringar och mognas för att sedan säljas och det är samma pengar de får tillbaka när de säljer bolaget och det fungerar som ett kretslopp. Så fungerar det inte alls för Creandums del, där kan approachen bli en annan.

4 Empiri

En annan sak som har lite påverkan när de ska investera är också att hur väl de kan skydda sin affär mot att andra gör samma sak, eller att någon annan kommer in och gör samma sak lite billigare.

Hur ser Creandums bild ut om hur investeringsprocessen ska gå till?

Teoretiskt sett har Creandums process flera olika steg. Stegen är sourcing, screening, preliminär due diligence och därefter har de full due diligence och slutligen har de closing. Det är de stegen som de försöker följa vid en investering. Mellan varje steg har de interna beslutspunkter som investeringsobjekten inte passerar om de inte uppfyller Creandums kriterier.

Sourcing är då de är ute och lär känna så många entreprenörer och privata investerare som möjligt i innovationsmiljöer och inkubatorer och de har fått ett brett nätverk där. De försöker se till att de får se en så stor del som möjligt av alla potentiella investeringar som finns där ute så tidigt som möjligt.

Om de tittar på alla som Creandum har varit kontakt med är det vanligare med att entreprenören kontaktar dem än tvärtom. Men om de kollar investeringar som gjorts är det en övervägande del där de själva har tagit kontakt med entreprenören. Det är sällan det är någon bra kvalitet på dem som kommer direkt till dem. Så de lägger väldigt lite tid på det som bara kommer till inboxen, men om det är någon som de känner som tipsar om ett bolag eller en person så lägger de ofta mycket mer tid på det. Om det är någon de har förtroende för så lyssnar de verkligen och det är väldigt viktigt att när de kommer till en riskkapitalist att de kommer via en referens. Av hundra som kontaktar Creandum så träffar de fysiskt 5-10 stycken. Ett möte tar 1,5-2 timmar och de ska förbereda sig innan och sedan efter det mötet kan de konstatera att de slösat bort både entreprenörens tid och deras egen. Så de vill hålla ner på möten till så få som möjligt och det finns det risk att de missar något bra bolag men det gör alla och det är risker de får ta.

Kolla de på investeringsprocessen och fördelningen av hur många företag som passerar varje steg så för vart hundrade bolag som kommer till screeningen så kommer 20 företag att komma vidare till preliminär due diligence och av dem ramlar mellan 75-90 % bort till full due diligence så att det är då mellan 2-5 företag som den görs på. Sedan av dem är det ungefär ett företag som passerar closing-beslutet och det skrivs kontrakt om investering med dem.

De har en beslutspunkt som kallas hot list som ligger mellan screening och preliminär due diligence. Enligt Creandum har alla riskkapitalbolag ett liknande upplägg. Det är ett beslut som de tar gemensamt på Creandum på ett möte som de har varje vecka. Den som är huvudpersonen i relationen med entreprenören redovisar det för de andra kollegorna. Där tas det ett beslut om hot listing av bolag, det är vissa grundläggande kriterier som ska vara uppfyllda, det handlar om team, marknad och produkt i den rangordningen som är det som de tittar på i första läget och det som de tar beslut på. Teamet ska vara exceptionella entreprenörer, de ska ha rätt nätverk, de ska helst ha gjort en liknande resa tidigare, vara av väldigt hög kaliber, de ska vara väldigt motiverade och ha förmåga att attrahera andra personer för det går inte att bygga ett bolag kring en enda person. Marknaden ska vara en stor marknad för den att om bolaget lyckas väldigt bra på marknaden och tar 5 % av världsmarknaden så ska det vara i summa av absoluta tal vara tillräckligt stor att det är attraktivt för dem. I USA är det ingen som gör en investering på en marknad som är mindre än 1 miljard dollar, i Sverige får de kanske översätta det till en miljard kronor istället. En tillgänglig marknad för bolagets produkter idag och en möjlig hypotetiskt utveckling av bolaget produktportfölj i den

4 Empiri

storleksordningen. Om bolaget tar 5 % av den marknaden så omsätter de 50 miljoner kronor. Värderar de då bolaget tre gånger omsättningen som är ganska vanligt i de branscherna de investerar i är det värt 150 miljoner kronor och då kanske deras andel i bolaget är värt 50-75 miljoner i företaget. Även om de är en fond som investerar väldigt tidigt i företagen kan de inte handla med affärer som har en absolut avkastning på mindre än 50-70 miljoner. Det är ett krav som de måste följa för annars är det för lite pengar i absoluta tal för att lägga ner någon tid på. Produkten är ju en självklar sak när de ska ta ett beslut. Det är de tre grundpelarna som måste vara avklarade och innan de tar ett hot list-beslut och sedan sätter de ytterligare en person till på caset. Om det var en ensam person som presenterade hot list-beslutet så kommer det ytterligare en person på caset så att det är två som jobbar vidare på det. Det är på grund av resurser men också för att de ska få två olika infallsvinklar på utvärderingen och att de kan växeldra förhandlingar och liknande.

Under den preliminära due diligence är det tre nya investeringskriterier som de kollar upp i bolaget. Det är inträdesbarriärer, IPR och sätt för bolaget att skapa värde och skydda det från konkurrens på ett eller annat sätt. De tittar på kundrelationen och de försöker så tidigt som möjligt att gå ut och prata med företagets potentiella kunder och i deras fall har bolagen sällan speciellt stora eller speciellt många kunder, om ens några kunder alls. Då försöker de prata med de kunder som bolaget har varit i kontakt med, för om bolaget inte har varit i kontakt med några kunder alls är de inte intressanta. Är der entreprenörer och utvecklar mjukvara så ska de bestämma vad sina utvecklare ska göra de kommande tre månaderna och om de inte då har någon idé som kommer från en potentiell kund är det osäkert om de tre månaderna tar produkten i en riktning som gör att de kommer närmare en affär.

Efter preliminär due diligence har de en beslutspunkt som de har döpt till term sheet beslut. Där presenterar personen som äger caset för resten av teamet slutsatserna från de första undersökningarna och villkoren vilken han tycker om de ska göra investeringen. Då har han redan börjat bolla med entreprenören om värdering och andra villkor på inlåsning.

Där diskuterar de det internt på vilka villkor de kan tänkas sig investera i bolaget så att alla är överrens. Det gör de för att den som äger caset ska kunna presentera det här för entreprenören och vara säker på att Creandum inte kommer att backa från det för att det är någon annan som får för sig att de inte ska göra investeringen.

När de har passerat den beslutspunkten är alla överrens om att de kan göra den där affären under de premisserna som de har diskuterat internt. Förutsatt att de kommer överrens med entreprenören görs det då en full due diligence och går genom allt som de inte har gjort innan, det som har med patent, legal och finansiell due diligence och under tiden skriver de aktieägaravtal och revisionsavtal som så småningom skrivs på.

Hur ser förhandlingen ut med entreprenören?

Aktieägaravtalet är ganska omfattande och det finns en del punkter som Creandum tycker är viktiga att ha med. De vill ha en klausul i aktieägaravtalet som gör det möjligt för dem att styra över försäljningen av bolaget, det vill säga att det kommer till den tidpunkten att bolaget har nått så långt att det går att få ut ett vettigt värde för bolaget så ska det inte finnas någon aktieägare som kan sätta sig emot försäljningen. Det är enligt aktiebolagslagen så att om de har mer än 10 % i bolaget kan de göra en massa saker för att förhindra emissioner och försäljningar men även som mindre ägare så har de vissa rättigheter och dem vill de genom att skriva avtal med de andra aktieägarna säkra sig rätten att ha inflytande över.

4 Empiri

En annan sak som är väldigt viktig är att entreprenören inte drar sig ur eller smiter efter dag ett när de tar in pengar och så checkar de ut på en gång. För mycket av det som de investerar i så här tidigt är just individen och då blir aktieägaravtalet ofta en slags inlåsning av entreprenören. Det vanliga är att entreprenören äger 100 % av aktierna från början och så säljer de till exempel 20 % av aktierna till Creandum och så sitter entreprenören med 80 %. Då är det väldigt ofta så att under till exempel en fyraårsperiod att om entreprenören slutar på eget initiativ slutar under den fyraårsperioden så får entreprenören behålla 20 % per år de stannar. Har det gått ett år innan han hoppar av så får han behålla 20 av de 80 procenten och har det gått två år får han behålla 40 av de 80 procenten och så vidare. Men låser in entreprenörerna i bolaget på något sätt och det är en annan viktig egenskap i aktieägaravtalet.

Sedan har de oftast en mekanism som skyddar investerarens pengar. Kommer två entreprenörer till dem med en bra idé och med mycket energi och de tillför pengar, om det sedan efter två år visar sig att bolaget inte riktigt flyger på den planen som de lagt upp och de bestämmer sig för att likvidera bolaget eller för att avsluta verksamheten vill Creandum att deras pengar ska ha ett visst företräde ur bolaget. Har de till exempel stoppat in fem miljoner i bolaget och att det efter två år går i konkurs och det fortfarande finns fem miljoner i bolaget då vill de inte att entreprenören tar med sig fyra miljoner av de pengarna, det vill säga sin aktieägarandel i exemplet ovan, utan de vill att de ska få en större del av pengarna då de har det som en skyldighet mot sina investerare, att skydda deras pengar.

De vill även ha inflytande över transaktioner som görs i bolaget, det handlar som sagt om att låsa in entreprenörerna i bolaget och det om att ha kontroll över bolaget även om entreprenören äger 80 % av bolaget. Det görs genom en vetolista som gör att entreprenören inte kan göra vissa saker som de inte tycker är en bra idé, till exempel kan entreprenören inte rekrytera en ny VD utan att de tycker att det är en bra idé, bolaget kan inte sälja något av sin IPR, alltså sina patent, utan att de tycker att det är en bra idé. Bolaget kan inte heller ta lån på stora belopp utan att fråga Creandum och det är för att de vill säkra sig att den här planen fungerar som de vill.

En annan del är att de inte vill att entreprenören ska konkurrera med dem i andra sammanhang. Då måste entreprenören, speciellt om de är forskare och har med er väldigt många bra innovationer med till bolaget så vill inte de att entreprenören ska kunna utnyttja dem åt något annat håll. Då vill de att all kreativitet, innovationer och affärer ska komma in i det bolaget som de har investerat pengar i. Det är också en sak som de försöker reglera i aktieägaravtalet.

Det finns också en del i avtalet som heter garantier som innehåller att entreprenören garanterar att de inte har gjort något fuffens med varken bolaget eller att de verkligen äger de aktier som de säger sig att äga och att det inte finns rättprocesser mot bolaget som inte Creandum vet om. De vill alltid ha skydd mot utspädning som till exempel om bolaget i ett senare skede måste ta in mer pengar i bolaget till en lägre värdering. Då vill de ha någon sorts kompensation för det då de har köpt sina aktier till ett för högt pris från början.

Aktieägaravtalet används väldigt sällan efter det är på skrivet vilket också klausulerna gör men det kan hända att det behövs i enstaka fall. Alla klausulerna kanske inte förekommer i alla fall aktieägaravtal men en del är väldigt viktiga för Creandum och de kan inte kliva bort från dem utan vidare.

Vilket tidsperspektiv sträcker sig en investeringsprocess?

Det varierar väldigt mycket, som hastigast har det kanske gått fem månader från första träffen/kontakten och i längsta fallet 15-16 månader fast då är det inte en 15-16 månader lång process utan det är stegvis kontakter där de kommer fram till att entreprenören måste göra det här och det här eller hitta någon ny liten skruv på sin affärsmodell för att förhandlingen ska kunna komma till nästa steg och det brukar väl inte vara jättelång period men även det kan dra ut på tiden.

Mesta delen av förhandlingen är från att de har term sheetet klart till dess de har ett påskrivet aktieägaravtal och är den egentliga delen av förhandlingsprocessen. Den varierar också mycket i tid men den tar typiskt från det de har ett term sheet tills ett påskrivet aktieägaravtal tar det 4-5 veckor, kanske lite längre tid. Det ska tas fram ett aktieägaravtal och det ska förhandlas även om term sheetet är ganska detaljerat så är det inte lika detaljerat som aktieägaravtalet så det blir en ny omgång av förhandling så fem veckor är snabbt marscherat.

