



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
Finansiell företagsstyrning

VENTURE CAPITAL &

JAKTEN PÅ DEN PERFEKTA
INVESTERINGEN

Gustav Borg & Henrik Ekelund

Den 31 januari 2005

Uppsats på C-nivå
Göteborg University
School of Economics &
Commercial Law

HT 2004

Handledare: Zia Mansouri

Sammanfattning

Venture capital är ett relativt nytt begrepp inom den svenska ekonomin. Ordet är, liksom många andra begrepp inom det finansiella området, hämtat från andra sidan Atlanten, där begreppet venture capital är definierat som en ren investeringsform.

Vi har i vår uppsats intervjuat fem olika venture-capitalaktörer på den svenska marknaden. I vår undersökning har vi sökt svar på frågor kring kriterier, strategiska val och beslut. Vi har angripit på vår problembeskrivning dels utifrån ett teoretisk och dels utifrån ett praktiskt perspektiv.

Uppsatsen bygger på ett teoretiskt ramverk men tyngdpunkten i uppsatsen ligger på att undersöka hur venture-capitalföretagen arbetar i praktiken med dessa faktorer. Uppsatsens fokus ligger på förvandlingen från när en attraktiv investering skall bli en lönsam investering.

Det finns en rad olika kriterier, strategier och beslut som bidrar till att skapa en attraktiv investering. En attraktiv investering blir således en grundförutsättning för att kunna skapa en framgångsrik och lönsam investering.

Kombinationen av entreprenörernas ”hunger” att lyckas, ledningens ”erfarenhet och skicklighet” att ro ett projekt i hamn, samt finansiärernas möjligheter till att ”binda och riskera kapital” blir med andra ord goda grundstenar för att bygga en framgångsrik investering.

Vi har under arbetets gång kommit fram till att en perfekt investering endast kan skapas i samarbetet mellan dessa tre intressenter då vissa förutsättningar råder. Förutsättningar kan vara dels att en växande eller en redan stor marknad för produkten existerar och dels att produkten är skyddbar eller patenterad.

I vår undersökning har vi kommit fram till att ledningen/management anses vara det absolut viktigaste kriteriet för att en investering i slutändan skall kunna räknas som lyckad. Vi har också kommit fram till att ledningsteamet har störst inverkan på om ett prospekt kommer att bli finansierad eller ej.

Förord

Vi har under arbetets gång fått en stor inblick i hur svenska venture-capitalföretag arbetar och har även fått en bredare förståelse för ämnet som helhet. Vi har fascinerats av de stora avkastningar som är möjliga inom branschen. Vi insåg hur viktig denna bransch är för utveckling av nya idéer och företag.

Vi förstod snart att långt ifrån alla investeringar är lyckosamma och att en hög grad av misslyckade investeringar karaktäriserar branschen. Vår ambition med uppsatsen ”jakten på den perfekta investeringen” är att klargöra de kriterier och strategier som förknippas med högriskinvesteringar i Sverige idag.

Vi vill härmed tacka följande personer som med er medverkan gjorde denna uppsats möjlig:

Ingvar Andersson, Johan Carlsson, Cecilia Gross Friberger, Håkan Jansson, Robin Sukhia och Lars Öjefors.

Vi vill tacka Harald Landt för hjälp med val av ämnesinriktning och intressanta samtal kring ämnet.

Vi vill tacka vår handledare, Zia Mansouri som visat stort intresse och givit oss värdefulla idéer och intressanta perspektiv på ämnet.

Göteborg den 8 januari 2005

Gustav Borg

Henrik Ekelund

1. INTRODUKTION	6
1.1 BAKGRUNDS BESKRIVNING	6
1.2 PROBLEMDISKUSSION	7
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	8
1.4 AVGRÄNSNINGAR	8
1.5 SYFTE	8
2. METOD	9
2.1 URVAL	9
2.2 DATAINSAMLING	9
2.3 INTERVJUER	9
2.4 INTERNET	10
2.5 GENOMFÖRANDE	10
2.6 RELIABILITET OCH VALIDITET	11
2.7 METODKRITIK	12
2.8 KÄLLKRITIK	12
2.9 UNDERSÖKNINGSPROCESS	12
3. TEORI	13
3.1 BEGREPPET VENTURE CAPITAL	13
3.2 ÄGARSTRUKTURER FÖR VENTURE CAPITAL	15
3.3 VENTURE CAPITAL MARKNADEN I SVERIGE	15
3.4 STATISTIK ÖVER INVESTERINGSFASER OCH BRANSCHER	16
3.5 HUR ARBETAR VENTURE CAPITAL FÖRETAG	16
3.5.1 STRUKTUR	16
3.5.2 FONDEN	17
3.5.3 MANAGEMENTBOLAG	17
3.5.4 GENERAL PARTNER	17
3.5.5 ADVISORY BOARD	17
3.5.6 INVESTERINGSKOMMITTÉ	18
3.5.7 PORTFÖLJBOLAGEN	18
3.5.8 ANALYSMODELL	18
3.6 INVESTERINGSKRITERIER	19
3.6.1 URVALSPROCESS OCH ARBETSGÅNG	19
3.6.2 BEDÖMNING AV INVESTERINGENS KOMPONENTER	19
3.6.3 KRITERIER SOM SKILJER EN LYCKAD INVESTERING FRÅN EN MISSLYCKAD	20
3.6.4 KOGNITIV MODELL FÖR INVESTERINGAR I OKÄNDA SEKTORER	21
3.7 INVESTERINGSSTRATEGIER	23
3.7.1 ERSÄTTNINGINVESTERING	23
3.7.2 SYNDIKERING	23
3.7.3 OLIKA INVESTERINGSFASER	23
3.7.3.1 SÄDD OCH UPSTARTSFAS	23
3.7.3.2 Tidig tillväxtfas	24
3.7.3.3 Expansionsfas	24
3.7.3.4 Mogna fasen	24
3.8 BESLUTSPROCESSEN	24
3.8.1 DE SJU ÖVERLEVNADSHYPOTESERNA	24
3.8.2 STYRNING AV INVESTERINGSBESLUT, EN KUNSKAPSBASERAD INFALLSVINKEL	26
3.8.3 VENTURE-CAPITALFÖRETAGS INVOLVERING I GJORDA INVESTERINGAR	28
3.9 REALISERA FRAMGÅNGSRIKA OCH MISSLYCKANDE INVESTERINGAR	29
4. EMPIRISK ANALYS	31
4.1 INDUSTRIFONDEN	31
4.1.1 AVKASTNINGSKRAV OCH MÅLUPPFYLLELSE	31
4.1.2 INVESTERINGSKRITERIER	31

4.1.3 STRATEGIER OCH BESLUT	32
4.1.4 EXIT	33
4.2 AFFÄRSSTRATEGERNA	33
4.2.1 AVKASTNINGSKRAV OCH MÅLUPPFYLLELSE	33
4.2.2 INVESTERINGSKRITERIER	33
4.2.3 STRATEGIER OCH BESLUT	35
4.2.4 EXIT	36
4.3 INVESTOR GROWTH CAPITAL	36
4.3.1 AVKASTNINGSKRAV OCH MÅLUPPFYLLELSE	36
4.3.2 INVESTERINGSKRITERIER	37
4.3.3 STRATEGIER OCH BESLUT	37
4.3.4 EXIT	38
4.4 CHALMERSINVEST	39
4.4.1 AVKASTNINGSKRAV OCH MÅLUPPFYLLELSE	39
4.4.2 INVESTERINGSKRITERIER	39
4.4.3 STRATEGIER OCH BESLUT	39
4.4.4 EXIT	41
4.5 VOLVO TECHNOLOGY TRANSFER	41
4.5.1 AVKASTNINGSKRAV OCH MÅLUPPFYLLELSE	41
4.5.2 INVESTERINGSKRITERIER	41
4.5.3 STRATEGIER OCH BESLUT	42
4.5.4 EXIT	43
5. DISKUSSION	44
5.1 ÄGARSTRUKTUR FÖR VENTURE CAPITAL FÖRETAG	44
5.2 AVKASTNINGSKRAV	44
5.3 MÅLUPPFYLLELSE	44
5.4 INVESTERINGSKRITERIER	44
5.5 STRATEGIER OCH BESLUT	46
5.5.1 RISKHANTERING	46
5.5.2 PIONJÄR ELLER EFTERFÖLJARE	47
5.5.3 DE ATTRAKTIVA INVESTERINGARNA	47
5.5.4 ATT UPSKATTA FRAMTIDA EFTERFRÅGAN	47
5.5.5 ERSÄTTNINGVINSTER OCH SYNDIKERING	48
5.5.6 FASER OCH BRANSCHER OCH GEOGRAFISKA AVGRÄNSNINGAR	48
5.5.7 ÄGARANDEL FÖR PORTFÖLJBOLAGEN	49
5.5.8 FRAMGÅNGSFAKTORER	49
5.5.9 NÄR NYCKELFAKTORERNA I INVESTERINGEN FÖRÄNDRAS	50
5.5.10 INTUITION	50
5.6 HUR VENTURE CAPITAL FÖRETAG REALISERAR EN VINST ELLER FÖRLUST	51
5.7 TABELL ÖVER VENTURE-CAPITALFÖRETAGENS KARAKTERISTIKER	51
6. SLUTSATS	52
7. SLUTORD OCH EGNA REFLEKTIONER	55
8. FÖRSLAG PÅ VIDARE STUDIER	57
9. UTVÄRDERING AV DE EGNA PRESTATIONERNA	57
10. ORDLISTA	58
11. REFERENSER	60
APPENDIX A	62

1. Introduktion

I detta avsnitt presenteras bakgrunden till uppsatsens problemområde följt av en problemdiskussion. Vidare redogör vi för problemformuleringen samt beskriver syftet med uppsatsen.

1.1 Bakgrunds beskrivning

Venture capital är ett relativt nytt begrepp inom den svenska ekonomin. Ordet är, precis som många andra begrepp inom det finansiella området, hämtat från andra sidan Atlanten, där begreppet Venture capital är definierat som en ren investeringsform. Vi kommer senare i vår uppsats att redogöra för definitionen av venture capital. Medan begreppet venture capital har existerat i USA sedan 50-talet, har dess motsvarighet i Sverige beskrivits med hjälp av en rad olika uttryck. Begreppet riskkapital och private equity används ibland som synonym för venture capital skriver Isaksson (1999) i rapporten Venture capital - begrepp och definitioner. Vidare skriver Isaksson i sin studie att detta användande av begreppen inte är helt korrekt. Han pekar på att riskkapital är en synonym för företagets egna kapital och att begreppet används till största delen beroende på den risk som företagets ägare exponerar sig för i förhållande till andra externa finansiärer. Venture capital kan således vara en variant av riskkapital. Private equity investerar liksom venture capital i företag som ännu inte är marknadsnoterade. Skiljelinjen mellan private och venture capital går vid att en investering för ett private equity bolag inte automatiskt innebär ett aktivt engagemang i det investerade bolaget.

Venture-capitalföretagen sprider vanligtvis sina risker över ett antal investeringar som tillsammans utgör en portfölj. Ett bolag som ett venture capital företag väljer att investera i går under benämningen portföljbolag (Isaksson, 1999). I en tidigare publicerad rapport (NUTEK, 2004) behandlas utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag mellan 1998 och 2003. Rapporten visar att portföljbolag som delvis eller helt finansieras av venture-capitalföretag växer betydligt snabbare än samtliga privata bolag i Sverige. Motsvarande resultat har identifierats i en amerikansk studie av Gompers och Lerner (2001), där man säger att företag som får stöd av venture-capitalföretag växer snabbare och genererar mer värde än företag som inte haft deras stöd. Venture capital spelar således en stor roll i att utveckla företag och idéer och är därav en viktig källa i dagens ekonomiska utveckling och välfärd.

En viktig aspekt av venture-capitalindustrin blir därmed den höga grad av osäkerhet som venture-capitalföretaget måste agera i för att få möjlighet att dra nytta av fördelarna nämnda ovan. Den höga risk som företagen exponeras för reflekteras i resultatet av investeringarna. Detta är ett ämne som Valliere och Peterson (2003) har studerat närmre. Valliere och Peterson rapporterar att av tio investeringar kommer två till tre att misslyckas och resultera i total förlust för venture-capitalföretaget. Sex av dessa tio investeringar kommer att överleva men producera ett resultat som inte lever upp till de förväntade avkastningskraven. Endast en eller två av investeringarna kommer att ge en så pass tillfredställande avkastning att de övriga investeringarna i portföljen vägs upp. De få investeringar som lyckas möta venture-capitalföretagets avkastningskrav har så pass höga marginaler att de kan täcka de övriga förlusterna samt generera en vinst. I förlängningen betyder detta att varje potentiell investering måste innehålla möjligheten att möta venture-capitalföretagets höga avkastningskrav.

1.2 Problemdiskussion

I och med den stora vikt som läggs vid vilka investeringar som kommer att betraktas som potentiella och attraktiva, samt vid vilka beslut som ligger till grund för att närmre undersöka en investering har en rad forskningsrapporter och litteratur skrivits på området. Vi har valt att diskutera problemet utifrån tre olika problemområden:

Sorteringsproblem

En rapport skriven av Tyebjee och Bruno (1984) bidrog till att identifiera de olika steg som venture-capitalprocessen innehåller. Denna process beskrivs av Tyebjee och Bruno på följande sätt i stora drag: identifiering av prospekt, sällning, utvärdering, affärsstruktur och uppföljning av investering. Vidare visar en studie gjord av MacMillan, Zemann och Subbanarasimha (1987) primärt baserade på amerikanska förhållanden, vilka kriterier som skiljer framgångsrika investeringar från misslyckade investeringar i den tidigare nämnda sällningsprocessen.