Hur värderar Creandum tillväxtföretag och vad är avkastningskraven?

De kanske använder en modell för diskonterade kassaflöden i något enstaka fall med hypotetiska siffror. Anledningen att de bygger en modell är för att se hur affärsmodellen kan tänkas skala under skalbara förhållanden. Det är där de bygger och då när de kommer fram till en siffra år fem eller så kan bolaget tänkas omsätta så här mycket med de här kostnaderna av olika slag och ha den här marginalen. Då kan de skaffa sig en uppfattning om vad bolaget kommer att vara vid det tillfället. De kan se med hypoteserna att det går att bygga ett bra bolag av det på sikt.

Men det är väldigt sällan de använder sådana modeller för att diskontera på något sätt och se vad kassaflödet är värt idag. De tittar mycket på vad de behöver äga i bolaget med det här scenariot för att de ska få de tio gånger pengarna som de räknar med. Hur mycket de behöver investera från början och hur mycket de kommer att behöva investera i bolaget medan det lever. Vad ger det för värdering på bolaget vid startpunkten? De tittar också på vad andra bolag värderas till som är i samma skede och bransch. Till exempel om bolaget är tre personer som har en produkt i prototyp som är såld till en kund, de har diskussion med tre andra kunder och det är en smal produkt och kollar de då på liknande bolag är det kanske värt 50 miljoner

Creandum tror att den tumregel för de flesta som investerar i deras skede arbetar med att få tio gånger insatsen på fyra till fem år, vilket de tycker är rimligt. Det för att de vet att på tio investeringar så blir en eller två blir riktigt framgångsrika och då måste dessa bära avkastningsbördan för de andra investeringarna som inte blir lika framgångsrika.

Hur stor brukar Creandum första investering vara i bolag och hur stor ägarandel brukar de gå in med?

Creandum vill inte vara majoritetsägare av olika skäl utan vill att entreprenören och de som leder bolaget och som är kritiska för bolaget utveckling äger en god del vid det tillfället de investerar. Sedan är det möjligt att under resans gång att andra investerare stoppar in mer pengar i bolaget och så småningom kommer olika ägare att äga en stor del av företaget medan entreprenören äger en mindre del.

Creandum vill inte heller för närvarande sitta med för mycket pengar av fonden allokerat i ett och samma bolag så att de sitter med alla ägg i samma korg utan de vill på något sätt ha allokerat ut sina pengar i olika branscher. Det här gäller under en viss del av tiden och den är mest relevant i början och nu vill de ogärna investera mer än 50 miljoner kronor i ett och

4 Empiri

samma bolag i det skede som fonden befinner sig i nu. Men de kan tänka sig ett scenario att om fem-sex år så är ett bolag är den absoluta stjärnan och kommer att bli värt till exempel två miljarder, då vill de ha pengar kvar i sin fond så att de kan följa med och försvara sin ägarandel av bolaget när det växer och blir stort. Idag är svaret på frågan att de inte vill stoppa in för mycket pengar i ett och samma bolag men på sikt kanske de vill göra precis det, nämligen stoppa in riktigt mycket pengar i ett bolag för att det är där som de kan få riktigt mycket avkastning på dem.

I dagsläget är det minsta de har investerat i inledningsskedet av ett bolag strax under en miljon kronor i ett bolag och i det största fallet så har de investerat 15+ miljoner kronor i ett och samma bolag. Men sedan har de i det bolaget som de började med att investera en miljon fortsatt i senare skeden att investerat betydligt mer pengar när de har passerat uppsatta milstolpar.

4.3 Intervju med Emano

Inledning om Emano

Emano är ett riskkapitalbolag som investerar i företag som har utvecklingspotential, främst inom kommunikationsteknologi, mjukvara och någon form av industriell teknologi. Emano är ett venture capital-bolag. Venture capital är lite svenskengelska, man säger riskkapitalbolag på svenska men det är egentligen inte en bra benämning då det inte är speciellt mycket risk i det, utan det vore bättre med tillväxtkapital. Venture capital kommer från USA och där är det en del i Private Equity som är onoterade investeringar, det är därför det heter Private. Annars heter det Public Equity och då är det handel i noterade företag. Private Equity består av två delar, den ena delen är buyout och den andra delen är venture capital. Venture capital har gått framåt mycket under de senaste tio åren i Sverige. Det börjar bli tillgångsklass som folk känner till mer och mer även om det finns oändligt mycket mer att göra för det är många som fortfarande inte vad det är.

Emano är alltså ett venture capital-bolag och de investerar i onoterade bolag som de bedömer ha potential och går in som ägare och tar plats i företagets styrelse oftast. Tillsammans med övriga i styrelsen och kanske övriga ägare får de någon fond att expandera företagets verksamhet och för att sedan sälja det. De verktyg de har är dels kapital vilket innebär att det kommer in pengar i bolaget genom aktiekapital som de sätter in och de pengarna kan komma användas till att anställa människor, göra investeringar och expandera verksamheten. För att kunna göra det måste de veta hur de bygger upp företag och hur de gör dem attraktiva för att säljas. Venture capital-bolag tjänar bara pengar när de har sålt en investering så målsättningen är att hitta företag som är innovativa som har något nytt för att då är det lättare att expandera på marknaden om marknaden växer och det är oftast nya saker som gör att det växer. Med de pengar de har och kanske tillsammans med andra investerare bygga upp ett företag som har en väldigt stor potential och sedan sälja det till någon annan som kan realisera den potentialen eller som på något sätt ser en strategisk investering i det och kan ta in teknologin eller produkten och vidare på det i sin större organisation och på så sätt får de betalt för det.

Då de säljer utvecklingsbara bolag behöver inte betyda att intäkterna har haft en enastående utveckling utan det kan vara andra saker i teknologiprodukterna som har utvecklats i värde. Naturligtvis är det svårare att mäta de den typen av värden i ekonomiska termer. Emano har åtta engagemang och har 75 % av de investeringarna i Emano kvar att utveckla och sälja, det är 75 % av pengarna som är investerade i mjukvaruföretag och kommunikationsteknologi och 25 % av pengarna är i industriella bolag.

Emano har två stycken investerare som är värda och nämna, Industrifonden som är en stiftelse och Norrlandsfonden. Det fungerar för dem att Industrifonden och Norrlandsfonden har tillsatt en styrelse i Emano. Den styrelsen har tre uppgifter som alla andra styrelser, tillsätta och avsätta VD, dra upp strategin, uppföljning och kontroll. I de här frågorna pratar styrelsen om de stora strategiska frågorna, inte i detaljerna i aktieägaravtalen. De har en kapitalbas på 150 miljoner och har gjort en del försäljningar och återinvesteringar. Emano är ingen fond som är tidsbegränsad utan de kör på tills investerarna säger något annat till skillnad från många andra fonder som har så att de har ett visst datum då allt ska lämnas tillbaka. De arbetar i dagsläget med 110 miljoner i investerat kapital som de så småningom ska växla över till pengar igen och då ska det vara mer pengar när de säljer dem. I deras bolag som de är involverade i har det investerats mellan tummen och pekfingeret en halv miljard. De har

4 Empiri

investeringspartners, saminvesterarare i de flesta projekt som Emano har, de har kanske varit tidigare i några fall än de andra investerarna och sen har de tagit in flera på vägen.

Emano har gjort ungefär 130 transaktioner sedan 1999 och det är allt från att stoppa in 300.000 kronor till att stoppa in, den största enskilda investeringen är på 8 miljoner kronor. Men det vanligaste är en till tre miljoner kronor.

Hur ser Emanos bild ut om hur investeringsprocessen ska gå till?

Emano har en arbetsmetodik hur investeringsprocessen ska gå till men det varierar från fall till fall, det är situationsstyrt. Det är rätt vanligt att när de pratar med dem som kommer direkt från universitetet att de personerna då har bara en teoretisk bild om hur ska se ut och allt ska gå att hitta i en bok eller reglemente men verkligheten är inte så men teoretiskt sett är det så att företag och entreprenörer vänder sig till oss med en affärsidé, affärsplan eller ett färdigt företag. Entreprenörerna gör det genom att ringa, maila eller skriva ett brev till Emano. Sen får de även in förfrågningar från rådgivare som hjälper företag, advokater, företagsrådgivare, corporate finance firmor, enmanskonsulter som hjälper företagen till banker och revisorer och folk som känner Emano så skickar de in förfrågningar till dem, det kan vara allt från tre rader i ett mail till vettig affärsplan i fyrfärgstryck och hundra sidor lång. Det är första kontakten de har med företaget. Sedan är Emano själva ute och pratar med folk på olika finansskolor och seminarium och andra ställen där det kan tänka sig att duktiga entreprenörer och forskare som kan tänkas vill göra företag av det finns.

Det är inte så att det kommer en affärsplan och så stoppar de in pengar i den utan det är oftast en lång diskussion innan dess. Emano etablerat i norra Sverige numera, men trots det kan de inte slå sig till ro utan ju mer de är ute desto mer förfrågningar får de, är de inte ute alls så får de inga förfrågningar. När de har fått en affärsplan går de genom den och läser den och diskuterar den internt för att sedan prata med människan bakom och hör lite vad de vill, var de ska och hur de ser på sin affär och då måste det finnas en väldigt stor marknadspotential för det och den måste finnas för en lång framtid, det kan inte vara något tillfälligt. För att när de varit med några år och kliver av ska det finnas mycket potential kvar i företaget, det är då den största potentialen ska finnas. Då går de genom affärsplanen och diskuterar vad som är affärsidén och hur ska de göra en affär och vad är det för produkter, hur stor är marknaden, hur de ska distribuera säljare här och går det att göra internationell försäljning och i sådana fall vilka framgångsfaktorer är det och hur kan Emano vara med och påverka företaget mot att det blir framgångsrikt. Vad behövs det för pengar och är det något som de tror sig kan begripa sig på det minsta för att hoppa in på något som de inte har någon aning om vad det är för någonting är livsfarligt.

Det handlar mycket om personkemi med de personerna som de ska göra affärer med. Det ska vara personer som de fungerar tillsammans med och de ska även vara öppna och mottagliga för yttre påverkan. Det är inte alltid det är rätt affärsplan som kommer in, det är egentligen väldigt sällan att det kommer in något som de inte behöver göra något åt utan bara investera i direkt. Oftast jobbar de ganska mycket med att förstå vad folk säljer och hur de säljer det. Personerna bakom affärsidén är mycket viktiga och de tittar på vad de har gjort tidigare och vad de säger att de ska göra och uppträder och betar sig. Sen tar det här lite tid om de har en femton-tjugo olika förslag på investeringar så finns det inga blanketter som säger att det här är bra och det här är inte bra utan det är en dialog som de måste ta. Vissa saker känner de direkt när det kommer in att det inte är något för dem de kan ändå kolla vidare lite grann först så, det är ofta när de läser affärsplanen så är det en sak och när de träffar människorna och får det presenterat för sig är det något helt annat.

4 Empiri

Emano brukar prata med de kunder som entreprenören har tänkt jobba med för att få ytterligare en aspekt och till slut blir det som att lägga ett pussel med all den information som kommer in. Det finns naturligtvis en checklista på vad de bör veta och vad de går igenom men i första läget är det att gilla människorna och verkligen känna att de här vet vad de gör i sin bransch även om det är i ett tidigt läge och det här har stor potential baserat på följande fakta, det blir som en informell due diligence. Om det känns som en bra investering och de får en idé under resans gång vad de skulle kunna göra så tar de in de pengarna, rekryterar de här människorna, gör de här investeringarna och tillsätter den här styrelsen och gör så här i affärsplanen eller inte bara i affärsplanen utan i verkligheten också för affärsplanen är ett minnesdokument för att komma ihåg vad som sades från början. Så jobbar de fram emot det målet och gör om entreprenören också tycker den idén är bra och att de kontinuerligt är överrens börjar de fundera på hur Emano formellt ska göra en investering.

Sen kommer nästa diskussion och de måste börja snäva in det från att pratat om affärsmodellen, vad de har gjort tidigare, referenser till vad det är för kapitalbehov och vilka ägarandelar de kan komma att få och hur ska de sälja den här firman i slutändan.

När det är klart kommer de till villkorsdelen, för vissa vill de då skriva ett letter of intent eller ett term sheet där de säger att från och med nu så är målsättningen att de tillsammans ska gå emot en investering och då ska inte entreprenören förhandla med några andra Emano utan om de talar med andra investerare så ska dem läggas åt sidan till dem har förhandlat klart med Emano så att Emano inte lägger en massa tid och kanske pengar för att det sedan till slut inte blir någonting för att entreprenören för länge sedan pratade med någon annan som kommer in i matchen igen.

När det är klart pratar de om villkoren och letter of intent och sedan kommer de in i en förhandling om aktieägaravtalet, det vill säga hur företaget ska styras, vem som kan göra vad och det innehåller en massa av olika parametrar. Men innan de kommer till diskussionen om aktieägaravtalet görs en formell due diligence. Den formella due diligencen går till att Emano anställer personer som de anser ha väldigt bra insikt i den aktuella branschen som gör en analys om hur branschen, marknaden och potentialen verkar.

De tittar djupare in i firman och analyserar strukturen och prata med anställda och kunder. Det kan göras innan de kommer in i en riktig diskussion kring term-sheets eller innan kontraktet ska skrivas på för att få en second opinion. Det behöver inte vara några jättestora saker, det kan vara en enmanskonsult som hyrs in som kan mycket om ett visst branschsegment. De gör någon slags grov bedömning av företaget så att det blir ett bollplank att diskutera med. Sen kan de låta jurister granska eventuella avtal och patent, alltså den legala aspekten på det. De kan även anställa en revisor som tittar på årsredovisningen men oftast är inte årsredovisningarna spektakulära på företag i så tidiga skeden som Emano vanligtvis jobbar med så det finns inte så mycket att gräva i. Det finns oftast inte så jättemånga avtal heller som är sådär jättespektakulära.

När det är dags för den ordentliga due diligence är det viktigt att lägga ner rimligt med pengar och kraft i den. Det går att hyra in hur mycket konsulter som helst som gör rapporter och allting men det måste anpassas efter var företaget står, ibland är det bra med många konsulter och ibland är det mindre bra. Det kan vara svårt att prata med revisorer om hur en maskinpark ser ut då det är svårt att jämföra bokfört värde med hur maskinerna egentligen ser ut. Det behövs en produktionskunnig människa som kan något om maskinparken som är aktuell för

4 Empiri

den verksamheten och som kan ställa rätt frågor till den som är produktionschef eller den som kör maskinerna, när mjukvaran uppdaterades och när maskinerna servades till exempel. Med rätt frågor får de fram ett mer aktuellt läge om hur maskinparken ser ut jämfört med vad det bokförda värdet är. Det viktigaste är att ha rätt människor, i rätt fas, i rätt sammanhang av due diligence. Det gäller att hitta personer som kan hitta mycket om just den specifika produkten som är viktig och som är insatt på hur det ser ut i världen för den produkten och kan bedöma den på rätt sätt. Det är väldigt oteoretiserat men det ligger ändå avtal om det, intellektuella rättigheter, materiella saker, licenser och patent.

Sedan finns det lite olika vägar att gå för dem, de kan gå till en investeringskommitté och säga att det här är intressant investeringsobjekt och att de vill göra en investering där och kapitalbehovet som behövs är x antal kronor. Sen rekommenderar de att investeringskommittén ska fatta ett visst beslut och sen gör de det här som due diligence och de här paketen så att säga blir som de vill ha dem, annars gör de inte investeringen. Går allt vägen har de med sig en fullmakt från investeringskommittén om att de får göra transaktionen så att de inte lägger pengar i onödan på due diligence och andra saker för att sedan komma till en investeringsstyrelse och så säger de nej till affären.

Men sen när aktieägaravtalet förhandlas så har de rådgivare, advokat och jurister och kanske har motparten det också. Sen har de en förhandling om hur företaget ska styras, vem som kan bestämma vad i slutändan.

Hur ser förhandlingen ut med entreprenören?

Den verkliga förhandlingen med entreprenören börjar vid term sheetet och när det ska skrivas. Men den stora biten av förhandling är när aktieägaravtalet och garantiavtalet ska skrivas.

I aktieägaravtal regleras exakt i detalj hur de tillsätter en styrelse, vem som kan tillsätta vem, hur många. Exakt i detalj om hur vissa beslut ska tas, vissa beslut måste fattas med stöd ifrån Emano, annars kan de inte fatta det beslutet. Sen kan det regleras vad som händer om en ägare slutar på firman eller dör, vad händer då med de aktierna. De vill inte att aktier försvinner ute bland okända människor som inte kan tillföra någonting för företaget.

Aktieägaravtalet är bara som ett försäkringsbrev, ett avtal som om det följs märker ingen av det, men det är när det inte följs som det plockas fram och de kollar i det. Då kan det vara något med förhållandet mellan ägarna som inte stämmer. Avtalet är ingenting som de frontar med, men det blir väldigt viktigt när något händer, om någon vill sälja, om någon dör eller om någon vill sluta. Då måste de titta i aktieägaravtalet vad som ska göra och där ska det stå vad som händer. Så det är oftast väldigt omfattande men det kan ju förstås vara jätteenkelt också men det är inget poäng att ha det för tolkningsbart. Det måste finnas med några saker som är relevant för en investerare. Det måste finnas utrymme för en investerare att agera, det är det en investera vill göra. Det går inte sitta och vänta, tiden är en jätteviktig faktor. Att investera tio miljoner och få ut tjugo miljoner på ett år är ju fantastiskt, på femton år är det lite mindre fantastiskt om de räknar avkastning år för år, vilket de gör.

De skriver också ett garantiavtal med entreprenören som äger företaget och som ska jobba inom företaget. I garantiavtalet får de garantera att alla patent och allt annat som är väsentligt för företaget, varenda pinal oavsett var den är någonstans, som finns i och ägs av bolaget verkligen tillhör bolaget. Garantiavtalet innehåller även en massa andra saker som entreprenören måste garantera. Stämmer inte det som har garanterats i garantiavtalet så är den normala påföljden viten. Det finns en struktur för det och sedan måste det anpassas efter

4 Empiri

situationen. Poängen med vitena är att få upp alla frågor när de gör investeringen som är väsentliga de kan lägga det åt sidan sen. I ett tidigt företag är det inte de avtal som ligger i början av företaget som avgör hur framgångsrikt det är utan det är de avtal som de skriver under resans gång. De vill bara ha klart att det här är okej att investera i och när de skriver garantiavtalet ser de på folk hur de reagerar på vissa frågor när de tas upp och då kan det komma fram saker. I lite större företag får de ofta spendera mer tid att rota i bokföringen för där kan det finnas fakturor och liknande som folk inte vet om att de är osäkra och liknande. När de rotar genom bokföringen kan de hitta osäkra fakturor och då skriver de in i garantiavtalet att entreprenören får garantera att pengarna kommer komma in i bolaget annars om inte pengarna kommer in till företaget får entreprenören korrigera värdet av de uteblivna pengarna med sina aktier. I mindre bolag kanske det inte finns någon fordran alls utan där är det istället mer att garantera att de inte gjort något konstigt med skattemyndigheten eller något liknande, till exempel att de inte har någon skatteskuld. Oftast är dessa garantiavtal väldigt omfattande.

De förbereder även exitprocessen i aktieägaravtalet så att det finns tvingande regler för hur de kan sälja om de får ett visst bud, då kan de dra med sig folk i en försäljning eller en ägare i en försäljning. Då bestämmer Emano det, dels så kan de göra andra varianter på hur de kan sälja, dels kan de bestämma att de säljer och dels så kan de bestämma att säljaren tar med sig de andra så att de inte lämnar kvar folk i ägandet. Sen kan skrivas in olika typer av utspädningsskydd om det kommer andra investerare till längre kurs än vad andra investerare har gått in i med. Sen kan det finnas andra typer av finansiella, andra typer av aktier, både med likvidationspreferens och andra preferenser. Till exempel kan de skriva in att de ska ha dubbelt betalt innan någon annan ska ha någonting ur bolaget. Så att om de har investerat tio miljoner och då ska de ha tjugo miljoner innan någon annan får någonting, så säljs företaget för tjugo miljoner så tar de alla pengar från försäljningen. Det är väldigt förenklat, det finns ju många andra varianter på det här också som de kan jobba med på olika sätt. Emano är lite mer flexibla och kan hitta fler varianter på det här, de kan ha så när det uppnås vissa nivåer så händer olika saker bara om de kommer över en viss värderingsnivå så faller de principerna så blir det per ägarandel de får betalt för sin del vid en försäljning. Sen kan de ju ha att efter det har gått ett visst antal år, vid ett speciellt datum, ett är inte företaget sålt då så ska det säljas, eller så ska följande hända. De försöker skriva avtal så att de är så tolkningsbara som möjlig. Sen är det vanligt att de pratar om depositioner av aktier och stoppar in dem någonstans så att ingen kan plocka runt med dem, så att inte folk bryter mot avtalet och säljer aktierna ändå. De måste ha hela ägarkretsen, de kan inte säga att vid en försäljning att Emano har 30 % och vart de andra är vet de inte men de är beredda att sälja hela bolaget, det går ju inte, de måste kunna sälja hela firman till någon, hela innerhållet i firman. Då måste de ha det här i kontrollen på ägarkretsen.

Dock vill de inte att den investerande parten får hela exitvinsten och entreprenören ingenting, det är ingenting som de vill ska hända utan de vill att entreprenörerna ska ha sin del av vinsten också. Ju mindre pengar som går åt för att uppfylla investerarnas avkastningskrav, desto bättre är det för entreprenören. Självklart finns det inget egensyfte att ha ett avtal som är investerarvänligt men priset på sådan här typ av pengar är ganska högt då det är relativt hög risk på dem och därmed krävs det lite mer för att få dem och det är mycket mer omfattande än att två kompisar startar en firma och har ett avtal som säger att om det här händer så händer det här. Här är det andras pengar inblandade och det är stora belopp det handlar om. Ingen entreprenör, duktig forskare eller företagare skriver på vad som helst, det är en förhandling och det är ofta jurister inblandade. Då försöker de lösa vissa saker för det kan ju vara svårt för någon att garantera att det inte är något patentintrång som gjorts någonstans i hela världen.

4 Empiri

Vissa frågeställningar är svåra att komma runt av olika skäl och andra kan vara svåra att fånga in i avtalet och då måste de hitta sätt att komma överrens och lösa problemet och då är det en förhandling. Men idén är ganska enkel, Emano vill kunna agera. Sen om det är sex stycken i styrelsen och Emano vill kunna utse fyra av dem eller om Emano ska kunna tillsätta två stycken som har utslagsröst i vissa väsentliga frågor, det går att förhandla och diskutera om och se vad aktiebolagslagen säger.

Eftersom Emano nu har gjort några transaktioner så har de några rådgivare och tidigare avtal som gett dem erfarenheter av vad som är bra och vad som dåligt. Det är lite suspekt om tillväxtföretaget skriver på vad som helst för då börjar de undra vad som driver dem. Alla måste drivas av att göra en bra exit.

Vilket tidsperspektiv sträcker sig en investeringsprocess?