Karaktärsproblem

I senare forskning på området genomförd av Shepard (1999) rapporteras åtta olika signaler som kan beskriva profilen av ett nytt investeringsobjekt. De signaler som beskrivs är följande: stabilitet av nyckelfaktorer, timing, ledtid, konkurrens, industrikompetens, utbildningskapacitet, efterföljare och omfattning. Venture-capitalföretag söker sig ofta till specialiserade områden i sina investeringar. Dessa specialiserade områden kan t.ex vara av geografisk, industriell eller strategisk karaktär, vilket redovisas i en rapport av Bygrave (1987). I fortsatt forskning på området undersöktes effekterna av venture-capitalbolags olika val när det gäller specialiseringen av investeringar, detta gjordes av Norton och Tenenbaum (1993).

Beslutsfattningsproblem

Ny forskning inom beslutsprocessområdet behandlar nya slags beslutsmodeller. Zacharakis och Meyer (2000) har forskat inom området och presenterar resultat från sin forskning kring "Actuarial decisions models". Senare har även Zacharakis och Shepard (1999) forskat kring hjälpmedel för beslutsfattande i venture-capitalföretag.

Större delen av forskningen är dock gjord i USA, Kanada och Storbritannien. Tillgängligheten på motsvarande forskning gjord ur ett svenskt perspektiv är inte lika god. Vi har inte funnit någon forskning kring svenska venture-capitalföretags investeringskriterier, strategiska val samt beslut. Vi finner det därför intressant att genomföra en studie som behandlar kriterier för attraktiva investeringar samt ser på strategier och beslut som leder till lönsamma investeringar sett ur ett svenskt perspektiv.

1.3 Problemformulering

I avsnittet nedan beskriver vi det problem vi har valt att adressera. Problemet struktureras upp i två huvudfrågor som i sin tur leder till en rad delfrågor.

(1) **Vilka kriterier skall uppfyllas för att en investering skall bli attraktiv?** Vi är medvetna om att en attraktiv investering inte nödvändigtvis kommer att bli lönsam i framtiden. Detta leder oss in på strategier och beslut kring en attraktiv investering. För att kunna möjliggöra en studie utifrån ett svenskt perspektiv har vi valt att formulera den andra frågeställningen på följande sätt:

(2) **Vad kännetecknar ett svenskt venture-capitalföretags strategiska val och beslut när en attraktiv investering skall bli en lönsam investering?** Vi vill i samband med denna frågeställning klargöra att en attraktiv investering är en tänkbar framtida investering. I de fall venture-capitalföretaget går vidare med den attraktiva investeringen för fortsatt utvärdering och bestämmer sig för att investera kapital i bolaget, kan investeringen i framtiden också bli framgångsrik. För att förtydliga vad vi menar kan frågeställningen delas upp i ett antal delfrågor. Vilka avkastningskrav sätter svenska venture-capitalföretag upp för sina investeringar? Vilken grad av måluppfyllelse räknar företagen med? Hur hanterar man risk i investeringsprocessen? Vilka investeringsstrategier vad gäller faser, branscher och geografiska avgränsningar använder sig företagen av? Använder sig företagen av intuition i investeringsprocessen? Vilka framgångsfaktorer för en investering existerar? Hur realiserar vinster eller förluster inom industrin?

1.4 Avgränsningar

Undersökningen skall göras ur ett svenskt perspektiv och behandlar således endast svenska venture-capitalföretag. Med svenska venture-capitalföretag syftar vi på företag som huvudsakligen är baserade i Sverige och där den huvudsakliga verksamheten bedrivs inom Sveriges gränser. Detta förhindrar dock inte de svenska venture-capitalföretagen från att äga och investera i utländska bolag. Vi kommer inte heller att gå djupare in på hur man värderar ett utvecklingsföretag, vilket är ett ämne för sig. Vi hänvisar där till en tidigare rapport gjord av Alfredsson & Emerson 1998, "Venture Capital – att värdera utvecklingsföretag"

1.5 Syfte

Syftet med denna undersökning är dels att beskriva relationen mellan olika venture-capitalföretags investeringar och avkastningskrav, dels att klargöra hur beslut och strategier kring olika investeringsobjekt har utförts. Vi vill genom vår studie synliggöra och jämföra venture-capitalföretagens kriterier, strategiska val och beslut som förknippas med högriskinvesteringar i Sverige idag.

2. Metod

I detta avsnitt ämnar vi beskriva hur vi gått tillväga för att nå fram till vårt resultat i undersökningen. Vi kommer först att beskriva vilken form av informationskällor som använts i studien. Sedan diskuteras studiens validitet och reliabilitet. Vi kommer att beskriva val och motivera varför vi valt den tillämpade metoden.

Kvantitativa eller kvalitativa metoder är två olika angreppssätt inom vetenskapen. Vår uppsats är en kvalitativ studie, vilket vi fann vara mest lämpligt då vi ville få en djupare inblick i de företag som studien bygger på. Holme och Solvang (1991) skriver att vid en kvalitativ studie brukar det finnas en närhet och en direkt relation mellan forskaren och undersökningsenheten. Centralt för kvalitativa studier är att de grundas på forskarens egna iakttagelser och tolkningar av den information som samlats in.

2.1 Urval

För att finna lämpliga företag för undersökningen sökte vi på svenska riskkapitalförbundets hemsida, där det allra flesta svenska venture-capitalföretagen är registrerade. Där fann vi även kortfattad information om företagen. Vi bestämde oss för att välja företag som skiljde sig åt i struktur och storlek. Undersökningen skall på så sätt återspegla branschen som helhet. När vi valt ut passande företag skickades ett email ut där vi presenterade oss, gav information om uppsatsen syfte samt hur mycket tid vi ansåg oss behöva för att genomföra intervjun. Vi bokade därefter via telefon eller email tid med sex företag för intervjuer. Anledningen till att sex företag valdes är att tidsramen för uppsatsen inte tillät fler.

2.2 Datainsamling

Saunders, Lewis och Thornhill (2000), skriver att vid insamlingen av data i en undersökning skiljer man mellan primär och sekundär data. Vår studie bygger främst på primärdata i form av fem besöksintervjuer. Primärdata är information som författare själva samlar in och använder sig av, till exempel intervjuer. Sekundärdata å andra sidan sker inte genom direkta observationer, utan inhämtas från tidigare utgivningar av tidskrifter, avhandlingar, böcker och Internet. Insamlingen av sekundärdata går vanligtvis smidigare än primärdata. Vi har för det teoretiska avsnittet använt oss av olika forskningsrapporter som vi har sökt genom ett flertal företagsekonomiska databaser. De databaser som vi frekvent har använt oss av under arbetets gång är Business Source Premier, JSTOR och S-WOBA. Vi har i databaserna använt sökorden venture, venture capital, investment, investment criteria, strategies, investment strategy, investment decision och decision aid. Vi har också använt oss av Internet då vi sökt information om de företag som är utvalda för studien.

2.3 Intervjuer

Anledningen till att intervjuer valts som informationsinsamlingsmetod framför enkäter är intervjuens flexibilitet. Under en intervju har man möjlighet att ställa följdfrågor, fördjupa och förklara frågor. Intervjuer ger större möjlighet till tolkning av svaren utifrån tonfall, miner, pauser och reaktioner från respondenten än vad enkätsvar ger. Ett enkätsvar får man ta som det är, om respondenten har missuppfattat frågan blir svaret

kanske oanvändbart. Nackdelar med intervjuer är att de är tidskrävande, de är subjektiva, vilket gör risken för skevhet stor, och de kan vara svåra att analysera (Bell, 1993). Olika typer av intervjuer kan placeras längs en skala från formell till ostrukturerad intervju. Mycket formella intervjuer, strukturerade nästan som en enkät, hamnar på ena sidan av skalan och ostrukturerade samtalsliknande intervjuer på andra sidan (Merriam, 1994). Vi valde att genomföra en blandning av formell och ostrukturerad intervju. För att hålla oss inom uppsatsens ramar utformade vi en intervjumall med 18 frågor med tillhörande underfrågor. Frågorna var strukturerade så att respondenten hade chans att svara relativt fritt varvid vi under intervjun successivt kryssade av frågorna.

2.4 Internet

Internet har använts som informationskälla främst i urvalet av företag och förundersökning av de aktuella företagen. För att kunna fokusera på mer djupgående frågor under intervjuerna tog vi fram så mycket information som möjligt om det aktuella företaget innan intervjun genomfördes.

2.5 Genomförande

Vi har intervjuat följande företag i kronologisk ordning.

Företag	Respondent	Position
Industrifonden (Sthlm)	Lars Öjefors	VD
Affärsstrategerna (Sthlm)	Robin Sukhia	Investment manager
Investor Growth Capital* (Sthlm)	Håkan Jansson	VD
Chalmersinvest (Gbg)	Ingvar Andersson	VD
Sjätte AP fonden (Gbg)	Cecilia Gross Friberger	Investment manager
Volvo Technology Transfer (Gbg)	Johan Carlsson	Investment manager

* Vi har intervjuat Håkan Jansson som är VD för Investor Growth Capital Norden.

Före intervjuerna mailades frågorna till företagen för att ge respondenten en möjlighet att se över frågorna före intervjun. Vi startade samtliga intervjuer med att fråga om vi kunde spela in intervjun på en dator. Samtliga respondenter gav sitt godkännande men några ville ha eventuella citat skickade till sig innan publicering av uppsatsen. Anledningen till att vi ville spela in intervjuerna är att det då finns möjlighet att gå tillbaka och klarlägga om något under intervjun missuppfattats. Det gav oss också mer tid att lyssna på respondenten och att koncentrera oss på att föra en dialog. Förutom ljudupptagning via dator gjordes även korta anteckningar. Vi fann det fördelaktigt att vara två när intervjuerna genomfördes, då en diskussion kunde föras utan större avbrott för anteckningar. För att vi skulle vara lika mycket delaktiga under intervjun planerade vi att ställa varannan fråga. En kunde på så vis föra anteckningar medan den andre förde diskussionen. I realiteten blev det ingen klar uppdelning av frågorna och diskussionen fördes av alla tre. Samtliga respondenter hade frågorna framför sig vid genomförandet av intervjun och hade inga större svårigheter att ge svar. Vad vi märkte och också räknat med var att frågorna i flera fall gled in i varandra och ibland även blandades ihop. Vi hade medvetet utformat frågorna på så vis för att få ut så mycket information som möjligt om det vi ville ha svar på. Det som respondenten möjligen missat att ta upp under en fråga kunde ibland framkomma under en liknande fråga längre fram i

intervjun. Intervjuerna varade mellan 45 och 85 minuter beroende på hur snabbt vi fått svar på de ställda frågorna.

Vi valde att inte ta med intervjun med Sjätte AP-fonden i den slutgiltiga rapporten. Grunden till detta är att vi inte ansåg oss ha fått helt tillfredställande svar. Vi fann att Sjätte AP-fonden skiljde sig stort från de övriga företagen i undersökningen i form av struktur och organisation. Vi ansåg oss vara tvungna att genomföra ytterligare intervjuer med fler respondenter på företaget för att om möjligt integrera materialet på ett relevant sätt för vår undersökning. I brist på tid togs beslutet att välja bort Sjätte AP fonden.

2.6 Reliabilitet och Validitet

Oavsett vilken metod som används för att samla in information är det viktigt att de data som samlats in är tillförlitliga och undersöker det som avses att studera. Reliabilitet innebär att en undersökning är tillförlitlig och att den ger samma resultat vid olika tillfällen när omständigheterna i övrigt är likvärdiga. Validitet innebär att undersökningen verkligen mäter det den är tänkt att mäta. Detta innebär dock inte att en undersökning med hög reliabilitet behöver ha hög validitet. Forskarna kanske har samlat in tillförlitliga data även om det inte är den data som de har avsett att samla in. Vid användandet av kvalitativa intervjuer är det viktigt att forskarna har validiteten och reliabiliteten i åtanke när de utför intervjuerna (Bell, 1993).

Vid insamlingen av primärdata har vi använt oss av aktörsynsättet, där den subjektiva logiken ska fångas. Detta tar sin utgångspunkt i den dialoga situationen. Respondentens engagemang är på samma villkor som för övriga deltagare. Vi har genomfört intervjuer i linje med aktörsynsättet genom att vi samtalar, lyssnar, registrerar, frågar, observerar, diskuterar som om vi var i det vardagliga livet (Arbnor och Bjerke, 1994). Vi har inom ramen för den fokuserade intervjuformen gjort allt för att inte påverka respondenten i någon riktning. När vi har styrt intervjuerna har det endast handlat om vilka ämnesområden som har behandlats och vi har försökt undvika ledande frågor i möjligaste mån. När vi pratar om validering kan vi än en gång hänvisa till Arbnor och Bjerke (1994) och aktörsynsättet. Författarna skriver om i vilken grad uppsatsen skapar fortsatt dialog och i vilken grad slutresultatet ger en förståelse, frigörelse och ett nyskapande perspektiv. Vi anser oss vidröra aktörsynsättet och dessa punkter med vår uppsats. Efter att intervjuerna analyserats har materialet skickats ut till respondenterna för att personerna i fråga ska ge klartecken och avgöra huruvida vi förstått och tolkat resultatet av intervjuerna på ett riktigt sätt. I vilken grad respondenterna accepterar resultatet och gjorda tolkningar är enligt aktörforskarens sida ett sätt att mäta validiteten. Vi anser därmed att validiteten för insamlad data är hög. I vår mätning av vilken grad av måluppfyllelse som uppnåtts har validiteten varit låg. Vi iakttog att venture-capitalbranschen i Sverige har varit aktiv under för kort tid för att få fram ett relevant resultat i frågan. Vi har inte kunnat samla in den information som var avsedd angående måluppfyllelse.

Datainsamling i samband med aktörsynsättet där betydelseangivningen som uttryck för flertydighetens och den sociala rörelsens logik går ej att kvantifiera. Av denna anledning används ej reliabilitetskontroll i aktörsynsättet (Arbnor och Bjerke, 1994).

2.7 Metodkritik

Beträffande intervjuerna gör det relativt begränsade urvalet av företag och den geografiska koncentrationen kring Stockholm och Göteborg att urvalet ej kan ses som representativt för hela Sverige.

När vi utförde intervjuerna ansåg vi oss bli bättre och bättre för varje intervju som utfördes. Med det menar vi att diskussionen blev mer och mer djupgående och vi var mer säkra på var vi skulle lägga tyngden för att få fram den information som var relevant för undersökningen. Vi blev också mer vana och mer bekanta med frågorna samt med de svar som gavs. Vad som kunde ha gjorts för att motverka att intervjuerna i ett senare skede blev mer djupgående var att utföra fler testintervjuer innan den första skarpa intervjun genomfördes.

2.8 Källkritik

Den kritik vi kan rikta mot källorna, beträffande litteraturen är att den övervägande är skriven ur ett anglosaxiskt perspektiv. Detta kan medföra att litteraturen i alla fall inte blir aktuell i lika stor grad som om litteraturen övervägande hade varit skriven ur ett svenskt perspektiv, speciellt då vi applicerat litteraturen på svenska förhållanden.

2.9 Undersökningsprocess

Vi började vårt uppsatsarbete med att sätta oss in i ämnet venture capital. Vi läste litteratur inom området och gjorde research på Internet. När vi hade satt oss in i ämnet intresserade vi oss mer och mer för de investeringar som blivit framgångsrika. Bakgrunden till problemet finner ni mer utförligt under introduktionsavsnittet. I introduktionen finner ni också problemdiskussion, problemformulering, avgränsningar och syfte. När vi funnit ett intressant problem att adressera, fördjupade vi oss i teorier kring kriterier, strategier och beslut. De teorier som vi fann lämpliga att jämföra och applicera i samband med vår undersökning finner ni under avsnittet teori. Utifrån litteraturen inom ämnet bestämde vi oss för att intervjun ett antal aktörer på den svenska venture-capitalmarknaden. Vi sammanställde en frågemall (appendix A). I metoden finner ni mer utförligt hur vi samlat in den information som ligger till grund för vårt arbete. Resultatet av vår empiriska undersökning finner ni under avsnittet empirisk analys. Vi applicerar teorierna på resultatet av undersökningen och för en diskussion under avsnitt fem. I avsnitt sex drar vi slutsatser från den diskussion som vi fört. I de två sistnämnda avsnitten svarar vi på uppsatsens syfte. Vi avslutar uppsatsen med slutord och egna reflektioner kring ämnet och vårt valda problem.

3. Teori

Under detta avsnitt presenterar vi det teoretiska ramverk som ligger till grund för vår uppsats. Teorin är indelad i tre områden. I den första delen nedan presenterar vi begreppet venture capital, ägarstrukturer för företagen, och ett avsnitt om hur marknaden ser ut i Sverige samt statistik över faser och branscher samt en modell för hur venture-capitalföretagen arbetar. I det andra området presenterar vi de teorier som förknippas med olika investeringskriterier. I det tredje området redogör vi för de etablerade teorierna inom ämnet, investeringsstrategier. I det fjärde och sista området redogör vi för teorier som behandlar beslutsprocessen.

3.1 Begreppet Venture capital

Vad betyder begreppet venture capital i Sverige? För att ge klarhet i vad vi menar med venture capital skall vi börja med att reda ut begreppets innebörd från det geografiska område där uttrycket tog sin form från början.

På andra sidan Atlanten i Nordamerika handlar venture capital främst om investeringar som görs i den tidiga fasen i ett företags utveckling. Vi har valt att presentera två amerikanska definitioner av Gompers & Lerner och av Sahlman, samt en engelsk definition av Wright & Robbie, detta för att kunna skapa en bredare förståelse av begreppet.

“Venture capital is defined as a professionally manage pool of risk capital invested in private companies at various stages of their development and where the providers of capital actively participate in the decision-making process of their portfolio companies”(Sahlman,1990).

”Venture capital can be defined broadly as the investment by professional investors of long-term, risk equity finance where the primary reward is an eventual capital gain, rather than interest income or dividend yield” (Wright & Robbie, *Venture capital* 1997 s. 13).

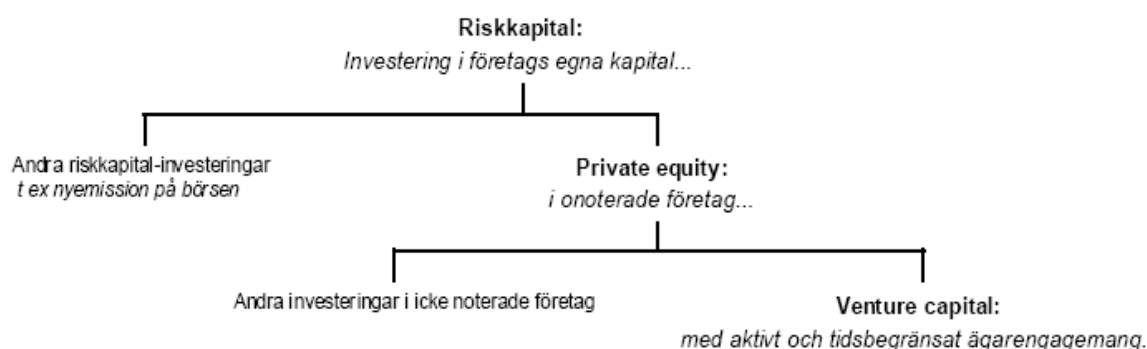
“Independently managed, dedicated pools of capital that focus on equity or equity-linked investments in privately held, high-growth companies. Many venture capital funds, however, occasionally make other types of private equity investments. Outside of the United States, this phrase is often used as the synonym for private equity” (Gompers & Lerner, *The venture capital cycle*, 2000 s. 349).

I Sahlmans definition finner vi att venture capital arbetar aktivt med att ta beslut i de portföljbolag som de valt att investera i samt att investeringar kan ske i olika skeden i företagets utveckling. I Wright och Robbies definition av begreppet finner vi att den primära utdelningen för en investering inte är ränta och utdelning utan istället en kapitalökning som venture-capitalföretaget erhåller. Vi finner även att investeringsstrategin är långsiktig. I Gompers och Lerner definition av begreppet finner vi, förutom en definition av venture capital, även det faktum att private equity används som en synonym för venture capital utanför Nordamerika. Isaksson (1999) rapporterar också att private equity ibland används synonymt med venture capital i Sverige och att båda uttrycken behandlar riskfyllda investeringar i onoterade bolag. Isaksson säger att skillnaden ligger i att private equity investeringar inte nödvändigtvis behöver innefatta ett aktivt engagemang. I Sverige har vi ett tredje ord som kan kopplas

samman med begreppen venture capital och privat equity. Detta ord är riskkapital. I en studie av (Nielsen, 1994) beskrivs begreppet på följande sätt: Riskkapital är synonymt med eget kapital. Ingen ränta utgår på eget kapitalet i ett företag. Ränta skall vanligtvis kompensera en långivare för tre saker, inflation, realränta samt risk. När ett företag finansierar ett annat företag med hjälp av eget kapital betalas inte den traditionella räntan ut. Risken är oftast större och ingen säkerhet ges för de utlånade pengarna. Finansiären tar en mycket hög risk och vill naturligtvis bli kompenserad för detta. Istället för vanlig ränta erhåller den som satsat riskkapital en del av företagets eventuella och framtida vinst, samt värdetillväxt. Detta betyder att finansiären får vara med och dela på den eventuella vinst som bolaget genererar i förhållande till hur stor procent av företaget som finansiären äger.

För att förenkla de förhållanden som råder kring de olika begreppen, kan skillnaderna mellan riskkapital, private equity samt venture capital enklast beskrivas nedan genom figur I.

Figur I, relationen mellan riskkapital, private equity och venture capital (Isaksson, 1999).



Med två amerikanska definitioner och en engelsk definition av begreppet, samt relationen mellan närbesläktade begrepp som används i Sverige kan vi nu titta på en svensk definition av begreppet venture capital.

”Venture capital är investeringar i företag som inte är noterade på en publik lista (d v s börs eller annan marknadsplats). Investeringen innebär oftast ett aktivt ägarengagemang, t ex genom representation i företagets styrelse. Investeringen är slutligen oftast tidsbegränsad på så sätt att det finns en målsättning att inom överskådlig framtid avyttra sin investering” (Isaksson, *Venture capital – begrepp och definitioner*, 1999, s. 1).

När vi fortsättningsvis talar om venture capital hänvisar vi till de redovisade definitionerna med tyngdpunkt på Isaksson beskrivning av begreppet. Isaksson skriver också att venture-capitalföretag specialiserar sig på att gå in i unga lovande företag som en aktiv partner och venture-capitalföretagen oftast sprider sina risker i ett antal portföljföretag. Investeringarna i portföljföretagen görs med förhoppningen att full tillväxtpotential kommer att uppnås genom en kombination av portföljbolagets förutsättningar samt venture-capitalföretagets kapital och kompetens. När den önskade tillväxten har mött de uppsatta målen eller när kombinationen av företagen inte längre skapar ett mervärde för företagen, realiserar venture-capitalföretaget sin investering, detta genom en s.k. exit. Detta begrepp kommer vi senare i rapporten att titta närmare

på. Det är vid exit-tillfället som venture-capitalföretaget förhoppningsvis får kompensation för den höga risk som företaget har exponerats för.

3.2 Ägarstrukturer för Venture Capital

Isaksson (1999) redogör i sin rapport för olika typer av venture-capitalföretag. Isaksson delar grovt in de olika företagen efter deras ägarstruktur. Isaksson delar in venture-capitalföretagen efter tre olika strukturer. Den första strukturen är det privata venture-capitalföretaget som till största delen ägs av privatpersoner, dock ägs ofta delar av företaget av statliga institutioner eller storföretag. Den andra strukturen är de statliga venture-capitalföretag som i huvudsak ägs av statliga intressen. I Sverige har staten traditionellt sett varit en av de mer aktiva aktörerna på venture-capitalmarknaden. Captive funds är den tredje och sista strukturen och kallas även bundet venture capital, dessa företag ingår oftast i en större koncern vars huvudverksamhet inte är venture capital. Under de senare åren av venture-capitalindustrins utveckling har fler och fler börsnoterade industriföretag börjat intressera sig för venture capital, dels för att kunna kontrollera nya innovationer som mer eller mindre kan komma att påverka industrin och dels som ett sätt för industriföretagen att förvalta kapital.

3.3 Venture capital marknaden i Sverige

Venture capital är en relativt ny industri i Sverige och har bedrivits i organiserade former sedan 1970-talets andra hälft. Riskkapitalbolag och riskkapitalfonder skapades för att stötta onoterade bolag. Syftet var att hjälpa till ekonomiskt och med aktivt ägarengagemang. Den första riskkapitalvågen kom i början av 80-talet i samband med en starkt uppgående börs och bildandet av OTC-listan 1982 (Berggren, 2004). OTC-listan förenklade aktiehandeln och det blev enklare för riskfinansiärerna att få sina investeringar noterade på listan. Innan OTC-listan introducerades hade investeringar i ett onoterat bolag varit mer eller mindre inlåsta (Nielsen, 1994). Antalet riskkapitalbolag minskade dock under 80-talets andra hälft då börsklimatet svalnade och fastighetsinvesteringar kom i fokus. Nästa kraftiga våg kom under slutet av 1990-talet då riskkapitalbranschen växte kraftigt tillsammans med en kraftigt stigande börs och ett ökat antal börsintroduceringar (Berggren, 2004).

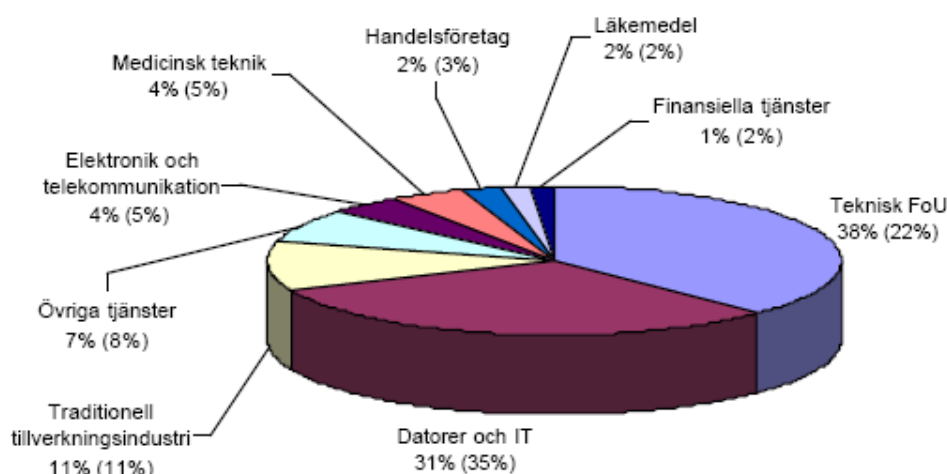
Antalet aktiva medlemmar i Svenska Riskkapitalföreningen ökade från 25 medlemmar 1994 till 55 medlemmar 1998. 2001 hade antalet aktiva medlemmar stigit till 155 stycken. Den kraftiga börsnedgången efter 2001 bidrog till att antalet medlemmar sjönk med ungefär 10 procent vilket inte är anmärkningsvärt med tanke på den kraftiga nedgång som drabbade den finansiella marknaden (Berggren, 2004).