Det är väldigt svårt att säga och det är helt situationsbundet. De kan få in en affärsplan som de tycker är bra men känner sig osäkra på en del punkter och entreprenörerna får fundera ett och annat på hur de hade tänkt sig det där egentligen. Då kan det ta 1,5 år innan de sitter vid förhandlingsbordet så att det är väldigt svårt att säga. Att förhandla ett aktieägaravtal från början till slut tar ungefär fyra veckor minst. Innan kontrakten skrivs på måste de ha ett styrelsebeslut och det måste de pricka in också. Sen ska ett beslutsunderlag fram tills mötet. Det är mycket jobb och sen är det alla andra avtal som ska skrivas också, världens stannar inte bara för ett avtal. Det är väldigt svårt att i praktiken att göra något som är snabbare än tre månader när det handlas med så här tidiga företag och normalt handlar det om tre till sex månader. Har de hört talas om firman kan det gå fortare, då har de kanske känt till firman i flera år och fått olika varianter och olika investeringsförslag, olika finansieringsplaner, olika kundsituationer, de har tänkt om, gjort andra saker och då är det en del i processen, det är ingen due diligence men det passerar ändå dem och då kommer de till en punkt då det känns rätt och att de kan hoppa på det för att det då börjar det hända saker på marknaden, andra investerare börjar intressera sig och människorna har börjat jobba på ett helt annat sätt. De kan ha lärt sig väldigt mycket och växt som personer. Sedan är det vissa av frågorna som är väldigt intressanta på en gång där de verkligen måste vara med, är de sega då får de inte vara med, då tar någon annan det istället. Det gäller att se om det som är riktigt tidigt måste mogna till lite grann eller det som kommit en bit på vägen som de känner till så är det bara att agera.

Hur värderar Emano tillväxtföretag och vad är avkastningskraven?

När de gör Venture Capital-investeringar räknar de med att få 5-10 gånger insatt kapital på investeringen när det är dags för en exit. Det är med de glasögonen som de går in och kollar på ett case. När de gör en investering vill de ha ett ordentligt värde när det blir dags för en substantiell exit, de vill inte investera 500 000 kronor och få tillbaka 2,5 miljon kronor. De vill istället hitta ett antal projekt relativt till sin kapitalbas som ändå har stor potential för att dubblera pengarna för sina investerare. Även om de går in med glasögonen 5-10 gånger insatt kapital kommer några case att inte generera någonting utan vara minus 100 %. Några investeringar får de nätt och jämt tillbaka pengarna på och några investeringar kan ge dem här 5-10 gångerna som de eftersträvar. Vilka det blir vet de inte när de går in i affären men de måste ha den inställningen.

Använder Emano någon form av ekonomisk värdering?

Den ekonomiska värderingen är speciell då det är lätt att blanda ihop olika sorters värderingsmetodik. Det är lätt att blanda ihop vad de ska göra, bör göra, kan göra och hur de gör någonting. Det är väldigt många som snackar om det där, även sådana som är så kallade rådgivare. Men om de har lite mer djupare kunskaper om värderingsmetodik inser de att det

4 Empiri

där är som att spå i abborrskinn eller att hålla på med stjärnor och horoskop. Det blir fel metodik på ett case eftersom de ofta i tidiga skeden inte har några intäkter och redan där borde de förstå att inte går att göra en kassaflödesvärdering som är populär nu och som är den allena rådande metodiken.

”Jag menar om du snackar med en revisor om det här så är det som att stå i Jerusalem och prata med muslimer om kristna, det finns inte i ens värld.”

Det handlar istället mycket om en marknadsprissättningsfråga och lite grann ett kapitalbehov. Problemet är om de går in med 50 miljoner kronor i tillväxtföretaget och de inte vill ta majoritet i företaget, då är bolaget värt till 100 miljoner kronor. Då kommer frågan om bolaget verkligen har potentialen för det? Om de går med det och bygger företaget på det sättet, hur långt kommer de då och sen kanske tar det tre gånger så lång tid som de hade beräknat. Vart står företaget värderingsmässigt på slutet av vägen och sedan måste de kanske titta på den kalkylen igen. Investeringar måste ske i bolag med potentialen att säljas för ett par hundra miljoner i slutändan, annars går inte kalkylen ihop tills slut.

Sen räknar de såklart på ett scenario för framtiden i företaget, någon form av finansiell planering. De här pengarna borde räcka så här länge, om det här händer, det här och det här. På sikt kan de bygga upp ett företag som omsätter de pengarna och tjänar de här pengarna. Vad skulle det i teorin ha för värde, de måste tänka på att återkoppla det tillbaka till det investerade kapitalet. Det går att den typen av kalkyl bara för att känna efter hur tillväxten kan gå så att de använder de exakta sambanden vilket många inte gör och då blir den frikopplad från allt annat och då blir det lite galet.

”Det är som en väderprognos, som en fem dagars på en söndagskväll. På måndag blir det bra, på tisdag blir det bra men på torsdag, fredag och nästa helg blir det oklart. Men det ser ut som det kommer ett högtryck. Men vi vet inte och så får vi revidera det här.”

Hur stor brukar Emanos första investering vara i bolag och hur stor ägarandel brukar de gå in med?

Det varierar, det kan vara allt från någon miljon till tre miljoner. Det beror lite grann på vad företaget ska göra. Det är viktigt när de går in i en investering, att under de första tolv till arton månaderna har företaget det här kapitalbehovet och att då göra de här sakerna för att sedan kunna en stor kundaffär eller nästa finansieringsrunda. Då måste pengarna räcka till det. Då kan de komma fram till att det behövs femton miljoner och då kollar de vad de övriga ägarna är beredda att satsa och hur mycket de själva är beredda att satsa och sedan hur långt det tar för företaget tillväxtnässigt, både organisatoriskt och intäktsmässigt beroende på hur tidigt i processen de är ute och de femton miljonerna går då inte in i en stöt utan det går oftast in lite i skedmatningsprincipen.

De investerar så företaget kan göra en kvartalsaktivitet och sedan blir det en ny investeringsrunda. Men det får inte bli för tätt mellan investeringsrundorna heller då det är mycket arbete med det utan det ska vara lite lagom så att de får lite effekt på pengarna också men det är alltid stegvis.

4 Empiri

Emano går normalt sett in med mellan 10-40 % i ägarandel i sina investeringsobjekt. Emano har positionerat sig att göra sina investeringar tidigt i processen och tar en viss ägarandel då och sen får de räkna med att hänga med i ett par investeringsrundor till, då med någon annan riskkapitalist och då kommer ägarandelen att spädas ut eftersom det är mycket pengar det handlar om. När det är dags att sälja företaget vill de ha mellan 15-20 % i ägarandel.

4.4 Uppföljningsintervju angående IT-kraschen SEB Företagsinvest

På SEB Företagsinvest har inte investeringsprocessen förändrats på grund av IT-kraschen i början av 2000-talet. Det beror till största del på att de inte drabbades något speciellt av IT-kraschen då de undvek att dras med i hypen kring IT-bubblan. De har alltid samma grundkriterier när de gör en investering och det gäller för dem att inte dras med när enskilda segment blir hypade och därmed övervärderas. Det gäller att hålla fast vid att göra ordentliga analyser och vara selektiva i urvalet av investeringsobjekt annars kan priserna skena iväg som under IT-bubblan. Under IT-bubblan behöll SEB Företagsinvest sina tunga analyser och selektiva urval och därför klarade de sig från att dras med i hypen. När de ser på riskerna kopplade till investeringar så har inte det heller förändrats något av IT-kraschen utan de är alltid bolagsspecifika när de värderar risker och värderar bolaget utifrån marknad, management och teknik .

IT-kraschen förändrade inte SEB Företagsinvests avkastningskrav på sina investeringar utan de har hela tiden haft ett krav på 30 % IRR, både före och efter IT-kraschen. Tidshorisonten på investeringarna har alltid varit 5-7 år för SEB Företagsinvest även under IT-bubblan. Genomsnittstiden har dock sjunkit på senare år då deras investeringsobjekt i regel har varit säljbara tidigare än det uppsatta perspektivet.

De jobbar mest med tillväxtföretag i expansionsfasen men kan även göra investeringar i både tidigare och senare faser om det kommer upp något bra objekt. Detta har inte ändrats sedan IT-kraschen utan det har varit samma hela tiden. De har dock på senare tid börjat titta på bolag i senare faser vilket kan vara en indirekt effekt av att värderingarna på företag i de tidiga faserna har blivit höga vilket gör att avkastningsmöjligheterna försämras i de faserna.

4.5 Uppföljningsintervju angående IT-kraschen Emano

För Emano är investeringsprocessen fortfarande desamma som den var innan IT-kraschen i själva förfarandet av investeringen. Det som kan ha ändrats för Emano är att de har lite längre tålamod innan de gör en investering och följer tillväxtföretaget längre innan de gör själva investeringen.

Enligt Emano är det svårt att säga om de hade olika avkastningskrav under eller strax efter IT-kraschen. Avkastningen kommer när de gör en exit och det är ett bättre exit-klimat nu än vad det var i början av 2000-talet. Tidsperspektivet på investeringar har inte heller ändrats sedan IT-kraschen eftersom det är svårt att detaljstyra exit-processer tidsmässigt och Emano gör sina exitar när det passar företaget bäst.

Emano investerar i tidiga tillväxtföretag och har kvar samma investeringskriterier som innan IT-kraschen vad gäller vilka faser och vilka branscher de investerar i. De tar fortfarande samma risker som före och under IT-kraschen men det har blivit lite skillnad genom att de fokuserar sina investeringar på företag som har produkter med riktig teknik-höjd.

5 Analys & diskussion

5.1 Investeringsprocessen

Investeringsprocessen kan delas upp i sex steg för att tydliggöra processens gång; screening (söka efter potentiella tillväxtföretag), affärsmöjlighet, risk och värderingsbedömning (Due diligence), förhandling mellan parterna, efterinvesteringar och affären avslutas med en exit. Investeringsprocessen tidsexponering kan variera relativt mycket beroende på specifik situation och företag men generellt tar det 6-18 månader från det att första steget är taget till en exit är aktuell för tillväxtföretaget.

Efterverkningarna av IT-kraschen i början av 2000-talet verkar inte vara speciellt stora på riskkapitalmarknaden om vi lyssnar på våra respondenter. Creandum startades 2003 och uppkom allt så efter IT-kraschen men de andra två respondenterna menar att deras investeringsprocess inte påverkades alls av den. SEB Företagsinvest säger att de höll fast vid sina tunga analyser även under IT-bubblan och inte drogs med när enskilda segment blev övervärderade. Emano har inte heller ändrat något i själva investeringsprocessen men de följer tillväxtföretagen lite längre nu innan de gör en investering vilket visar att de troligen lärde sig något av IT-bubblan eftersom de har blivit lite mer avvaktande efter den. Annars påstår båda respondenterna att det inte har skett någon annan förändring då de fortfarande investerar i samma faser och har samma avkastningskrav på tillväxtföretagen som före, under och efter IT-bubblan. De andra förändringar som har skett för SEB Företagsinvest på senare år som att genomsnittstiden för en investering har sjunkit och att de tittar på senare faser att investera till verkar inte ha något samband med IT-bubblan utan snarare med att marknaden har förändrats och att riskkapitalbolagen har blivit bättre på att bygga upp värden i företag snabbare.

Riskkapitalisten är enligt teorin en mellanhand för större investerare som inte är specialiserade på högriskinvesteringar och därför istället låter andra personer, i det här fallet riskkapitalister, som är specialiserade på den sortens affärer investera i högriskprojekt åt dem. Skulle den stora investeraren själv investera på marknaden skulle detta troligen inte gå speciellt bra då en oinformerad investerare inte vet vilka projekt som är bra eller dåliga och inte heller kunna hantera problem som uppkommer med agentkostnader, moral hazard och asymmetrisk information. Detta verkar stämma bra överrens med verkligheten då två av våra tre respondenter är investerare som har någon typ av stor fond i bakgrunden. Creandum har fått sina investeringspengar ifrån 6:e AP-fonden och Skandia Liv och Emano har Industrifonden och Norrlandsfonden i bakgrunden som har fyllt på deras investeringsbörs. Dessa fonder är alltså typiska mellanhänder för större investerare som själva inte har kompetensen att investera i högriskprojekt och därför överlåter detta på specialiserade företag. Även den tredje respondenten, SEB Företagsinvest, kan till viss del sägas finansiera sina investeringar på samma sätt med skillnaden att det är det egna moderföretaget som står för pengarna och inte någon extern investerare och därför skiljer det sig mot de två övriga respondenterna. De båda olika formerna av finansiering verkar fungera bra enligt respondenterna men känslan är att det är en fördel som SEB Företagsinvest att ha en egen bank i ryggen då det då blir mer flexibelt när och hur de ska kunna sälja ett företag. De respondenterna som har en fond i ryggen har oftast en tidsbegränsning hur länge de kan ligga med en investering i ett företag innan de måste sälja bolaget vilket då kanske kan inträffa på ett olyckligt tillfälle, exempelvis precis när företaget vänder trenden men då tvingas riskkapitalisterna sälja för att de behöver pengar att betala tillbaka till sina egna huvudinvesterare.