I budgetpropositionen för 2005 har regeringen föreslagit en långsiktig satsning för att stärka finansiering i tidiga skeden. De ska tillföras minst 200 miljoner kronor från Industrifonden till finansiering i tidiga skeden och de sju regionala teknikbrostiftelserna föreslås gå samman till en koncern. Den närmaste tioårsperioden kommer cirka 1,8 miljarder kronor kunna användas för att finansiera företag i tidiga skeden. Den årliga lånevolymen till innovatörer kommer att öka och uppgå till minst 60 miljoner kronor per år. ”God tillgång till kapital i tidiga skeden är mycket viktigt för framväxten av nya företag”, sa den dåvarande näringsministern Leif Pagrotsky. Genom att stödja kommersialisering av kunskaps- och forskningsbaserade affärsidéer från universitet, forskningsinstitut och näringsliv i hela landet ges goda förutsättningar att utveckla både

nya produkter och nya företag (Pressmeddelande inför regeringens budgetproposition, 2005).

3.4 Statistik över investeringsfaser och branscher

Den största delen av investeringskapitalet under 2003 gick till expansionsfasen. Under de tre första kvartalen av 2004 har den största delen av kapitalet gått till start-up fasen. Av medlemmar i Svenska Riskkapital förbundet gjordes 44 nyinvesteringar. 15.9 % gjordes till såddfasen, 29.5 % till start-up, 25 % till expansion, 4.5 % till replacement capital och 25 % till buyout (NUTEK, 2004).



Figur II, diagrammet visar de populäraste investeringsområdena 2004. Siffror inom parentes motsvarar föregående år (NUTEK, 2004).

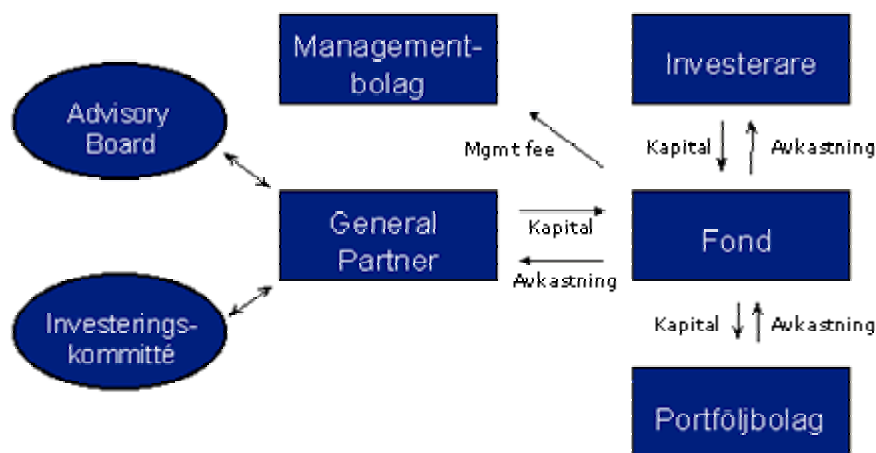
3.5 Hur arbetar Venture capital företag

Det finns en mängd olika modeller som används för att organisera ett venture-capitalföretag. För att skapa en klarhet i arbetsmetodiken för venture capital företagen beskrivs här en förenklad organisationsmodell.

3.5.1 Struktur

En oberoende venture-capitalfond är den internationellt sett vanligaste formen av ett formellt venture-capitalföretag. Här ingår investerare och partners ett samarbetsavtal som reglerar fondens förutsättningar. En oberoende fond karaktäriseras av att fonden har flera av varandra oberoende investerare, vanligtvis är det institutionella placerare såsom pensionsfonder, banker och försäkringsbolag. Normalt investerar fondens nyckelpersoner, s.k. partners 1-2 % av fondkapitalet. Det är det oberoende managementbolaget som bjuder in investerare att investera i fonden. När en s.k. fund raising görs presenteras fondens storlek, livslängd och investeringsstrategi samt övriga villkor. Livslängden för fonden är vanligtvis 10 år och det oberoende managementbolaget bedriver successivt flera överlappande tidsbegränsade investeringsfonder. När samtliga portföljbolag i fonden exiterats betalas investerade

pengar samt vinst ut och fonden upplöses. Venture-capitalföretag som är helt eller delvis statligt ägda och venture-capitalföretag som är dotterbolag till industriella eller finansiella aktörer brukar gå under benämningen captive funds. Captive funds drivs av anställda partners som kallas investment managers och arbetar på motsvarande sätt som den oberoende fondens partners (Ingeborn, 1999).



Figur III, struktur för oberoende Venture-capitalfonder (Ingeborn, 1999).

3.5.2 Fonden

Fonden är vanligtvis ett kommanditbolag där investerarna gör ett finansiellt åtagande på ett redan bestämt belopp. Investerarna är kommanditbolagsdelägare, medan partners gemensamt äger ett bolag som är komplementär. Managementbolaget erhåller en årlig management avgift för driften av fonden. Efter en exitering betalas först investerat kapital tillbaka och därefter ges en s.k. "hurdle rate". Den avkastning som eventuellt blir över delas mellan kommanditbolagsdelägarna och komplementärerna (Ingeborn, 1999).

3.5.3 Managementbolag

Den oberoende fonden drivs av partners och förvaltas genom ett managementbolag som ansvarar för fondens samtliga investeringar. I managementbolagen finns förutom partners också olika stödfunktioner. Dessa stödfunktioner har kunskap och kompetens inom analys och due diligence. Det finns även funktioner för rapportering till investerare samt funktioner för intern administration. Under investeringsprocessen anlitar managementbolagen ofta extern kompetens inom olika områden. Detta kan exempelvis vara juridisk och teknisk expertis (Ingeborn, 1999).

3.5.4 General Partner

General Partner är en komplementär i kommanditbolaget och ägs av partners (Ingeborn, 1999). General partner utgörs av ett begränsat partnerskap och ansvarar för den dagliga operativa verksamheten (Gompers och Lerner, 2000).

3.5.5 Advisory Board

Inom venture capital är det vanligt att vetenskapliga eller industriella råd med speciell tillgång till olika vetenskapliga och branschriktade nätverk kopplas till venture-

capitalföretaget. Detta görs för att arbetet med analys och due diligence ofta är av vetenskaplig och teknisk karaktär (Ingeborn, 1999).

3.5.6 Investeringskommitté

Investeringsbeslut fattas ofta av partners tillsammans. Sedan måste beslutet godkännas av en investeringskommitté medan i vissa fall i s.k. captive funds fattas besluten av venture-capitalbolagets styrelse (Ingeborn, 1999).

3.5.7 Portföljbolagen

Portföljbolagen har endast kontakt med managementbolagens representanter. Venture-capitalföretagets partners engagerar sig aktivt i portföljbolagets styrelse och fungerar som en strategisk och operativ stödfunktion. Partners engagemang skall leda till en värdeökning för portföljbolaget genom punkterna nedan (Ingeborn, 1999).

- Partners skall verka för en kraftig tillväxt samt att bolaget utvecklas mot ett tillfredställande exit.
- Partners skall fungera som rådgivare vid strategiska utvecklingsbeslut samt vid tillväxtfrågor.
- Partners skall fungera som rådgivare vid exempelvis rekrytering och organisationsfrågor.
- Partners skall tillhandahålla nätverk samt kompetens till portföljbolaget.

3.5.8 Analysmodell

Här presenteras den analysmodell som ligger till grund för vår undersökning. Modellen innehåller de viktigaste teorier och dess upphovsmän.

Investeringskriterier	Investeringsstrategier	Beslutsprocessen
<i>Teori/författare</i> Urvalsprocessen och arbetsgång <i>Tyebjee & Bruno (1984)</i>	<i>Teori/författare</i> Ersättningsinvesteringar <i>Isaksson (1999)</i>	<i>Teori/författare</i> De sju överlevnadshypoteserna <i>Shepard (1999)</i>
Bedömning av investeringens komponenter <i>Nielsen (1994)</i>	Syndikering <i>Gompers & Lerner (2000)</i>	Modell för styrning av investeringsbeslut <i>Mishra, Kemmerer och Shenoy (2002)</i>
Kriterier som skiljer en lyckad investering från en misslyckad <i>MacMillan, Zemann & Subbanarasimha (1987)</i>	Investeringsfaser <i>Isaksson (1999)</i>	Venture-capitalföretagens involvering i investeringar <i>MacMillan, Kulow och Khoilian (1988)</i>
Kognitiv modell för investeringen i okända sektorer <i>Vallerie & Peterson (2003)</i>		Exit <i>Cumming & MacIntosch (2003)</i>

3.6 Investeringskriterier

I detta avsnitt presenterar vi teorier inom ämnet som förknippas med urvalsprocessen och arbetsgången, bedömning av investeringskomponenter samt kriterier som skiljer lyckade investeringar från misslyckade investeringar i sällningsmomentet.

3.6.1 Urvalsprocess och arbetsgång

Tyebjee och Bruno beskriver (1984) i en rapport urvalsprocessen i fem steg. De fem stegen är följande: (1) Identifiering av prospekt, (2) Sällning, (3) Utvärdering, (4) Affärsstruktur, (5) Uppföljning av investering.

Steg 1 – Identifiering av prospekt. Utav mängder av prospekt ska venture-capitalinvesteraren här identifiera företag med möjlig tillväxtpotential. Vi kan anta att olika mellanhänder spelar en betydande roll i matchningen mellan prospektet och investeraren.

Steg 2 – Sällning. Här sällas och utvärderas prospektet. Venture-capitalföretag har ofta få anställda och därav måste ett stort antal av de potentiella prospekten sällas bort. Venture-capitalföretagen tenderar att avgränsa sig till prospekt i särskilda branscher där företagen har mest kunskap.

Steg 3 – Utvärdering. Prospekten har i regel väldigt kort historisk data om ens någon alls. Venture-capitalinvesteraren måste lita på den affärsplan som presenteras av prospektets ledning. Risk och avkastning vägs till viss del mot varandra även om beslutet i hur vidare investering ska göras i prospektet i huvudsak ligger i prospektets karaktäristiska drag.

Steg 4 – Affärsstruktur. När venture-capitalinvesteraren slutligen accepterat ett prospekt måste en gemensam överenskommelse göras mellan investeraren och entreprenören. Överenskommelsen behandlar priset på affären och vad entreprenören måste ge upp i form av t.ex. kapital i företaget, begränsat ägarstyrande och kontroll över företaget för att erhålla venture capital. Genom en teknik känd som "earn out arrangement" bestäms entreprenörens del av kapitalet beroende på hur väl investeringen lyckas leva upp till de uppsatta målen.

Steg 5 – Uppföljning av investering. När investeringen väl är gjord ökar venture-capitalföretagets roll från att vara investerare till att vara samarbetspartner. Den nya rollen kan speglas av representation i styrelsen eller genom informella influenser vad gäller leverantörer och kreditgivare. Venture-capitalföretaget räknar med att ta ut en eventuell vinst genom ett exit, vanligtvis efter fem till tio år från investeringstillfället.

3.6.2 Bedömning av investeringens komponenter

I en studie av riskkapital (Nielsen, 1994) redovisas sex olika komponenter som venture-capitalföretag kan arbeta utifrån när de bedömer ett nytt projekt. De sex komponenterna presenteras nedan i en modell utformad av Nielsen (1994).

1. Affärsplan

Kommer man att tjäna tillräckligt mycket pengar på affärsidén?

Finns det tillräckligt många kunder som vill betala?

Varför kommer kunderna att gå över till oss som leverantör? Och betala det pris som vi vill ha?

Vilka är konkurrenterna?
Hur säljer man sitt projekt till oss?

2. Ekonomi

Ekonomi hittills?
Realism i intäktsprognoser?
Attityd till kostnader?
Räknat rätt; är allt med?
Hur är risken hanterad?

3. Människorna bakom projektet

Vilka är deras visioner?
Finns det en betydande hängivenhet?
Hur djup och bred är applikationskompetensen?
Realism?
Social skicklighet? Social intelligens?
Track record hittills i sina liv?

4. Människorna bakom projektet

Kompetent styrelse?
Vilka andra tror på projektet? Och varför?
Vilka har tidigare refuserat projektet? Varför?
Finns det någon annan som vill dela risken med oss? Syndikeringspartner?

5. Vi som riskfinansiärer

Vad är intressant hos oss, förutom våra pengar?
Hur ser vår kalkyl ut?
Hur får vi tillbaka våra pengar? Exit?

6. Hjärna & Hjärta

Vad säger vår intuition, vår samlade professionella bedömning? Vill vi, eller vill vi inte?

3.6.3 Kriterier som skiljer en lyckad investering från en misslyckad

I en rapport skriven av MacMillan, Zemann och Subbanarasimha (1987) visar man på tre breda kategorier av misslyckade investeringar. Den första kategorin är när investeringsobjekt/entreprenör saknar erfarenhet och produkten ej har en klar prototyp, samt att det inte finns någon klar marknad för produkten. Objektet har ändå på något vis kommit igenom sållningsprocessen och blivit finansierat. Den andra är när investeringsobjekt/entreprenör är väldigt kreditiv men på ett tidigt stadium möter på hård konkurrens vilket leder till att viljekraften och orken tar slut. Den sista kategorin som tas upp är när investeringsobjekt/entreprenör skapar en helt ny marknad för en produkt som sedan går förlorad till konkurrenter på grund av att marknaden inte går att skydda.

I samma rapport presenteras också fyra kategorier av framgångsrika investeringar. Den första är väl kvalificerade högteknologiska investeringsobjekt där övertygelsen och drivkraften är stark nog att möta konkurrensen. Den andra är där produkten är väl skyddad mot konkurrenter. Den tredje är när man hittar en marknad inom en marknad

och lyckas skydda den mot konkurrens efter att den blivit synlig. Den slutliga kategorin av framgångsrika investeringar är en liten grupp av lågteknologiska investeringsobjekt där distributionen spelar en avgörande roll. Vidare skriver MacMillan, Zemann och Subbanarasimha (1987) om upptäckten av två viktiga kriterier vad gäller att förutsäga framgången av en investering.

- 1) I vilken grad investeringsobjektet är skyddat från konkurrens.
- 2) I vilken grad marknaden accepterar produkten.