5.2 Screening

Under detta steg när riskkapitalisten ska börja söka efter tänkbara investeringsobjekt finns det en relativt stor och komplex marknad där de försöker hitta lämpliga tillväxtföretag. Det som gör det svårt att hitta ett lämpligt tillväxtföretag är att företaget kan vara väldigt litet och knappt syns för riskkapitalisten på den stora marknaden. Det finns en del faktorer som spelar stor roll under screeningprocessen och det är mellanhänder i form av syndikerings och saminvesterare. Det är mellanhänderna som synkroniserar ihop riskkapitalbolag med ett tillväxtföretag som är lämpligt att investera i. Med tanke på riskkapitalbolagens förutsättningar med relativt små personalstyrkor finns det helt enkelt endast möjlighet att investera i ett fåtal potentiella tillväxtföretag som det får tips om eller rekommendationer från mellanhänder.

Creandum har en mycket intressant del i processen som de kallar sourcing som ingår under screeningprocessen och det är då de går ut på marknaden för att lära känna olika tillväxtföretag i olika typer av innovationsmiljöer. Detta för att kunna på ett så tidigt stadium som möjligt vara med och kunna se de mest potentiella företagen som i framtiden kan bli aktuellt att investera i för riskkapitalbolaget. Sourcing är något som de allra flesta riskkapitalbolag använder sig av men det inkluderas under screeningen och sker naturligt under investeringsprocessens gång.

Under screeningen inkluderas även att tillväxtföretagen söker upp riskkapitalbolag för att söka kapital. De allra flesta tillväxtföretag som söker kapital har i regel ingen längre ekonomiskhistoria vilket gör att det är svårt för riskkapitalbolaget att värdera tillväxtföretagen när det söker kapital hos riskkapitalbolaget. Detta innebär att riskkapitalisten måste lita helt på sina egna värderingar och bedömningar om investeringsobjektet. Dessa bedömningar baseras på affärsidé från tillväxtföretaget i kombination med en riskbedömning som dels beräknas matematiskt i vissa fall men även genom en generell riskbedömning. Riskkapitalbolagen sätter sällan siffror på förväntad avkastning eller när de bestämmer osäkerheten i en investering utan baserar det på entreprenörens inställning, förutsättningar och möjligheten att lyckas med sin idé. Som Creandum uttryckte det skall entreprenören ha rätt nätverk, goda erfarenheter, vara av väldigt hög kaliber, vara välmotiverade samt ha en god förmåga att attrahera andra människor. Vidare är det även viktigt och kan vara avgörande att inte knyta hela tillväxtföretaget till en enda entreprenör utan att det finns flera som kan komplettera varandra på ett bra sätt. Om tillväxtföretaget hänger på en entreprenör innebär det att risken är större att företaget misslyckas med sin idé då de bara finns en person som kan styra och komma med kreativa lösningar. Riskkapitalbolagen förutsätter i regel att entreprenören är saklig, kunnig och har tydliga målsättningar och visioner med företaget. Detta avspeglar hur seriös entreprenören är och på långsikt resulterar i hur väl resultatet kommer att motsvara de förväntningar som riskkapitalbolaget har på tillväxtföretaget.

En annan avgörande del vid förvärv av tillväxtföretag är den kontakt och relation som byggs upp under förvärvet. Kontakten och relationen kan se ut på en del olika sätt beroende på vad det är för typ av tillväxtföretag. Det som är viktigt att tänka på för riskkapitalbolaget är att verkligen sätta sig in i tillväxtföretaget och dess kultur och struktur som helhet. Kontakten och relationen mellan tillväxtföretaget och riskkapitalbolaget avspeglar personkemin vilket måste fungera för att riskkapitalbolaget skall vara bered att göra en investering.

Generellt sätt så fokuserar riskkapitalbolagen på en viss bransch vilket gör att de har skapat sig ett brett nätverk av expertis och specialister på en specifik marknad. Detta gör att riskkapitalbolagen kan hjälpa entreprenören att fylla i de luckor som entreprenören saknar i

5 Analys & diskussion

kompetens och/eller kontaktnät. Det skulle vara näst intill omöjligt för riskkapitalbolagen att ha koll på flera branscher samtidigt med tanke på den riskbedömning och känsla för en viss bransch och marknad som måste finnas för att inte förlora kapital vid en investering.

Det som riskkapitalisterna väger in i sin helhetsbedömning och som till stor del är avgörande för investeringen är hur driftig entreprenören är och har visat på att han har gjort bra resultat tidigare eller har god kompetens och erfarenheter från tidigare företag i branschen. Personkemi är en annan avgörande del i bedömningen och det är för att riskkapitalisten ska kunna ha ett bra inflytande och samarbete med entreprenören på ett effektivt sätt under processens gång och även efter investeringen är gjord. Så nyckelkriterierna sitter i mångt och mycket kring hur entreprenören är och hur relationen är mellan denne och riskkapitalbolaget.

5.3 Affärsmöjligheter

Affärsplanen är enligt teorierna en av de viktigaste delarna för riskkapitalisten för att kunna se potentiella möjligheter i investeringsobjektet då det är den basen i företaget som riskkapitalisten funderar på att investera i. Genom en bra affärsidé och affärsplan ska entreprenören kunna fånga upp investerarnas intresse och på så sätt få till djupare samtal med riskkapitalister. Till viss del stämmer detta överrens med vad respondenterna har svarat, en väl skriven affärsplan är en väg in till att komma till ett möte med riskkapitalister men det är som Emano tillägger att det är många affärsplaner som inte är kompletta när de kommer in till riskkapitalisterna utan det gäller att se potentialen i dem som kommer in och sedan blir det en diskussion under de kommande mötena där de diskuterar affärsidén och hur företaget förväntas att utvecklas med tiden och på så sätt fylls luckor i affärsplanen igen och den blir mer komplett och kanske tillräckligt mycket för att bli ett objekt att investera i. Creandum berättade att de allra flesta propåer och affärsplaner som de får inskickade till sig håller väldigt dålig klass och därför läggs det väldigt lite tid på dem.

En viktig punkt som Sahlman tar upp i sin artikel om hur ett tillväxtföretag kan skriva en bra affärsplan är att det är viktigt att ha en presentation av personerna bakom företaget, vad de har gjort tidigare, hur det har fungerat och vad de har för tidigare erfarenhet av branschen och vad de har för nätverk då det är en väldigt viktig punkt för riskkapitalisterna i sina beslut om investeringar. Detta sägs inte rakt ut av respondenterna att det är viktig del att ha med i en affärsplan men utifrån intervjuerna kan vi tolka det som att det är en mycket bra punkt att ha med i då alla respondenterna talar om hur viktig människorna bakom tillväxtföretagen är för om de gör investeringen eller inte. Det är viktigt vad personerna bakom tillväxtföretaget har gjort tidigare i andra företag, om de har startat upp företag förut och om de har varit med om en liknande resa tidigare så de vet vad de har att vänta sig i framtiden ifrån riskkapitalisten. Det är inte alla entreprenörer som riktigt vet vad de ger sig in på när de söker kapital hos riskkapitalister. En annan stor fördel med att entreprenörerna har varit med på en liknande resa förut är att de är välkända för leverantörer och andra viktiga aktörer där det är viktigt att ha ett förtroende för säljaren då det är enklare att göra affärer med de förutsättningarna. Respondenterna menade också att interaktionen både mellan entreprenörerna själva och mellan entreprenörerna och riskkapitalisten måste fungera för att samarbetet ska fungera i framtiden. Fungerar inte samarbetet mellan entreprenörerna när de sitter i mötet med riskkapitalister är det lätt för riskkapitalisterna att få intrycket att det inte kommer att fungera i företaget heller och då är inte en affär intressant för riskkapitalisterna.

En annan punkt Sahlman tar upp i sin artikel är att det är viktigt att visa att det är rätt tillfälle för sin affärsidé, att marknaden är mogen för just den produkten och att marknaden är tillräckligt stor eller att den är snabbt växande då det då är billigare att komma in på

5 Analys & diskussion

marknaden under de förutsättningarna. Precis det pratade Emano en del om att det var en av de första punkterna de pratade med entreprenörerna när de träffas i början. Då diskuterar de genom hela affärsidén med entreprenören och hur han ser på sin affärsplan, vad det är för produkter, hur marknaden ser ut, vad det finns för potential i produkten och på marknaden och hur det ser ut för framtiden. De andra respondenterna pratade också om betydelsen om skalbarhet för företaget, att marknaden ska vara tillräckligt stor för att kunna expandera på just den marknaden och att det inte inriktar sig till ett väldigt litet segment för då är exit-möjligheterna väldigt små.

5.4 Due diligence

När riskkapitalbolag investerar i ett tillväxtföretag finns det ett långsiktigt perspektiv om framtida produkter och teknologier. Due diligence utförs i regel av konsulter som gör rapporter etcetera men det är en balansgång i att inte ta in allt för många konsulter för det är kopplat till kostanden i förhållande till storleken på tillväxtföretaget. Det som avgör om riskkapitalbolaget skall ta in konsulter beror på om kompetens finns i bolaget eller inte. Exempel på det är SEB Företagsinvest som har experter anställda inom medicin och teknologi som har lång erfarenhet av branschen kontra Emano som i de allra flesta fall hyr in konsulter. Dessa konsulter skall vara insatta och ha erfarenheter från liknande branscher och skall vara neutrala i sina bedömningar och uttalanden.

Genom att riskkapitalbolaget använder sig av due diligence minimerar de risken som investeringen är kopplad till. Det finns olika typer och innehåll av due diligenceprocesser och det varierar från bolag till bolag beroende på tillväxtfas, ekonomisk ställning och storleken på tillväxtföretaget. Det finns två typer av due diligence som riskkapitalbolagen använder under investeringsprocessen, preliminär due diligence och full due diligence. Preliminär due diligence är det första steget vid en due diligence process där riskkapitalbolaget vilket innefattar tre nya investeringskriterier som det kollar upp i bolaget. Det är inträdesbarriärer, IPR (immateriell patent rätt) och hur tillväxt företaget skall skapa ett värde och skydda sig mot konkurrens på marknaden. De tittar på kundrelationer och försöker i ett tidigt stadium skapa sig kontakt med företag som tillväxtföretag har kontakt och kundrelation med. Riskkapitalbolagen vill skaffa sig en uppfattning från kunderna som tillväxtföretaget varit i kontakt med för att skapa sig en uppfattning om hur de ser på företaget och produkten på marknaden. Detta är dock bara möjligt om tillväxtföretaget överhuvudtaget har några kunder. Andledning till att riskkapitalbolagen tar kontakt med kunderna är i första hand att ta reda på hur kraftfull produkten är som entreprenören tänkt sälja och om den är långsiktigt hållbar på marknaden för att det i slutändan ska vara lönsamt att gå in med en investering. Det gäller att ha rätt människor på rätt plats, i rätt fas, i rätt sammanhang för att kunna få en fullständig och tillförlitlig due diligence.

En relativt vanlig värderingsmetod som används i samband med full diligence är ”förnuftsvärdering” vilket innebär att riskkapitalisten använder sig av egna erfarenheter och kunskaper i kombination med magkänsla för att bedöma tillväxtföretaget. Detta är en minst lika viktig värdering som alla andra typer av värderingar. Denna värdering är oftast den mest lämpade då det är omöjligt att göra en tillförlitlig värdering utan siffror. Dock är det så att förnuftsvärdering saknar i regel ramverk och kvalificerade resultat och detta kan vara en risk vid värdering och bedömning då det inte finns konkreta ramverk och resultat att stödja sig på. Det som har stor betydelse när riskkapitalbolaget skall göra en due diligence är att de har koll på marknaden för att förstå de resultat som due diligence ger. Vidare så ska detta leda till en helhetsbedömning huruvida investeringen skall utveckla tillväxtföretaget och produkten som

5 Analys & diskussion

skall lanseras på marknaden och kunna ge den förväntade avkastning som riskkapitalbolaget kräver.