De två sållningskriteriernas korrelation är genomträngande i flera olika performancekriterier.

En slutlig analys över faktorer indikerar att investeringsobjekten valdes bort genom fem viktiga kriterier.

- 1) Kriterier som sållar ut projekt där risken är hög på grund av okvalificerad ledning.
- 2) Kriterier som sållar utifrån brist på expertis/sakkunskap i ledningen.
- 3) Kriterier i hur livsdugligt/genomförbart projektet är.
- 4) Kriterier för hur blottat projektet är för konkurrens.
- 5) Kriterier för att undvika att investeringsobjektet blir upplåst så att investeringen inte kan återbetalas sig på en lång tid.

I en artikel publicerad på Svenska Riskkapitalföreningen hemsida redovisar man hur viktigt det är att företagen har klara handfasta tumregler när man sållar bland alla investeringserbjudanden. Det är viktigt att det görs med systematik – även om intuition också spelar in och är viktig. Zacharakis och Meyer (2000) finner att ledningens erfarenhet och kunskap är det kriterium som i störst utsträckning anses viktigast för att en investering skall räknas som lyckad.

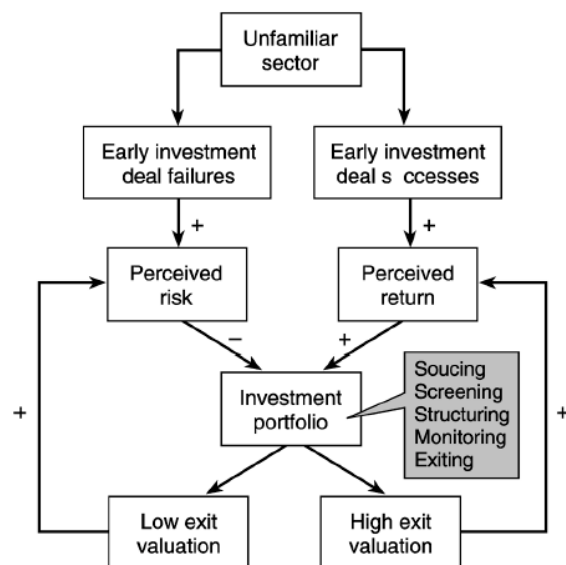
3.6.4 Kognitiv modell för investeringar i okända sektorer

Vallerie och Peterson visar i sin studie från 2003 att venture-capitalföretag som är verksamma inom samma områden, där miljön präglas av hög osäkerhet, tenderar att utvärdera olika investeringsmöjligheter utifrån liknande investeringskriterier. Företagen utgår ofta från liknande investeringskriterier som sina konkurrenter och samarbetspartners använder sig av. Studien visar också att venture-capitalföretagen är väl medvetna om vilka investeringar som görs i marknaden som de själva är verksamma i. Vallerie och Peterson fann också att framgångsrika och misslyckade investeringar noteras och analyseras för att bättre kunna utvärdera de konkurrensvillkor och dynamiska förhållanden som råder inom marknadssektorn.

Venture-capitalföretagen söker sig till investeringar med höga potentiella avkastningar. För att få möjlighet att säkra den höga avkastningen måste företagen agera i en riskfylld miljö och acceptera en marknad med hög osäkerhet. Företagens uppfattning om möjlig tillväxt baseras på liknande investeringar, vilka antingen varit framgångsrika eller misslyckade. I de flesta fall är dessa investeringar gjorda av företagets konkurrenter, samarbetspartners eller av företaget själva.

Figuren nedan illustrerar en kognitiv modell för venture-capitalföretag att identifiera och värdera potentiella investeringar. Figuren illustrerar hur företagen kan utvärdera

risk och den möjliga avkastningen på en investering. Figuren visar också hur företagen kan förhandla, strukturera, övervaka investeringen samt hur investeringen kan mynna ut i ett tillfredställande exitscenario.



Figur IV, kognitiv modell för investeringar i okända sektorer med kända framgångskriterier (Vallerie & Peterson, 2003).

Vidare redovisar Vallerie och Peterson i sin studie ett antal steg och den process som venture-capitalföretagen går igenom när en ny attraktiv sektor är rekognoserad. Stegen är följande:

1. En ny investeringssektor är rekognoserad av investerare. Sektorn omfattas av många företag som söker kapital. Företagen kan vara i start-upskedet eller ett redan existerande företag som söker kapital för tillväxt eller expansion. Investerare antar att kriterier för en framgångsrik investering i den nya sektorn inte skiljer sig från tidigare investeringar, då motsatsen ej är bevisad (Vallerie & Peterson, 2003).
2. De första investeringarna görs i den nya sektorn. Noggrant iaktas resultatet av de investeringar som görs. De tidiga investeringar som görs i en sektor blir oftast väldigt framgångsrika eller totalt misslyckade. Detta pga. att investeringar som varken är framgångsrika eller misslyckade oftast ligger till grund för vidareutveckling, då investeringen befinner sig inom en attraktiv sektor (Vallerie & Peterson, 2003).
3. I tidiga framgångsrika investeringar hämtas vinsten hem då ett "exit" görs. Resultatet ligger till grund för att demonstrera den potentiella avkastningen inom sektorn (Vallerie & Peterson, 2003).
4. I tidiga misslyckade investeringar, då ett exit görs, demonstreras de förluster som kan uppkomma i samband med att en investering inte lyckas. Figuren ovan balanseras på så sätt att både negativ och positiv feedback influerar de framtida investeringsbesluten (Vallerie & Peterson, 2003).

När fler och fler investeringar och exit görs inom sektorn, faller statistiken tillbaka till den typiska distributionen av framgångar, plusminusnoll och misslyckade investeringar (Vallerie & Peterson, 2003).

3.7 Investeringsstrategier

I detta avsnitt presenterar vi etablerade teorier inom ämnet som förknippas med strategier och investeringsfaser för venture-capitalföretag.

3.7.1 Ersättningsinvestering

Ersättningsinvesteringar innebär att venture-capitalföretaget säljer hela sin del av investeringen till ett annat företag, exempelvis ett annat venture-capitalföretag (Isaksson, 1999).

3.7.2 Syndikering

Syndikering är en vanlig investeringsstrategi och innebär att två eller flera venture-capitalföretag investerar i samma projekt. Gompers och Lerner (2000) skriver att venture-capitalinvesteraren föredrar syndikering först och främst på grund av att de får valet av investering bekräftat av andra respekterade kunskapskällor. Företagen får en chans att testa sitt eget tänkande mot andra investerare. I start-upfinansiering ger syndikering mer tillgängligt kapital, expertis och stöd samt bidrar till större riskspridning. Då dessa faktorer är viktiga anledningar till syndikering skall venture-capitalföretagen vara noga med sina val av syndikeringspartners, speciellt i tidigare skeden. En etablerad firma bör ej involvera sig med små, icke framgångsrika organisationer. I ett senare skede av investering är valet av partner mindre kritiskt. I en rapport skriven av Brander, Amit och Antweiler (2002) föreslår man genom en empirisk undersökning gjord i Canada att syndikerade investeringar ger ett bättre resultat än ensamma investeringar.

3.7.3 Olika investeringsfaser

Ett företags livscykel går att dela in i ett antal olika faser beroende på vilket stadium företaget har kommit till i sin utveckling. En viktig del av venture-capitalföretagens investeringsstrategi utgörs av att företagen specialiserar sig på olika faser vad gäller investeringsobjektets livscykel. Gränserna mellan de olika stadierna är flytande men kan i huvudsak delas in i tre huvudfaser: tidiga-, expansions- och mogna faser. Nedan ges en kortfattad beskrivning av de olika faserna i företags livscykel. Viktigt att påpeka är att venture-capitalföretag som specialiserar sig på vissa stadier brukar följa sin investering genom efterföljande stadier, vanligen till och med överbryggnadsfinansiering då exit görs (Isaksson, 1999).

3.7.3.1 Sådd och uppstartsfas

Såddfinansiering: Investeringen sker i form av relativt lite kapital till en uppfinnare eller en entreprenör för att pröva ett nytt koncept eller uppfinning. Oftast handlar finansieringen om produktutveckling. Denna fas omfattar dels arbete med att utveckla produkten från ursprungsidén, dels det förberedelsearbete som krävs för kommande marknadsföring och distribution. Arbetet i såddfasen utgörs av flera olika delprocesser, vilka måste bedrivas parallellt. Kompetensmassan i investeringen byggs successivt upp parallellt med att affärsidén förverkligas och förfinas. De kostnader som uppstår bör betraktas som investeringskostnader (Isaksson, 1999).

Uppstartsfinansiering: Företaget har precis startat eller bara varit aktivt en kort period. Produkten har vanligtvis inte blivit testad kommersiellt. Finansieringen sker till företag för produktutveckling eller inledande marknadsföring. Start-up fasen kan ses som ett test av affärsidéns kommersiella livskraft. Prototypen som tagits fram bör genomgå diverse marknadstester och de förberedelser som gjorts i den pre-kommersiella såddfasen ska nu omsättas i praktiken. Företaget ska rekrytera personal som ska utbildas för sina respektive uppgifter, organisationen ska byggas upp och produktionen ska dras igång. En introduktionskampanj ska genomföras och marknadskontakter ska etableras. Försäljningen har ännu inte kommit igång och affärsidén förfinas ytterligare. Detta är oftast den första riktiga finansieringsrundan, där beslut tas om den färdiga affärsplanen och prototypen. Den kommersiella risken sjunker i takt med utvecklingen och genomförda marknadsundersökningar (Isaksson, 1999).

3.7.3.2 Tidig tillväxtfas

Första stadiet finansiering: Finansieringen sker till företag som behöver kapital för att sätta igång med kommersiell tillverkning och försäljning (Isaksson, 1999).

Andra stadiet finansiering: Finansieringen sker till företag som befinner sig under tidig expansion. Tillverkning och försäljning ökar stadigt vilket leder till behov av ytterligare rörelsekapital. Vinster har troligtvis ännu inte börjat redovisas (Isaksson, 1999).

3.7.3.3 Expansionsfas

Tillväxtstadiet: Finansiering sker till företag som har kraftig tillväxt, dess försäljning ökar kraftigt och är lönsam. Kapitalet används till exempelvis utbyggnad, marknadsföring, rörelsekapital eller produktförbättringar (Isaksson, 1999).

Överbrygningsfinansiering: Finansieringen sker till lönsamma tillväxtföretag som förväntas noteras på en marknadsplats eller säljas till en industriell köpare inom en snar framtid (Isaksson, 1999).

3.7.3.4 Mogna fasen

I den mogna fasen har företaget passerat sin första tillväxtperiod och börjat stabilisera eller konsolidera sig (Isaksson, 1999).

3.8 Beslutsprocessen

I detta avsnitt presenterar vi de teorier som förknippas med den beslutsprocess som venture-capitalföretag går igenom när företagen gör investeringar. Vi presenterar först en teori om hur venture-capitalföretagen kan öka chanserna för en investering att överleva, vidare en modell för investeringar i okända sektorer och en modell för styrning av beslut samt en teori om venture-capitalföretagets involvering i gjorda investeringar. Slutligen skall vi titta på hur venture-capitalföretagen realiserar sin vinst eller förlust.

3.8.1 De sju överlevnadshypoteserna

I en rapport skriven av Dean A. Shepard (1999) ställs en rad hypoteser upp som ökar chanserna för att en investering skall överleva. Med överlevnad menar Shepard chanserna för en investering att aktivt finnas kvar på marknaden. Hur marknaden och

konkurrensen mellan olika företag ser ut, samt hur väl managementteamen lyckas befästa en stark position på marknaden är i centrum för att förstå överlevnad. Detta leder till ett samband mellan en rad olika hypoteser som en venture-capitalinvesterare antas ha i åtanke när ett beslut skall leda till att investeringen i slutändan ska överleva.

I den första hypotesen skriver Shepard att *Venture-capitalinvesteraren bedömning av möjligheten för att en investering ska överleva är betydligt större för investeringar som identifierats av framgångsrika stabila nyckelfaktorer än de som identifierats av ostabila nyckelfaktorer.*

Nyckelfaktorer representerar nödvändiga krav för att lyckas inom en viss bransch. Dessa nyckelfaktorer är t.ex. rätt timing, stabilitet och effektivt utförande. Pionjärer har högre avkastning om dom lyckas men bär större risk för misslyckande resonerar Shepard och refererar i sin rapport till DeCastro och Chrisman. Ett nytt team med entreprenörer måste hitta ett antal nyckelfaktorer som de tror kommer leda till framgång på en konkurrenskraftig marknad. Ofta ändras förhållandena på marknaden, en produkt kanske inte fungerar som den är tänkt, konsumentens ”smak” kan ändras och produkten blir oattraktiv. Detta leder till att produkten blir mindre konkurrenskraftig. Om nyckelfaktorerna är ostabila, d v s om faktorer som leder till framgång har stor möjlighet att ändras drastiskt under utvecklingen av produkten, kommer investeringen troligtvis att möta en hög grad av osäkerhet vad gäller efterfrågan och tekniska aspekter. Men om ett företag snabbt kan reglera dessa nyckelfaktorer kan man anpassa sig bättre till marknaden. Om nyckelfaktorerna istället är stabila, d v s nyckelfaktorerna som leder till framgång har liten möjlighet att ändras under utvecklingen av produkten, kommer en tidig satsning på ny teknologi och kunder att leda till en bibehållen konkurrenskraftig position och därmed öka chanserna till att investeringen överlever. Om en pionjär är först med att gå in i en ny industri och en efterföljare går in i ett senare stadium av utvecklingen av industrin är risken stor för pionjären att misslyckas. I en ny industri är osäkerheten hög vad gäller om det finns en marknad för produkten. En efterföljare har lättare att identifiera hur attraktiv marknaden är och kan även minimera kostnaderna för att utveckla produkten genom att se på pionjären och ta lärdom av dennes misstag. Pionjären har därav en lägre chans att överleva än efterföljaren.

Detta leder fram till Shepards andra hypotes: *Venture-capitalinvesteranrens bedömning av möjligheterna att en investering ska överleva är högre för en efterföljare än för en pionjär.*

För att minska konkurrensen på en ny marknad behöver pionjären utveckla barriärer som gör det svårare för nya konkurrenter att ta sig in på marknaden. Dessa barriärer kan t.ex. identifieras av monopol och patent. Genom dessa kan man utveckla ett visst försprång och minimera konkurrenskraftig rivalitet. Starkare barriärer ger ett längre försprång, vilket kan leda till ett starkare varumärke. Shepards argument stärks i hans rapport av studier gjorda av Freeman, Carroll och Huo, Halliday om fördelar med försprång på en marknad. Försprång ger mer tid att lära sig om den nya utmaningen, att lösa konflikter och problem med nya rolltaganden, att utforma informell struktur, att utveckla bättre relationer med aktieägarna och få stabilitet i organisationen.

Shepards tredje hypotes: *Venture-capitalinvesterarens bedömning av möjligheterna att en investering ska överleva är högre om försprånget är stort i jämförelse om försprånget är litet.*

Omfattningen av från konkurrenters rivalitet kan ha stor betydelse, när rivaliteten ökar, ökar risken för misslyckade (Shepard, 1999).

Shepards fjärde hypotes: *Venture-capitalinvesterarens bedömning av möjligheterna att en investering skall överleva är högre med låg konkurrensrivalitet.*

Det är alltid svårt att uppskatta framtida efterfrågan för en ny produkt. Ofta måste marknaden upplysas om att produktens potential och fördelar överväger produktens risk för nå en legalitet hos marknaden. Att uppnå denna legalitet kan vara svårt och kostsamt i form av både kunskap och finansiellt kapital. En högutbildande kunskapskapacitet är därför viktig i en riskplacering. Med utbildande kunskapskapacitet menar Shepard att tillgången till kunskap kan övertyga en ignorerande marknad. En riskplacering med högutbildande kunskapskapacitet kan snabbare få bra relationer med aktieägarna, minska osäkerheten bland kunder och skapa tillit.

Shepard femte hypotes: *Venture-capitalinvesterarens bedömning av möjligheterna att en investering ska överleva ökar med en högutbildande kunskapskapacitet.*

I rapporten refererar Shepard till studier gjorda av Roure och Keeley, Maidique och Cooper som föreslår att chansen att lyckas med en introducering är större om ledningen har tidigare erfarenhet från samma industri. Shepard kallar detta för industrirelaterad kompetens.

Shepards sjätte hypotes: *Venture-capitalinvesterarens bedömning av möjligheterna att en investering skall överleva är högre om ledningen har tidigare erfarenheter från den industri där investeringen är gjord.*

Shepard skriver i sin rapport att ledningens tidigare erfarenheter inom industrin har en större inverkan än nyckelfaktorer som stabilitet, timing, försprång och konkurrens. Detta beror på svårigheterna med att förutsäga dessa faktorer. Shepard hypotes styrks av litteratur skriven av McMillan, Zemann och Subbanarasimha, vilken Shepard refererar till, där det föreslås att styrgruppen/managementteamet är det kriterium som rankas som nummer ett i beslutsprocessen. Vidare föreslås att hur väl osäkerheten hanteras spelar en viktig roll i överlevnadschanserna för en investering. Exempel på osäkerhetsfaktorer kan vara osäkerhet om efterfrågan, teknologin, konkurrens och osäkerhet bland kunderna om vad den nya produkten erbjuder.

Shepards sjunde hypotes: *I bedömningen av investeringens överlevnad tittar venture-capitalinvesterarna mer på tidigare erfarenheter från industrin, relaterad kompetens och en hög utbildande kunskapskapacitet än nyckelfaktorerna stabilitet, timing, försprång och konkurrens.*

3.8.2 Styrning av investeringsbeslut, en kunskapsbaserad infallsvinkel

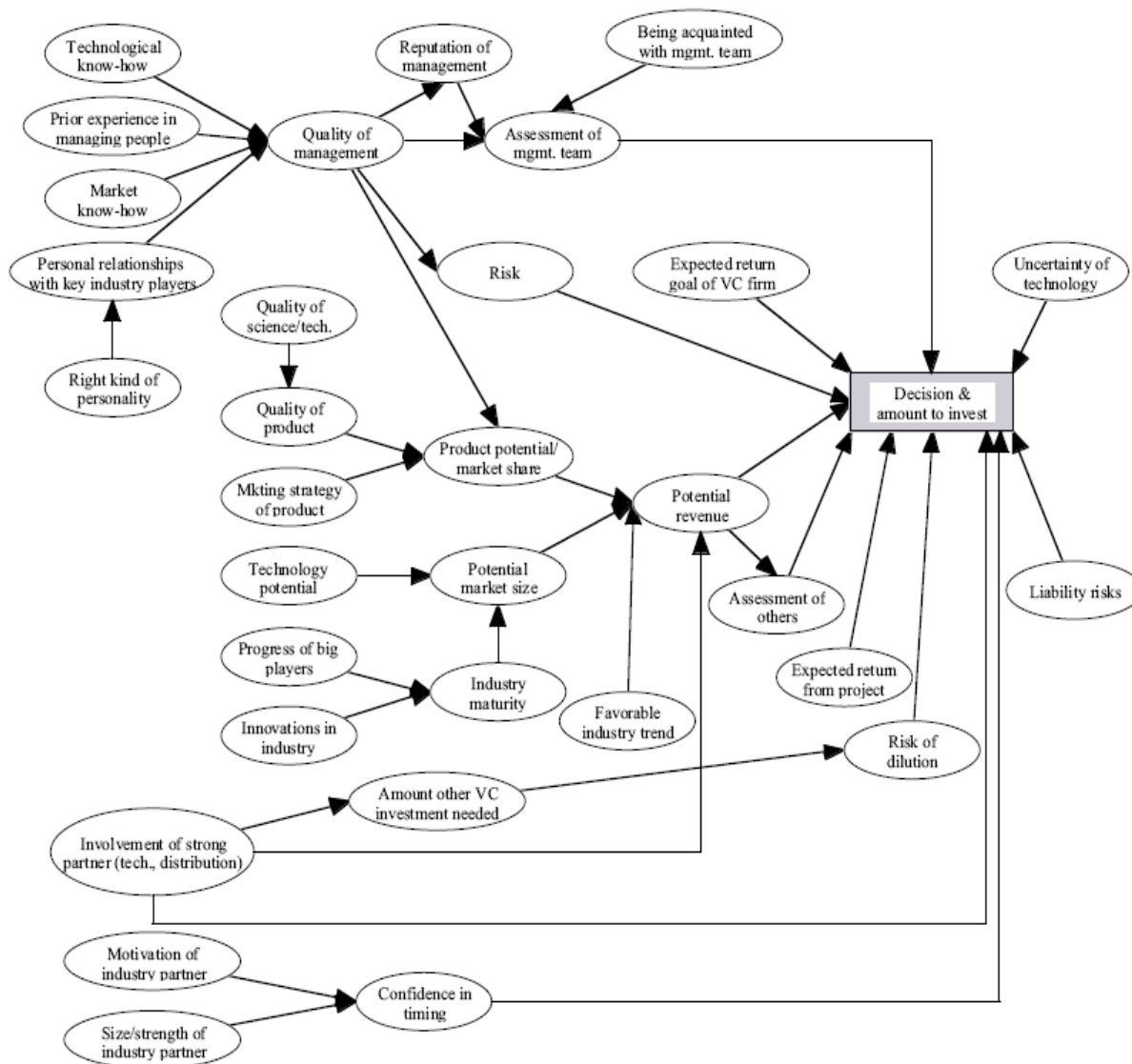
I en studie av investeringsbeslut i venture capital av Mishra, Kemmerer och Shenoy (2002) kartläggs olika faktorer som venture-capitalinvesterare baserar sina beslut på. De olika faktorer som redovisas i rapporten har kartlagts med hjälp av genomförda intervjuer med investerare. I studien konverteras de olika faktorerna till ett "Bayesian network". "Bayes net" är en teknik speciellt anpassad till områden där en hög grad av osäkerhet råder och är baserad på sannolikhetslära. Nätverket som "Bayes net" består av

visar vilka slutsatser som individer, i detta fall investerare gör. Vidare rapporterar Mishra, Kemmerer och Shenoy att de aktuella investeringsmodeller som används inom industrin, baseras på statistiska värden och historisk data. De nuvarande modellerna lyckas inte fånga upp venture-capitalinvesterarnas kunskap. Med hjälp av "Bayes net" kan man synliggöra den kunskap och expertis som är nödvändig för att kunna agera på en marknad som är under ständig förnyelse. Tekniken antas kunna göra investeringsprocessen mer konsekvent och effektiv.

I modellen kan vi följa olika kriterier och få de bakomliggande faktorerna klargjorda samtidigt som vi kan se vad kriteriet leder till i bedömningen av en investering.

För att förklara modellens funktion tittar vi på ett specifikt exempel, ledningen. Vi kan se att teknisk kunskap, tidigare erfarenheter av arbetsledning, marknadskunskap, nätverk och relationer till de viktigaste aktörerna inom industrin, samt rätt personlighet spelar in på vilken kvalitet ledningsteamet kommer att uppnå och vilken risk investeringen karaktäriseras av, samt vilket marknadsandel och potential produkten kommer att kunna möjliggöra. Detta i sin tur kommer att spela in på hur venture-capitalföretaget bedömer investeringen och kommer också slutligen att påverka beslutet och den summa kapital som företaget väljer att satsa i investeringen.

Figur V, modellen nedan illustrerar ett "Bayes net" och är en kartläggning av faktorer som påverkar investeringsbeslutet i områden med hög grad av osäkerhet (Mishra, Kemmerer och Shenoy, 2002).



3.8.3 Venture-capitalföretags involvering i gjorda investeringar

I en studie av venture-capitalföretags grad av inblandning i deras investeringar, undersöktes 62 olika venture-capitalföretag av MacMillan, Kulow och Khoylian, 1988. Rapportens resultat indikerar att venture-capitalföretagen mest var involverad i den finansiella biten av investeringen. Den aktivitet som hade högst grad av medverkan från venture-capitalföretaget var när företaget befann sig i rollen som opinionsspridare. Den lägsta graden av medverkan fann man i den dagliga verksamheten. I undersökningen analyserades olika faktorer av involveringsmönster och man kom fram till fyra distinkta områden av medverkan från venture-capitalföretagen. De fyra olika områdena var följande: utveckling och verksamhet, val av ledning, personlig handledning samt finansiell medverkan. Vidare upptäcktes tre profiler av företag i undersökningen, de tre olika profilerna skiljs åt av den grad av involvering som venture-capitalföretaget inför och bidrar med till sin gjorda investering. De tre profilerna är följande:

”Laissez Fair involvement”, denna profil kännetecknas av att venture-capitalföretaget har en begränsad involvering i investeringen.

”Moderate involvement”, i denna profil har venture-capitalföretaget en moderat involvering i investeringen.

”Close Tracker involvement” är den profil med högst grad av involvering i investeringen, graden är oftast högre än vad entreprenören själv bidrar med.

Undersökningen kunde inte direkt förklara varför företagen hade valt att involvera sig i sina investeringar till en viss grad. Man kom fram till att det inte fanns några signifikanta skillnader mellan olika produkter och tjänster i relation till marknaden. Det fanns inte heller någon större skillnad när ledningsgruppernas karaktärer skiljde sig åt. Graden av involvering skiljde således olika venture-capitalföretag åt, därför att de själva bestämt sig för en viss grad av involvering. Undersökningen visar också att skillnaden mellan de olika utförandena för de olika profilerna som investeringarna resulterade i, var marginell. Vidare verkställdes en analys av Macmillan, Kulow och Khoylian, som visar på att olika aktiviteter och strategier kan ha olika inverkan beroende på vilken grad av involvering som venture-capitalföretaget väljer. I de fall då venture-capitalföretagen hade en ”laissez Fair involvement”, hade utvecklingen av en professionell styrgrupp positiva sambandseffekter med investeringens resultat. I den grupp av venture-capitalföretag där ”moderate involvement” förespråkades hade detta en negativ effekt på resultat och verkställande. I denna profil fann man positiva samband med resultat och utförande då venture-capitalföretaget övervakade verksamheten. I gruppen ”Close Tracker involvement” upplevdes även här utvecklingen av en styrgrupp bidra negativt till resultatet, samtidigt som man fann positiva effekter i förhandlingar mellan venture-capitalföretaget och investeringen. Resultatet visar att beroende på vilken grad av involvering som venture-capitalföretagen väljer, kan vissa strategier vara bättre lämpade än andra. Detta mynnar i sin tur ut i ett effektivare arbete som leder till mer framgångsrika investeringar för venture-capitalföretagen. Vidare resonerar Baum och Silverman (2003) att venture-capitalföretags förmåga att välja vinnare bygger mer på att coacha en investering med rätt expertis och bra omdöme än att just välja rätt investering.

3.9 Realisera framgångsrika och misslyckande investeringar

Innan ett venture-capitalföretag gör en investering, vill oftast venture-capitalföretaget veta vilka möjliga utgångar ur investeringen som är aktuella, detta betecknas som ett exit. Möjliga utgångar och tänkbara köpare analyseras av venture-capitalföretaget innan investeringen fullbordas (Nielsen, 1994).