Den due diligence som riskkapitalisterna kallar full due diligence innebär att de analyserar och värderar olika delar av tillväxtföretaget och det är hur entreprenören skall finansiera företaget, ekonomiska förhållanden, produkten och företagets strategi. Den analys som görs av riskkapitalbolaget om entreprenörens finansiella och ekonomiska ställning är en av de grundfaktorer för investeringen och framförallt hur stor investeringen kommer att bli. Riskkapitalbolagen har en riktlinje om tillväxtföretaget har varit aktivt mellan 12-18 månader så är det aktuellt att analysera de tidigare ekonomiska rapporter som de avlagt för perioden. Det går dock inte att ta några helt avgörande beslut på de ekonomiska rapporterna under de första fem åren. De ekonomiska rapporterna ger i regel en fingervisning om hur den ekonomiska ställningen och utvecklingen kommer att se ut på kort sikt. Vad riskkapitalbolagen fokuserar på är kassaflödesanalyser dock precis som de övriga ekonomiska rapporterna så har det en mindre påverkan på de totala investeringsbeslutet. En totalbedömning kommer att göras utifrån de ekonomiska rapporterna om sådana finns dock med begränsat avgörande för de totala investeringsbeslutet.

Det är viktigt att riskkapitalisten får klart för sig att den forskning och prototyp som skall leda till en slutprodukt att den rent tekniskt och praktiskt är konkurrenskraftig och efterfrågad på marknaden. Som nämnts tidigare så krävs det att konsulten som riskkapitalbolaget hyr in har specifika kunskaper om vissa produkter och specifika marknader för att kunna få en korrekt bedömning av produkten. Det är här som riskkapitalisten måste få klart för sig om entreprenören agerar på en befintlig marknad eller om de ska ut på en helt ny marknad för det är helt avgörande vid ett investeringsskede. Under detta skede analyseras även om företaget har några specifika fördelar i produktion och det kan vara avgörande om företaget till exempel har en effektiv produktion och kan leverera produkter fortare än andra konkurrenter vilket gör att det har större fördelar på marknaden. Det här är något som är en genomgående analys på alla delar i tillväxtföretaget för att hitta det fördelar som gör företaget exceptionellt och som ger ett incitament för riskkapitalbolaget att investera.

Problem som kan uppstå mellan entreprenören och riskkapitalisten under screeningen är att det uppkommer asymmetrisk information under affären. Entreprenören utnyttjar att det finns bristande information hos riskkapitalisten om entreprenörens företag och utnyttjar möjligheten att styra information om sitt företag till riskkapitalister och marknaden och bara berätta de goda sidorna i företaget för att få investeringar till sitt företag. Detta informationsproblem är av stor betydelse för investeraren som baserar sitt investeringsbeslut på den information de får av företaget. För att undvika informationsproblemet genomför riskkapitalbolagen ordentliga due diligence på investeringsobjekten för att vända upp och ner på varenda sten i företaget för att själva eller genom konsulter få reda på allt som är möjligt om företaget för att kunna minimera riskerna med att investera ett felaktigt belopp i företaget på grund av brist på information.

5.5 Förhandling

Den skriftliga delen av avtalet börjar enligt alla respondenter med att de efter den preliminära due diligencen sätter sig ner med entreprenören och börjar skriva ett term sheet eller ett letter of intent. Där sätter sig investeraren och entreprenören tillsammans och får ner en första bild hur affären ska komma att se ut och i stora drag vad det kommer att vara för villkor för affären och hur en kommande exit ska behandlas. Detta skrivs utifrån riskkapitalistens håll för att binda upp entreprenören så att han inte ska kunna fortsätta att förhandla med andra

5 Analys & diskussion

investerare och samtidigt få en överblick över caset innan de fortsätter till den stora biten av de skriftliga avtalen. Term sheetet hålls allt som oftast väldigt kort, normalt bara en till tre sidor.

Efter term sheetet är författat och påskrivet fortsätter riskkapitalisten med en utökad due diligence och när den är klar och riskkapitalisten har beslutat sig för att det är en investering att satsa på går affären vidare med att få ner allt på papper. Investeringsavtalet kan enligt Nymans teorier bestå av två delar, teckningsavtalet som reglerar frågor om emission, garantier och vad företaget köper i form av patent och immateriella rättigheter. Den andra delen är aktieägaravtalet som rör frågor om driften och ägandet i företaget. I vissa fall kan de slå ihop dessa två delar till ett enda investeringskontrakt.

I teorin står det att det inte är obligatoriskt att göra ett investeringsavtal men utifrån respondenterna görs det alltid utan några som helst undantag, utan ett investeringsavtal skulle aldrig en riskkapitalist gå in med en investering i ett företag eftersom riskkapitalbolagen vill ha full kontroll i vad som händer i bolaget vid olika scenarion. Det som blev tydligt med svaren från respondenterna runt den här frågan var att riskkapitalisterna ser till att genom investeringsavtalet styra vad som händer i olika scenarion för att kunna skydda sina investerade pengar.

Aktieägaravtalet är omfattande och är det som styr saker vad som händer i detalj inom bolaget enligt respondenterna. Där regleras bland annat i detalj hur styrelser ska tillsättas, hur det ska gå till, hur många det ska vara i styrelsen och hur fördelningen ska se ut i styrelsen mellan de olika parterna. Det kan även reglera hur VD:n för bolaget ska agera, vem och hur han ska rapportera till och vad VD:n får göra och inte göra och andra saker som har med driften och ledningen i bolaget att göra som är viktigt att få ner på papper. Ett annat alternativ kan vara att det skrivs en lista över saker som investerarna kan lägga in sitt veto emot för att kunna styra entreprenören så att han inte gör något som kan vara skadligt för bolaget. Förutom sådana saker som ovannämnda rör driften och ledningen i bolaget skrivs det oftast in klausuler i aktieägaravtalet för olika situationer och scenarion som kan dyka upp. Det skiljer sig lite mot vad som sägs i teorin då det enligt den skulle tas upp i teckningsavtalet men utifrån respondenternas svar så återfinns det istället i aktieägaravtalet och i de fallen det finns ett teckningsavtal så koncentrerar det sig på själva transaktionen med hur mycket aktier som ska byta ägare, för hur mycket pengar och vilket datum och vilket konto de ska in på.

Klausuler som kan vara inskrivna i aktieägaravtalet är sådana som skyddar investerarens pengar från oförutsedda händelser. Det kan handla om klausuler som låser in entreprenören i företaget så att han inte sticker med de investerade pengarna så fort de kommit in i bolaget. Det kan fungera så att om entreprenören väljer att lämna bolaget efter ett visst antal år så får han behålla ett visst antal av aktierna han äger beroende på hur många år han har varit kvar, desto längre han har stannat kvar i företaget desto mera får han behålla. En annan klausul som brukar vara med i aktieägaravtalet är någon form av prestationsklausul som reglerar vad som händer om bolaget inte når upp till de försäljningssiffror som de har beräknat med i sin affärsplan. För att kompensera icke uppnådda mål kan entreprenören justera antalet aktier för investeraren så att de får mera aktier eftersom om inte på förhand utsatta mål är uppfyllda så är inte värdet på aktierna det tilltänkta heller och då måste investeraren kompenseras för värdebortfallet. Det gäller dock för riskkapitalisterna att inte vara för hård heller i sina krav för då kan det finnas risk att entreprenörerna tappar sitt engagemang och incitament i företaget om de tappar för mycket av sin ägarandel. Ytterligare ett sätt för att skydda sina investerade pengar kan enligt Creandum vara att de skriver in en klausul i aktieägaravtalet om

5 Analys & diskussion

att investerarnas pengar får företräde ut ur bolaget om det skulle gå i konkurs eller läggas ner av andra orsaker. Då får Creandum ut sin del av pengarna först innan entreprenören får sin del även fast entreprenören kanske äger en större andel. Denna klausul hindrar entreprenören från att avsiktligt lägga ner bolaget och på så sätt få ut investerarnas pengar i egna fickor.

Enligt respondenterna skrivs det oftast ett separat garantiavtal som en del i investeringsavtalet som ett komplement till aktieägaravtalet och teckningsavtalet. Garantiavtalen består av att entreprenörerna skriftligen garanterar att det som är sagt verkligen stämmer, att de äger de aktierna som påstås, att patenten och allt annat som finns i bolaget ägs av dem och slutligen ska entreprenören garantera att de inte är inblandade i några rättstvister eller tvister med skattemyndigheten till exempel. Skulle något inte stämma som entreprenören påstår enligt garantiavtalet är den normala påföljden att det blir viten i olika storhetsordningar beroende på vad det inte är som stämmer. Anledningen till att ha viten är enligt Emano att då lyfter de upp alla saker på förhand innan de blir aktuella genom att hota med viten om det inte stämmer och genom att de slipper oro sig för det i framtiden. I små tillväxtföretag är detta oftast inga problem då verksamheten inte har hunnit blivit så stor och därför finns det inte så mycket att kontrollera i form av avtal och patent men i företag som är lite mer mogna är det mer att göra eftersom riskkapitalbolagen även måste gå genom alla avtal som finns i tillväxtföretaget så att det inte finns några osäkra fakturor som ligger. Om det finns några sådana fakturor så skrivs det in i garantiavtalet att om inte de pengarna kommer in i bolaget så får entreprenören korrigera värdet på de obetalda fakturorna med sina aktier istället.

En annan del som kan skrivas in i avtalen är hur investeringsrundorna ska gå till. För att minimera att det ska kunna uppstå moral hazard och att att minimera chansen till att entreprenören ska slösa bort pengar i företaget är genom skedmatningsprincipen. Istället för att få hela investeringen på en gång får entreprenören små investeringar oftare istället för att då tvinga entreprenören att visa upp framsteg hela tiden och minska möjligheterna till ett chansande med överblivna pengar som kanske inte behövs i bolaget än. Stegvis investeringar är något som alla våra respondenter berättade är ett vanligt tillvägagångssätt för deras tillfällen även om det även förekommer stora inbetalningar i början till vissa företag. Det kan enligt teorin bero på att vissa företag kan behöva en större inbetalning i början då de på grund av att de inte kan visa en positiv resultatutveckling direkt och att det då skulle kunna hindra utvecklingen i företaget om det inte var en tillräckligt stor grundinvestering från början.

Kontrakten försöker de skriva så exakta som möjligt för att det inte ska bli någon diskussion om vad som verkligen står i kontraktet utan det ska helst vara så svart på vitt som möjligt och utan möjligheter till några större tolkningsutrymmen. Målet med investeringsavtalet är dock för alla parter att när det väl är påskrivet så ska det inte behöva komma fram igen utan att allt ska flyta på i framtiden. Om riskkapitalbolaget tvingas plocka fram någon del av investeringsavtalet efter det att affären är genomförd är det något som inte stämmer i förhållandet mellan entreprenören och investeraren och det är det ingen som vill ska hända på förhand. Aktieägaravtalet är som ett försäkringsbrev som bara finns där i bakgrunden så länge allt fungerar som det ska men det blir väldigt viktigt de gånger det behövs plockas fram.

5.6 Efterinvesteringsaktiviteter

När investeringsavtalet är påskrivet och klart går riskkapitalbolaget ur sin roll som aktiv investerare till att vara mer en samarbetspartner. Det finns några olika typer av samarbetsformer såsom styrelseledamot, konsult med specialkompetens etcetera. Det mest generella är att riskkapitalbolagen sitter med i företagets styrelse som styrelseledamot.

5 Analys & diskussion

Risikkapitalbolagen har i regel mindre positioner i styrelsen där det är med som rådgivare och hjälper till med leverantörer, nätverk och annat som ingår i entreprenörens drift av företaget.