När sedan ett venture-capitalföretag skall realisera en framgångsrik eller misslyckad investering gör venture-capitalföretaget ett planerat exit. Venture-capitalföretaget lämnar sin investering och samarbetet mellan venture-capitalföretaget och det bolag som de både har investerat kunskap och kapital i lider mot sitt slut. Det är i denna del av investeringsprocessen som venture capital företaget kan realisera en vinst eller skriva av en förlust. Det finns olika sätt att verkställa ett exit. I en studie av exitstrategier av Cumming och MacIntosch från 2003, redogör man för de fem vanligaste exitstrategierna, en studie gjord av Isaksson (1999) definieras sex olika kategorier av exitmöjligheter för venture-capitalföretagen. Nedan redogör vi för Cumming & MacIntosch samt Isakssons resonemang kring exitstrategier:

Börsintroduktion eller IPO (Initial Public Offering) är en marknadsnotering av företagsinvesteringen. Företagets aktier säljs för första gången till allmänheten. Venture-capitalföretaget behåller oftast aktierna fram till börsintroduktionen och säljer aktier under de följande månaderna eller åren efter introduktionen. I de fall som ett venture-capitalföretaget gör en total exit säljs samtliga aktier i investeringen inom ett år från det att företaget har introducerats på börsen. Venture-capitalföretaget kan också välja att göra en del exit som innebär att bara en del av venture-capitalföretagets aktieinnehav säljs inom samma tidsram (Cumming och MacIntosch, 2003). Vidare resonerar Isaksson (1999) att en marknadsnotering i Sverige oftast innebär ett avtal med fondkommissionären att inte direkt sälja sitt innehav vid noteringen, ett s.k. ”lock up agreement”.

Uppköp eller acquisition exit är försäljning till en tredje part av hela företagsinvesteringen. Vanligtvis köps företagsinvesteringen upp av en strategisk köpare, ett bolag i samma eller liknande bransch som önskar att förena eller utöka företagets produkt eller teknologi med hjälp av den nya investeringen. Ett uppköp av hela investeringen involverar vanligtvis betalning med kontanta medel (Cumming och MacIntosch, 2003). Isaksson (2002) resonerar vidare att köparen oftast tillhör ett större etablerat företag som vill få tillgång till portföljbolagets teknik eller marknad. Betalningen kan ske antingen kontant, med aktier eller andra tillgångar.

Andrahandsförsäljning eller secondary sale innebär försäljning till en ny finansör, oftast en strategisk köpare eller ett annat venture-capitalföretag. Skillnaden mellan ett uppköp och ett andrahandsförsäljningsscenario är att vid en andrahandsförsäljning säljer endast venture-capitalföretaget sitt innehav till en tredje part. Entreprenörerna och andra investerare behåller sitt innehav i företaget. Om den tredje parten är en strategisk köpare söker den oftast ett sätt att i framtiden försöka överta hela företaget (Cumming och MacIntosch, 2003).

Återköp eller buyback exit som är det engelska begreppet innebär att venture-capitalföretaget säljer sitt innehav till entreprenörerna bakom projektet (Cumming och MacIntosch, 2003).

MBO (Management Buyout), försäljning till företagsledningen. MBO kan ses som en variant av återköp där företagsledningen har en stark investerare som medfinansör (Isaksson, 1999).

Avskrivningsexit eller write-off karakteriseras av en misslyckad investering där investeringen inte har mött de uppsatta avkastningskraven. Venture-capitalföretaget kan helt och hållet lämna investeringen detta ofta i samband med att portföljbolaget går i konkurs eller likvideras. Venture-capitalföretaget kan också fortsätta att arbeta med portföljbolaget och behålla sitt innehav. Men venture-capitalföretaget skriver då oftast ner tillgångarna för investeringen i sin balansräkning (Cumming och MacIntosch, 2003). Vidare resonerar Isaksson (1999) att vid en misslyckad investering finns det ett antal nödlösningar att välja mellan när de övriga exitvägarna inte längre är aktuella. Den misslyckade investeringen kan ligga till grund för rekonstruktion, avskrivning, likvidation eller konkurs. Konkurs är oftast den sista lösningen som venture-capitalföretaget vill vidta.

4. Empirisk Analys

Under detta avsnitt presenterar vi den empiriska analysen av de företag som vi har undersökt. Företagen är följande: Industrifonden, Affärsstrategerna, Investor Growth Capital, Chalmersinvest samt Volvo Technology Transfer. Analyserna presenteras i samma ordning som intervjuerna genomförts.

4.1 Industrifonden

Industrifonden grundades av staten 1979 men finansierar idag sin verksamhet fristående från staten. En förordning anger hur Industrifonden ska arbeta och styrelsen utses av regeringen. Industrifonden är direkt och indirekt en stiftelse och förvaltar totalt ca 3,5 miljarder svenska kronor, varav 1,9 miljarder är investerade. Den är därmed en av de största aktörerna på den svenska riskkapitalmarknaden. Industrifonden är engagerat i ca 260 företag runt om i Sverige. Industrifondens vision är att med hjälp av kompetent kapital bidra till att skapa nya svenska framtidsföretag med fokus på den internationella marknaden. Industrifonden har i dagsläget 25 anställda investment managers, där till kommer ca 18 i de f.n. 10 regionala bolagen. Vi har intervjuat Lars Öjefors, VD för Industrifonden.

4.1.1 Avkastningskrav och måluppfyllelse

Industrifondens avkastningskrav på enskilda investeringar ligger mellan 25 och 30 procent. I den genomförda intervjun redogör Lars Öjefors för hur avkastningskraven på en investering snabbt kan öka inom venture-capitalbranschen. När Industrifonden skjuter in ett kapital med ett avkastningskrav på 25 till 30 procent, och kapitalet inte genererar det resultat som eftersträvas, bedöms investeringen på nytt. En så kallad följdinvestering övervägs. Om Industrifonden beslutar att genomföra en följdinvestering görs en ny kalkyl för det nya kapital som ska investeras.

Industrifonden bedömer en lyckad investering först när ett bokslut gjorts och investeringen exiterats. Lars Öjefors säger att alla investeringar som genererat något slags mervärde anses vara en lyckad investering. En lyckad investering kan därför ligga mellan att generera något slags mervärde till att generera avkastning på flera hundra procent. På en tioårsperiod har Industrifonden behållit sitt kapital reellt intakt och kapitalet och har i stort sett följt inflationen. Industrifonden beräknar att en tredjedel av de investeringar som görs i framtiden kommer att räknas som lyckade investeringar när de exiterats.

4.1.2 Investeringskriterier

Ett antal kriterier bör vara uppfyllda för att Industrifonden ska investera i ett företag. Genom dessa kriterier sorteras ungefär 90 procent av de idéer, affärsplaner och prospekt som kommer in till Industrifonden bort. De 10 procent som blir kvar innehåller de kriterier som värderas högst av Industrifonden.

1) Företagets ledning och styrelse bör präglas av kunnighet och entreprenörsanda. Lars Öjefors betonar vikten av bra management och av att lära känna ledningen innan investeringen genomförs. När Industrifonden ska urskilja vilka investeringar som är mest attraktiva är det ledningen i investeringsobjektet som anses vara det absolut viktigaste. Anledningen till detta är den osäkerhet som förknippas med utvecklingen av

ett nytt företag. Hur ledningen klarar av att tackla oväntade förändringar och tar ställning i vissa frågor är mycket avgörande. Lars Öjefors säger att idén i sig inte egentligen är det väsentliga, det är vad som görs av idén som är det viktigaste.

2) Företaget bör ha en produkt som kan skyddas genom patent eller på annat sätt, en unik affärsidé kan fungera som substitution i de fall patent och skydd saknas. Lars Öjefors värdesätter den grundläggande idén d v s en bra affärsplan, som det viktigaste näst efter management. Industrifonden hjälper till att utforma affärsplanen gemensamt med investeringsobjektet. I den här processen lär man också känna management.

3) Företaget bör ha en vilja att växa genom offensiva satsningar på nya produkter, processer eller marknader.

4) Företaget bör inte ha mer än 250 anställda eller en omsättning över 400 miljoner kronor. Större företag kan dock få finansiering om det föreligger särskilda skäl.

5) Medfinansiering bör finnas. Det innebär att en del av kapitalet måste komma från andra investerare än Industrifonden. Investerare kan vara företaget, privata investerare eller banker.

6) Företaget får inte ägas till mer än 25 procent av ett större företag.

7) Industrifonden investerar bara i projekt eller företag som bedöms kunna ge företagsekonomisk lönsamhet. Det ska också finnas exportmöjligheter för produkten.

4.1.3 Strategier och beslut

Industrifonden investerar i sådd, uppstart, utveckling och expansionsskeden i de flesta branscher. Industrifonden inriktar sig på att gå in i ett relativt tidigt stadium av ett företags utveckling. Lars Öjefors säger att några av anledningarna till att Industrifonden ängar sig åt s.k. såddinvesteringar är tradition samt avsaknaden av aktörer i väldigt tidiga skeden av ett företags utveckling. Det råder ”syrebrist” på den delen av marknaden, uttrycker Lars Öjefors.

Industrifonden investerar i alla branscher. Geografiskt sett begränsas investeringarna till Sverige. Anledningen till denna begränsning är det regelverk som finns utformat för stiftelsen. Industrifonden har kontor över hela landet vilket innebär att de kan hålla en nära kontakt med sina investeringar i hela Sverige. Investeringsbeloppet varierar mellan två och femtio miljoner kronor men ligger vanligtvis runt sex till sju miljoner kronor.

När Industrifonden går in i en investering har de som krav att äga över 10 procent av företaget men också att aldrig äga mer än 50 procent. Som delägare påverkar Industrifonden företaget aktivt genom att oftast vara representerad i styrelsen. Industrifonden har därmed krav på minst en styrelseplats och en suppleant. Industrifonden vill dock undvika att axla en ”lead roll” då de är engagerad i ett stort antal bolag. Industrifonden agerar genom styrelsen för att göra nödvändiga ändringar i investeringsobjektet. När oförutsägbara förändringar av nyckelfaktorer sker, görs en ny bedömning av management, marknad och företagets kultur innan beslut om att skjuta in ytterligare kapital fattas.

Ett av de kriterier som Industrifonden har satt upp är att det bör finnas en medfinansiar. Anledningen till att de söker syndikeringspartner är som Lars Öjefors säger: ”fyra ögon är bättre än två”. Lars Öjefors menar att när flera parter har undersökt ett projekt, blir sannolikhet större att man inte har missat några väsentliga faktorer i analysen och värdering av investeringsobjektet. Syndikeringspartner ska vara seriösa och vara företag som Industrifonden väl känner till samt kunna tillföra väsentligt kapital och kompetens. Industrifonden gör inga ersättningsinvesteringar.

Lars Öjefors säger att intuition spelar en stor roll i den slutgiltiga beslutsprocessen. Företagen som Industrifonden investerar i är ofta så unga att det är omöjligt att analysera och värdera med hjälp av teoretiska och matematiska modeller. I dessa fall måste man lita på sin intuition och känsla. Lars Öjefors anser att intuition är något som i deras fall bygger på lång erfarenhet av branschen och näringslivet. Impulsivitet i beslutsfattandet existerar inte inom Industrifonden.

4.1.4 Exit

En lyckad exit för Industrifonden är när de lyckas sälja företaget till en industriell köpare eller när företaget framgångsrikt noteras på börsen. Börsintroduktioner är inte längre aktuella i samma utsträckning som för några år sedan. I efterhand kan man se att många av de bolag som marknadsnoterades för några år sedan egentligen var för små för börsen.

4.2 Affärsstrategerna

Affärsstrategerna grundades 1988 och har sedan dess gjort ett femtiotal investeringar inom Life Science, IT och Wireless. 1998 noterades Affärsstrategerna på OM Stockholmsbörsens O-lista. Affärsstrategerna förvaltar ett kapital på 150 miljoner svenska kronor och har en organisation som består av fem anställda. Uppdelat på VD, VD-assistent, CFO samt två Investment Managers. Vi har intervjuat Robin Sukhia, Investment manager på Affärsstrategerna.

4.2.1 Avkastningskrav och måluppfyllelse

Affärsstrategerna har ett avkastningskrav på 20 till 30 procent på sin totala portfölj. På enskilda investeringar rör sig avkastningskravet mellan fem till tio gånger pengarna. Avkastningskravet kan ibland ändras under den tid Affärsstrategerna är aktivt engagerade i investeringen. Detta kan exempelvis ske om marknadsförhållandena ändras eller om företaget missköter sig. Robin Sukhia säger i intervjun att under de tio senaste åren har tre av tio gjorda investeringar uppfyllt de uppsatta målen och kraven.

4.2.2 Investeringskriterier

Affärsstrategerna investerar i nischföretag med stor tillväxtpotential som uppfyller nedanstående kriterier. Alternativt investerar Affärsstrategerna i vinstgenererande bolag i en stabil bransch där ledning och/eller huvudägare är öppna för buy-out affärer.

- Företaget ska vara verksamt inom Life Science, IT eller Wireless.
- Entreprenörföretaget bör vid en fysisk produkt inneha en stark och skyddad basteknologi, t ex inneha rättigheter eller patent.

- Entreprenörsföretaget ska verka, eller ha förutsättning att verka, på en internationell marknad.
- Det ska finnas ett långsiktigt engagemang bland entreprenörsföretagets nyckelpersoner.
- Entreprenörsföretaget ska befinna sig i ett tidigt utvecklingsskede.
- Kapitalbehovet ska ej överstiga 25 MSEK och Affärsstrategernas insats ska ge ett betydande ägarinflytande.

Det kriterium som är viktigast enligt Robin Sukhia är dock att det finns en bra ledning. En bra ledning ska vara seriös, sticka ut, vara produktiv och drivande och framförallt skall ledningen kunna sälja. För att göra en produkt framgångsrik ska det finnas en stark och växande marknad. Det ska även vara en viss rullians i marknaden, d v s att det görs många exit på marknaden. Robin Sukhia ser helst att produkten består av ett nytt standardiserat system med möjligheter att utveckla en tillhörande produktlinje med tilläggsprodukter. Potential för att bli världs/kontinentledande på sin marknad bör också finnas.