Det finns två olika strategier som risikkapitalisterna använder sig av och det är hands on och hands off. Hands on strategier används i tidiga skeden och hands off används i mer mogna företag som har kommit längre i tillväxtfasen. Dessa strategier är som risikkapitalbolagen uttryckte det naturligt kopplade till den riske exponering som risikkapitalbolagen tar när de investerar i ett tillväxtföretag. Ett moget tillväxtföretag är betydligt mindre riskfyllt än ett tillväxtföretag som ligger i sin allra första expansionsfas. I de yngre tillväxtföretagen tillämpar risikkapitalbolaget hands on strategier för att ha kontroll och ha möjlighet att styra företaget. Det gäller dock att ha en balans och att kunna kontrollera och styra på ett sätt som inte begränsar entreprenören i driften av företaget och möjligheten för att lyckas. Detta ställer krav på risikkapitalisterna att de har rätt kompetens för att kunna göra en bedömning och ta rätt beslut.

Den viktigaste anledningen till att risikkapitalbolagen använder dessa strategier vid implementering på marknaden är att tillväxtföretaget får kapital så det kan fortsätta utveckla företaget och sin produkt. Kapitalet används dels för att avgöra och testa prototypen som sedan skall bli en produkt på marknaden i framtiden. När risikkapitalisten tycker att prototypen och produkten tillsammans med marknadsrapporterna är tillräckligt bra då är det dags att börja sälja produkterna på den marknad där entreprenören tänkt agera. Om och när försäljningen av produkterna går bra och marknadens feedback på produkterna är bra och på sikt få produkterna att bli lönsamma. I detta skede räknar risikkapitalisten med att nå ett nollresultat och tillväxtföretaget är i behov av mer kapital för att kunna öka sin produktion av produkter. När produktionen ökar och försäljningen därmed inbringar större lönsamhet och företaget börja visa positiva siffror kan risikkapitalisten börja räkna hem de investerade kapitalet på sikt. Tillväxtföretaget kommer att vara i behov av externt kapital trots att det går bra för att kunna utöka sin maskinpark, utveckla produkter etcetera. Frågan som tillväxtföretaget skall ställa sig i detta skede är om det ska ta in mer riskkapital eller vända sig till en bank för att få finansiering vilket kan ha sina fördelar.

Den relation som risikkapitalisten har med entreprenören utvecklas kontinuerligt och utformas efter de behov och inflytande som finns av finansiering. Relationen bygger på ett partnerskap och de utvecklas i kombination med relationen så länge risikkapitalisten har betydande inflytande i företaget.

När en risikkapitalist investerar i ett tillväxtföretag uppstår det enligt teorin ett agent/principalförhållande mellan risikkapitalisten och entreprenören i företaget när risikkapitalisten lämnar över kontrollen av sina investerade pengar till entreprenören. Det ger entreprenören möjlighet att intressera sig mer för sina egna ekonomiska intressen istället för att göra ett bra jobb och tänka på företagets bästa. För att motverka detta kan vara genom ett belöningsystem som ger honom ekonomiska incitament att jobba för företagets bästa eller att göra stegvisa investeringar för att utan att företaget går bra får de inga fler investeringar vilket blir ett incitament för entreprenören att göra ett bra jobb. Utgår vi från våra respondenter så är det gemensamt att de aldrig går in som huvudägare utan de går istället in som minoritetsägare. Anledningen till att risikkapitalbolagen bara går in som minoritetsägare varierar enligt svaren där SEB Företagsinvest säger att det beror på att de inte vill ha en massa dotterbolag till banken medan Creandum säger att de vill att entreprenören som leder bolaget och är kritiska för bolagets utveckling ska vara med och äga en stor del i företaget. Detta är nog egentligen sanningen för alla risikkapitalbolag att den största anledningen till att de inte gå in som

5 Analys & diskussion

huvudägare i bolagen när de investerar är att de vill att entreprenören ska ha ett sådant stort ägande så att det finns ekonomiska incitament för honom att jobba för företagets bästa. Sedan kan andelarna i bolaget komma att spädas ut på sikt i företaget men det sker troligen först när företaget har börjat få fart och då finns fortfarande det ekonomiska incitamentet för entreprenören och medan bolaget växer och får en starkare organisation minskar möjligheten för att entreprenören ska kunna gagna sig själv ekonomiskt även om risken för det alltid finns där så länge som entreprenören sitter på någon väsentlig post i företaget. Men genom att entreprenören stannar kvar som huvudägare i bolaget även efter att riskkapitalisterna har investerat sina pengar är troligen det bästa incitamentet för att entreprenören ska stanna kvar och vara fortsatt lika engagerad i företaget.

Moral hazard kan uppstå mellan entreprenören och riskkapitalisten om entreprenören börjar ta chanser med de investerade pengarna då han känner att det inte är hans egna pengar och därför kan ta stora risker med dem för att få en stor vinst. För att förhindra det så gäller det att ha en genomarbetad monitoring i bolaget. Detta börjar redan när aktieägaravtalet skrivs på, då skriver riskkapitalisten in klausuler där om bland annat hur rapporteringen ska gå till från entreprenörerna till riskkapitalisterna och hur styrelser och andra ledande poster ska tillsättas och hur stort inflytande riskkapitalisterna ska ha i styrelsen. Genom att styra upp hur ledande poster och hur mycket inflytande riskkapitalisterna ska ha så minimerar de på det sättet möjligheter för entreprenören att ta för stora risker då de har kontroll över de viktiga besluten.

5.7 Exit

När tillväxtföretaget har kommit till en fas då det finns en ekonomisk hållbar avkastning i tillväxtföretaget som motsvarar den avkastning på investeringen som är kopplat till de risker som riskkapitalisten tagit under resans gång är det dags för en exit. Denna exit kan ske på i princip två olika sätt, antingen en fusion med andra bolag eller en publik försäljning av företaget. Riskkapitalisten leder exiten på ett sätt där de bestämmer vilket som ger mest avkastning för att kunna kamma hem vinsten på ett tillförlitligt sätt. Dock vill riskkapitalbolaget precis som entreprenören inte att all exitvinst ska tillfalla riskkapitalbolaget och ingenting till entreprenören, utan vinsten ska fördelas på ett rimligt och välbalanserat sätt där riskkapitalisten i regel får en större andel baserat på den risk de tagit under resans gång. Andelen av exitvinsten är framförhandlat för det är ingen av parterna som vill ge bort mer av vinsten än nödvändigt för att avkastningskravet skall uppfyllas.

Under denna fas så är det inte helt klart när en exit är aktuell för tillväxtföretaget kan vara i behov av ytterligare investeringar för att kunna bibehålla den ökade tillväxten. Beroende på hur värdet ser ut på aktierna så kan de bli avgörande när en försäljning skall ske för att ge störst exitvinst för riskkapitalbolaget och entreprenören. Säljtillfället är också beroende på hur finansieringsmöjligheterna är på marknaden för intresserade parter som vill köpa upp delar eller hela tillväxtföretaget. Under detta skede kan det vara så att riskkapitalister som var med till en början med insatt kapital köps ut eller någon omfördelning sker mellan de olika riskkapitalisterna. Som nämnts tidigare så kan försäljning av tillväxtföretaget gå till på i princip två olika sätt men IPO (initial public offering) är det vanligaste dvs. när företaget säljs till allmänheten på marknaden. Betalning för ett tillväxtföretag kan ske i huvudsak på tre olika sätt, pengar, aktier eller andra lånefinansiering.

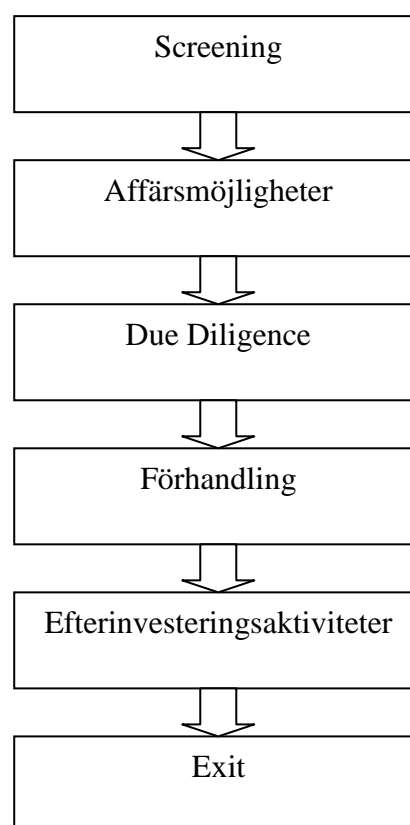
6 Slutsatser/slutdiskussion

6.1 Slutsatser/slutdiskussion

Vår problemformulering är: *Hur ser investeringsprocessen ut när riskkapitalbolag väljer att investera i ett tillväxtföretag och vilka problem uppstår under vägen?*

Under vår långa väg med uppsatsen har vi konstaterat till att investeringsprocessen inledningsvis består av fyra olika steg som alla riskkapitalbolag använder sig av innan de gör en investering. Passerar inte tillväxtföretaget dessa fyra steg är det inte intressant för riskkapitalbolagen att göra någon investering. Efter de fyra inledande stegen kommer det ytterligare två steg som ska genomföras innan riskkapitalbolagen slutligen får ut sin avkastning av försäljningen genom att göra en exit. De totalt sex stegen kan illustreras som figuren till höger.

Tiden det tar från det att riskkapitalbolagen har hittat ett investeringsobjekt tills förhandlingen är avslutad och kontraktet är färdigt och påskrivet kan variera mycket mellan affär till affär. Generellt sätt är det normalt att en process att hitta ett företag tills kontraktet är skrivet tar mellan 6-18 månader beroende på hur mycket arbetsbelastning både riskkapitalisten och entreprenören har och hur mycket konkurrens det är om affären. Är det flera riskkapitalbolag som är intresserade av samma investeringsobjekt kan affären bli klar betydligt fortare.



Investeringsprocessen kan beskrivas utifrån en sammanfattning av de sex olika stegen.

- Screening – Screeningen är en viktig del i att hitta lämpliga investeringsobjekt för riskkapitalbolagen. Det är viktigt att riskkapitalbolagen jobbar effektivt i den här delen av processen för att hitta rätt objekt och lära känna rätt kontakter och mellanhänder. Riskkapitalbolagen väljer att specialisera sig på specifika branscher som de är insatta i och har ett brett kontaktnät.
- Affärsmöjlighet – Affärsmöjligheterna består till stor del av tillväxtföretagets affärsidé och affärsplan. Det är viktigt att affärsidén och affärsplanen är utformad så att riskkapitalisterna ser potentialen i företaget och den produkt som ska lanseras på marknaden. Om inte det framhäves är det lätt att riskkapitalisterna inte investerar i företaget.
- Due diligence – Är ofta indelad i två steg där det först är en preliminär due diligence som är en grundläggande undersökning av investeringsobjektet och om de passerar det

6 Slutsatser/slutdiskussion

steget så gör det en full due diligence som är mycket mera omfattande. Det är viktigt att riskkapitalisten vrider och vänder på varje sten så att det inte kommer upp något oväntat efter de har investerat pengarna.

- Förhandling – Under förhandlingen skrivs de avtal som kommer att finnas med ända fram till företaget gör en exit. Det skrivs flera olika avtal, aktieägaravtal, teckningsavtal och garantiavtal är vanligt förekommande i den här sortens affärer. Dessa avtal används av riskkapitalbolagen för att garantera att allt är som det ska i bolagen och för att kunna styra bolaget trots att de inte går in som majoritetsägare.
- Efterinvesteringsaktiviteter – När förhandlingen är avslutad och kontrakten påskrivna kliver entreprenören och riskkapitalbolaget in i ett nära samarbete i företaget. Beroende på hur moget investeringsobjektet är tar riskkapitalbolagen olika roller efter hur mycket hjälp företaget behöver för att kunna producera och introducera produkter på marknaden.
- Exit – När tillväxtföretaget har kommit till en fas där riskkapitalbolaget kan sälja tillväxtföretaget och räkna hem en avkastning som motsvarar de risker som riskkapitalbolaget har tagit under resans gång är det dags att göra en exit. Exiten kan ske på olika sätt och ofta är det redan i förväg bestämt hur den ska gå till enligt de skrivna avtalen.

Vårt första delsyfte var: *Att undersöka hur investeringsprocessen och riskkapitalbolag påverkades av IT-kraschen under början av 2000-talet.*

Efterverkningarna av IT-kraschen verkar inte att ha slagit så hårt på riskkapitalbranschen om vi lyssnar till våra respondenter som vi intervjuat. Enligt de själva klarade de sig genom IT-bubblan utan att påverkas speciellt mycket men Emano påpekar att de har blivit lite mer noggranna och följer företagen längre numera innan de investerar och det visar att de har fått sig en tankeställare av vad som hände IT-kraschen. Vi kan dock dra slutsatser att alla riskkapitalbolag inte gick lika helskinnade genom IT-kraschen då antalet riskkapitalbolag minskade kraftigt direkt efteråt och även kapitalet som fanns i den svenska riskkapitalbranschen minskade efter IT-kraschen.

Vårt andra delsyfte var: *Att skapa en förståelse för vilken problematik det finns under investeringsprocessen och vad riskkapitalbolag gör för att minska dessa problem.*

Ett problem som uppstår under i stort sett hela investeringsprocessen är det välkända agentproblemet där det uppstår ett agent/principalförhållande mellan riskkapitalisten och entreprenören. I alla delar av investeringsprocessen märks det i intervjuerna av respondenterna att det görs åtgärder för att minimera agentproblemen. Riskkapitalisterna har bra rutiner för att hantera agentproblemen, framför allt genom att utforma de olika kontrakt som används vid investeringen vilket gör att riskkapitalisterna får ett stort inflytande i investeringsobjektet trots att de bara är minoritetsägare i företaget. Inflytandet de får i företaget gör att det kan användas till övervakning och monitoring av entreprenören för att se till att han gör maximal nytta. Genom att riskkapitalisterna inte heller blir majoritetsägare i företaget får de ett incitament för entreprenören att fortsätta göra sitt yttersta i företaget.

6.2 Författarnas förslag på fortsatt forskning

Det som skulle vara intressant att forska vidare är hur entreprenörerna uppfattar investeringsprocessen och om det finns olikheter mellan olika riskkapitalbolag. En sådan studie skulle vara ett komplement till vår studie. Det finns mycket begränsad forskning som är fokuserad på entreprenörerna och hur de uppfattar investeringsprocessen och det skulle vara mycket intressant att få ett resultat utifrån det perspektivet.

Det skulle även vara intressant och kompletterande för vår studie om någon gjorde en fallstudie på ett investeringsobjekt där de i förväg fick fram en teoretisk beskrivning om hur processen går till av en riskkapitalist och där de sedan följer med under en investeringsprocess och undersöker om det verkligen går till som det i förväg presenterade sättet.

7 Sanningskriterier

7.1 Validitet

Validitet innebär som helhet att forskaren mäter det den verkligen avser att mäta. Vid denna typ av studie så kan systematiska fel uppkomma och för att säkerställa att det inte blir systematiska fel är det viktigt att använda lämplig mått på det som avses att mäta.⁸⁶ En viktig del med forskning är att det resultat som forskningen leder fram till ska vara giltigt som i sin tur ska leda till tillförlitliga slutsatser. En förutsättning är att uppsatsen har hög validitet.

Vi anser att vår uppsats har hög validitet då vi har varit kritiska samt att vi konsulterat vår handledare och andra nyckelpersoner. Dessa personer har granskat dels den intervjumanual vi använt oss av och de resultat som vi sedan sammanställt. Utifrån de förutsättningar och den tidsbegränsning som vi haft så känner vi att vi fått fram den relevanta informationen för att kunna besvara problemformuleringen på ett tillförlitligt sätt. Detta anser vi avspeglar en hög validitet för vår studie.

7.2 Reliabilitet

Reliabilitet mäter hur stor grad av tillförlitlighet mätningen har som avsetts att mäta i form av information. En ledande grundpunkt är att de ska kunna göras en liknande mätning med samma mätinstrument vid ett annat tillfälle med samma förutsättningar och komma fram till samma resultat. Detta mäter i sin tur trovärdigheten i studien och kommer fram till samma resultat med ytterligare en mätning då anses resultatet ur studien har god intersubjektivitet.

Då vi utförde intervjuer, kan det vara relativt svårt att upprepa samma intervju flera gånger då det förhållandet vi har haft till respondenten kan ha påverkat svaren. Vi anser dock att vi försökt minimera risken för att våra värderingar utifrån ämnet påverkat mätningar som vi utfört. Genom en tydlig återkoppling till respondenternas svar så har vi uppnått en kontroll att våra antaganden och tolkningar är jämlikt respondenternas.

7.3 Överförbarhet

Då en individ kan tillgodose sig den utvecklade företeelsen tillsammans med egna erfarenheter och kunskap som i sin tur leder till en öka förståelse av den egna situationen, så innebär det att det finns överförbarhet⁸⁷. Vi menar att vår studie är överförbar då andra läsare kan tillgodose sig användbara förklaringar i verkligheten för egen del.

⁸⁶ Karin Dahmström, *Från datainsamling till rapport, 3 uppl.* (Lund: Studentlitteratur, 2000), 210-211.

⁸⁷ Maj-Britt Johansson-Lindfors, *Att utveckla kunskap: om metodologiska och andra vägval vid samhällsvetenskaplig kunskapsbildning* (Lund: Studentlitteratur, 1993), 166-167.

8 Källförteckning

8.1 Litteratur

Bjereld, Ulf, Marie Demker och Jonas Hinnfors. *Varför vetenskap*. Lund: Studentlitteratur, 2002.

Bryman, Alan. *Kvantitet och kvalitet i samhällsvetenskaplig forskning*. Lund: Studentlitteratur, 1997.

Camp, Justin J. *Venture capital due diligence: a guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns*. New York: Wiley, 2002.

Dahmström, Karin. *Från datainsamling till rapport, 3 uppl.* Lund: Studentlitteratur, 2000.

Hill, Bryan E. and Dee, Power. *Inside secrets to venture capital*. New York: John Wiley, cop. 2001.

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

Johannessen, Asbjorn och Per Arne Tufte. *Introduktion till Vetenskaplig Metod*, Malmö: Liber AB, 2003.

Johansson-Lindfors, Maj-Britt. *Att utveckla kunskap: om metodologiska och andra vägval vid samhällsvetenskaplig kunskapsbildning*. Lund: Studentlitteratur, 1993.

Kvale, Steinar. *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Lund: Studentlitteratur, 1997.

Nyman Michael, *Riskkapital*. Stockholm: Norstedts juridik, 2002.

Wallén, Göran. *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur, 1996.

Widerberg Karin. *Kvalitativ forskning*. Lund: Studentlitteratur, 2002.

8.2 Tidskrifter

Akerlof, George A., "The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, August, (1970): 488–500.

Cumming, Douglas J., and Jeffrey G. MacIntosh. "Venture Capital Exits in Canada and the United States". Working Paper. University of Alberta and University of Toronto.

Gomez-Mejia, Lois., and Robert M. Wiseman. "Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook". *Journal of Management*, Vol. 23, No. 3 (1997): 291-374

Isaksson, Anders., "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden", *Venture Capital: A European Perspective*, (2006): 143-156

8 Källförteckning

Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*. Vol. 13 (1984): 187-221.

Reid, Gavin C., "The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry". *Venture Capital*, Vol. 1, No. 4 (1999): 285-302.

Repullo, Rafael., and Javier Suarez. "Venture Capital Finance: A Security Design Approach". Working Paper No 9804 September 1998

Rothschild, Michael., and Joseph J. Stiglitz. "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information". *Quarterly Journal of Economics*, 90 (1978): 629-649.

Sahlman, Wiliam A., "How to write a great business plan". *Harvard Business Review*, July-August (1997): 98-108

Sahlman, Wiliam A., "The structure and governance of venture capital organizations". *Journal of Financial Economics*, 27 (1990): 473-521.

Smith, D. Gordon., "The Exit Structure of Venture Capital". *UCLA Law Review*, Vol. 53, No. 315 (2005): 315-356

Tyebjee, Tyzoon T., and Albert V. Bruno. "A Model of Venture Capialist Investment Activity". *Management Science*, Vol. 30, No. 9 (1984): 1051-1066.

Tykvová, Tereza., "What do economists tell us about venture capital contracts?". *Journal of Economic Surveys*, Vol. 21, No. 1 (2007): 65-89

Wang, Susheng., and Hailan Zhou. "Staged financing in venture capital: moral hazard and risks". *Journal of Corporate Finance*, 10 (2004): 131-155.

8.3 Tidningar

Jessica S. Kempe, "Riskkapitalbolagen satsar allt hårdare", Dagens Nyheter, 15 juli 2005, sekt. C s. B2.

8.4 Rapporter

Höök, Mikael., och Mathias Pettersson., "Venture capital-företags tillvägagångssätt vid investering och styrning av portföljbolag" Luleå: Luleå Tekniska Universitet, 2002.

Isaksson, Anders., "Effekter av venture capital i Sverige" B 1999:3, Stockholm: Nutek, 1999.

IVA-R432, *Förnuftsvärdering: Värdering av tillväxtföretag*, Stockholm: Connect Sverige, 2002.

IVA-R438, *Från såddkapital till börsintroduktion: Hur Du som tillväxtentreprenör hanterar investera*, Stockholm: Connect Sverige, 2000.

8 Källförteckning

Rapport 2006:24, *Risikkapital för alla: Svenska risikkapitalinvesteringar 2005 – Ur ett jämställdhets- och integrationsperspektiv*, Stockholm: Länsstyrelsen i Stockholms Län, 2006.

R 2006:25, *Risikkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden, Tredje kvartalet 2006*, Stockholm: Nutek, 2006.

R 2007:07, *Risikkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden, Fjärde kvartalet 2006*, Stockholm: Nutek, 2007.

8.5 Internet

Dagens industri, *Rekordår för risikkapital*, 2006-03-21,
<http://di.se/Index/Nyheter/2006/03/21/180518.htm?src=xlink>

Dagens industri, *Risikkapitalbranschens försvarstal*, 2007-03-20,
<http://di.se/Index/Nyheter/2007/03/20/225964.htm?src=xlink>

Dagens industri, *Sverige störst i världen på risikkapital*, 2007-04-17,
<http://di.se/Index/Nyheter/2007/04/17/229498.htm?src=xlink>

Pressmeddelande, Ny kvartalsrapport med årssiffror för 2005,
<http://www.svca.se/home/news.asp?sid=337&mid=3&NewsId=10465>

Bilaga 1

Intervjumall

Hur ser ni på investeringsprocessen utifrån ett teoretiskt perspektiv?

- Hur ”borde” en investeringsprocess se ut, finns det några generella steg?

Om den inte följer det teoretiska perspektivet, hur ser den ut i verkligheten?

- Hur uppfattade ni investeringsprocessen under investeringens gång?

Hur ser era investeringar generellt ut, är det mest tillväxtföretag eller är det större investeringar i mogna företag?

Hur värderar ni företag som ni planerar att investera i?

- Hur bedömer ni potential etc. i företaget?
- Hur stor betydelse har den ekonomiska värderingen i företaget för er investering?

Hur ser en generell förhandling ut mellan riskkapitalbolag och det potentiella investeringsobjektet?

- Vad behandlas under förhandlingarna? (Värdering, pris etc?)
- Hur utformas aktie/ägaravtalet?
- Hur omfattande är detta avtal?

Bilaga 2

Kompletterande intervjufrågor om Riskkapital efter IT kraschen

1. Har och i så fall hur har investeringsprocessen förändrats efter IT-kraschen i början av 2000-talet?
2. Har avkastningskraven förändrats på era investeringar från före, under och efter IT-kraschen?
3. Hur har tidsperspektiven på investeringar förändrats från före, under och efter IT-kraschen?
4. Vilken fas är det som ni investerar i och har ni valt att byta branscher efter IT-kraschen?
5. Hur ser ni på risker kopplade till investeringar efter IT-kraschen och har er benägenhet att investera och ta risker förändrats något på grund av IT-kraschen?