Från att ett förslag eller en affärsplan har erhållits tar det vanligtvis fyra till sex månader innan ett slutgiltigt beslut om en investering tas. I vissa fall kan processen ta längre tid när man tar hjälp av teknisk support.

Det finns uppsatta krav på att företagen som Affärsstrategerna investerar i ska flytta sin utvecklingsavdelning för IT-system till Affärsstrategernas utvecklingsbolag i Indien och på så sätt sänka sina utvecklingskostnader.

Affärsstrategerna söker signaler för att hitta rätt timing för en ny investering. De tittar exempelvis på om tekniken tas upp i media och om investeringsområdet ligger i hetluften, om många aktörer vill gå in på området samt om området är behov av någon specifik problemlösning.

För att lättare kunna hantera uppkommande risker söker man efter bra track record, ett bra team som helst gått igenom utvecklingsprocessen av ett företag tidigare. Affärsstrategerna går igenom bakgrund, referenser, hör med personer som tidigare arbetat med personerna och grundarna till företaget. I vissa fall då entreprenören är ung och utan track record får man inrikta sig på att bedöma enbart produkten och teamet.

När Affärsstrategerna gör investeringar inom nya områden tar man hjälp från olika externa experter på de aktuella områdena. Dessa experter gör bedömningar på olika bitar i prospektet som alla vägs in i det slutgiltiga beslutet.

Affärsstrategerna erbjuder företaget ett servicepaket som förenklar för investeringen och ger mer tid för prospektet att ägna sig åt produkten. Robin Sukhia säger i intervjun att företaget får en viss kvalitetsstämpel genom att Affärsstrategerna backar upp projektet med sitt kapital.

4.2.3 Strategier och beslut

Affärsstrategerna investerar i sådd- och uppstartsfasen. Robin Sukhia säger i intervjun att detta medför störst risk men också högst avkastning, och det är anledningen till att man investerar i dessa faser. Han säger vidare att det börjar bli brist på aktörer i de efterföljande faserna. De branscher som Affärsstrategerna investerar i är IT, Telecom, Wireless och hälsovård. I hälsovårdssegmentet investerar Affärsstrategerna den största delen av sitt kapital.

Affärsstrategerna investerar mellan en och 25 miljoner kronor. Det som föredras är en investering kring fem miljoner kronor vilket vanligtvis motsvarar lön och utveckling under ett år i ett litet utvecklingsbolag.

Affärsstrategerna investerar främst i Sverige, men har även som nämnts tidigare en investering i Indien. Affärsstrategerna känner att de får bättre kontakt med företagen i Stockholmsområdet än när investeringar görs i övriga delar av landet. Affärsstrategernas investering i Indien beror främst på att en stor del av det investerade kapitalet i investeringsobjekten gick till svenska IT-konsulter. Affärsstrategerna ville sänka sina utvecklingskostnader och flyttade all utveckling av IT-system för portföljbolagen till Indien och sänkte därav sina kostnader på IT-utvecklingen avsevärt. I dagsläget är portföljbolaget i Indien självförsörjande och konsultarvodena i Sverige har gått ner i pris. Detta gör att Affärsstrategerna idag inte ställer lika hårda krav på sina portföljbolag när det gäller var utveckling av IT-system skall lokaliseras rent geografiskt.

Ägarstruktur som Affärsstrategerna söker ligger oftast runt 30 till 40 procent, men kan i vissa fall gå upp till 80 procent. Detta oftast beroende på nyemissioner och inskjutande av mer kapital då företagen växer. Robin Sukhia säger i intervjun att Affärsstrategerna vill ha kontroll. Äger man mer, tjänar man också mer när det går bra och vice versa. Affärsstrategerna har en till två styrelseplatser i sina investeringar. Affärsstrategerna axlar oftast kontroll- och supportuppgiften i de olika styrelser som de sitter i. Robin Sukhia säger också att kontroll är beroende på hur portföljbolaget har presterat under innehavet. Han säger att om det har gått åt pipan en gång så har man järnkoll därefter.

Robin Sukhia säger i intervjun att det största värdet för att en investering skall bli framgångsrik ligger i att bygga ett starkt cash-flow för portföljbolaget. Att ta eller ha marknadsandelar i kombination med en bra teknik rankas också högt på Robin Sukhias lista över framgångsfaktorer.

Affärsstrategerna använder sig av syndikering i nästan alla investeringar. Anledningen är att minska risken, öka kontaktnätet samt att bekräfta att investeringen är bra. Därav misstänker man att om någon annan väljer att inte gå in i investeringen så vet de antagligen något man själv inte vet. Detta leder därför ofta till att en investering uteblir om ingen syndikeringspartner kan lokaliseras. Affärsstrategerna har inga särskilda krav på syndikeringspartners men säger att beroende på aktör får man vara beredd på att ta olika roller. Om syndikering sker med större aktörer får man oftast dra ett större lass, då de större aktörerna har många investeringar och inte kan engagera sig aktivt i alla.

Ersättningsinvesteringar görs aldrig, förutom om ett venture-capitalföretag är på väg mot konkurs, då kan en ersättningsinvestering bli aktuell. Affärsstrategerna kan dock i ett senare skede gå in tillsammans med en redan aktiv investerare eller en affärsängel i

projektet. Detta är ofta ett kvitto på att investeringen kommer att bli framgångsrik. Robin Sukhia beskriver framgångskonceptet för en investering med tre T, Tur, Timing och Talang. Men säger också att alla beslut som tas måste kunna checkas av med tillförlitlig information. Robin Sukhia säger att intuition spelar in och baseras på erfarenhet och kunskap och att impulsivitet inte finns med i bilden när ett beslut skall fattas.

4.2.4 Exit

Exit görs i form av trade sale och börsintroduktion. Affärsstrategerna föredrar trade sale då det är snabbare och enklare.

4.3 Investor Growth Capital

Investor Growth Capital är ett av Investor AB:s helägda riskkapitalbolag. Investor Growth Capital, även känt som IGC, förvaltar ca USD 1,8 miljarder och har 9,5 anställda i Sverige. Det som skiljer IGC från många andra venture-capitalföretag är att företaget inte består av eller äger fonder. Investeringarna sker istället löpande mot Investor AB:s balansräkning. IGC gör investeringar med ett minimibelopp som börjar runt 30 miljoner svenska kronor. Vi har intervjuat Håkan Jansson, VD för Investor Growth Capital i Norden.

4.3.1 Avkastningskrav och måluppfyllelse

Investor Growth Capital har ett avkastningskrav på sin portfölj på 20 procent per år. I intervjun med Håkan Jansson uttrycker han att IGC aldrig pekar på en enskild investerings avkastningskrav, även om avkastningskravet teoretiskt sett bör ligga kring 50 procent på den enskilda investeringen för att IGC skall uppnå en 20-procentig totalavkastning på portföljen. I och med att IGC investerar löpande och inte har några investeringsfonder finns det inte heller någon klar start- och stopptid där fonden utvärderas. IGC mäter istället kontinuerligt kapitalets utveckling över tiden. Avkastningskravet ändras inte under resans gång utan istället gäller det att så tidigt som möjligt kunna se om investeringen överhuvudtaget kommer att generera någon avkastning. IGC utvärderar sina investeringar varje kvartal för att sortera in investeringarna i fyra olika grupper.

- 1) Goda bolag. Den första gruppen är goda, bra bolag där en exit kan göras inom rimlig tid och generera en god avkastning.
- 2) Frågetecken. Bolagen måste följas nära och utvärderas. Det är oklart vad som kommer att hända med företaget och hur marknad för företaget kommer att utvecklas.
- 3) Levande döda. Bolagen kommer inte att bli någonting, men en del av det investerade kapitalet kan räddas.
- 4) Döden, döden.

Håkan Jansson pekar på amerikansk statistik för industrin och räknar med att av IGC:s samtliga investeringar kommer 40 procent att bli rena förlustinvesteringar. Ytterligare 40 procent av investeringarna uppfyller inte de uppsatta målen, men genererar ändå en del av det insatta kapitalet tillbaka. De resterande 20 procent som finns kvar, är de investeringar som ger en god avkastning och uppfyller de uppsatta målen. För IGC är det ännu för tidigt att se på någon egen statistik då merparten av företagens investeringar inte har exiterats.

4.3.2 Investeringskriterier

När IGC ska göra en investering är det viktigaste kriteriet att investeringen innefattas av skyddad teknologi. Finns det inte möjlighet till patent eller skydd för produkten gör IGC överhuvudtaget inte investeringen. Det skall också finnas en klar marknadspotential för produkten.

IGC arbetar med att försöka förstå en befintlig marknad och hitta rätt timing för produkten. De viktigaste faktorerna att förstå är hur man ska tjäna pengar på investeringen och än en gång avgöra om det verkligen finns en marknad, säger Håkan Jansson. Tidsaspekten blir därför också ett viktigt kriterium. Managementteam är också ett kriterium som tas upp under intervjun. När IGC investerar ligger fokus på vilken risk företaget exponerar sig för genom investeringen. Hur signifikant är risken? Var finns den? Vad är det vi riskerar?

Håkan Jansson säger också att när profilen för ett bolag ändras, ändras också risken för investeringsobjektet. Produkten kan t.ex. ta mycket längre tid att utveckla än vad som tidigare beräknats. Under utvecklingstiden kan köpbeteenden ändras, marknaden kan förändras. Dessa faktorer måste investerare vara uppmärksamma på och se i ett tidigt skede för att kunna vidta nödvändiga åtgärder, säger Håkan Jansson.

4.3.3 Strategier och beslut

I dagsläget investerar IGC i expansionsfasen, men tidigare investerade man även i sådd- och uppstartsfaser. Anledningen till att IGC har gått över till att investera i expansionsfasen är att IGC har stora möjligheter att investera mycket kapital. Detta för att resultat skall kunna ge en signifikant påverkan på Investors aktiekurs. Det finns därför också ett krav från Investor AB på IGC att investeringarna som görs skall involvera mycket kapital.

IGC investerar i teknologi- och hälsovårdsbranschen, men har gått ur läkemedelsforskningen. Anledningen till att IGC investerar i dessa branscher är främst på grund av tradition. IGC har erfarenhet och sin främsta kompetens inom områdena och även ett väl utvecklat nätverk. Anledningen till att IGC har gått ur läkemedelsforskningen beror på en för lång och tidskrävande process förknippad med extremt höga risker.

När Håkan Jansson talar om den geografiska avgränsning som finns säger han att investeringen inte ska vara mer än en timme iväg. Officiellt är området Norden men i huvudsak görs investeringarna inom Sveriges gränser.

IGC vill minst äga 20 procent men aldrig mer än 50 procent i ett portföljbolag. IGC undviker därmed att konsolidera vilket skulle äventyra Investor AB:s investmentstatus. I en investering vill IGC axla ledarrollen. IGC anser att det gagnar utvecklingen av investeringen. IGC sköter eller hjälper till med rekrytering, nätverk, personalfrågor och att bemanna styrelser som en del av en större koncern. IGC har krav på 1-2 styrelseplatser och på att vara delaktig när styrelsen för investeringen utses.

Håkan Jansson poängterar att IGC i många fall investerar i substitutionsteknik. Det innebär ny teknik som kan ersätta gammalmodig teknik, men fortfarande tillfredsställa samma grundläggande behov, framför att skapa en helt ny marknad. Detta är mycket komplext och tar lång tid både att utveckla samt att förstå.

Håkan Jansson säger i intervjun att värdeutvecklingen i en investering skiljer sig dramatiskt åt beroende på hur företagen arbetar med investeringsobjektet. Genom att arbeta med "hands on" och aktivt med sina investeringar, skapar IGC ett större värde. Håkan Jansson säger att en katastrofal investering aldrig kan fixas till, men att en medioker investering faktiskt kan generera pengarna tillbaka om investeringen sköts rätt. Detta genom ett bra arbete och framförallt genom att "coacha" investeringen på rätt sätt.

Syndikering sker i vissa av IGCs investeringar för att dela på både arbete och kapital. Som krav på syndikeringspartner vill man se att partnern kan följa med och vidare investera, dvs partnern skall ha mycket kapital och vara liknande IGC rent storleksmässigt. Håkan Jansson säger i intervjun att ett beslut ibland kan påverkas av om andra visar intresse eller inte. Om många visar intresse för ett objekt borde investeringen vara bra. Detta gäller i ännu större utsträckning i motsatta fall, om ingen visar något intresse. IGC får i ett sådant fall se över analysen igen. I slutändan litar dock IGC först och främst på sig själva. Inom venture-capitalindustrin talar Håkan Jansson om samarbetspartners istället för konkurrenter. IGC gör inga ersättningsinvesteringar. Håkan Jansson säger också att industrin i säg är relativt ny i Sverige. Detta är en bidragande orsak till att alla aktörer på marknaden är inne i en läroprocess där företagen genom samarbete kan lära mycket av varandra.

I de fall där nyckelfaktorerna i en investering ändras drastiskt, kommunicerar IGC med övriga eventuella investerare för att gemensamt kunna finna en lösning. Detta kan vara att påverka investeringsobjektet genom att dra ner på kostnader och/eller ändra riktning för bolaget.

IGC försöker att strikt lita på sin analys och ren fakta. Men det går inte att komma ifrån att intuition har en viss betydelse i beslutsfattandet. Störst inverkan har intuition i sällningen av de många projekt och förslag som kommer in till IGC. Håkan Jansson säger i intervjun att erfarenheter förbinder maggrop med hjärnan och att intuition egentligen är en slags "ackumulerad erfarenhet" som personen i fråga har samlat på sig under åren. IGC är inte impulsiva i sina beslut, snarare tvärtom. Detta har bland annat att göra med att IGC är en del av Investor AB. Håkan Jansson tror att branschen generellt skulle behöva lite mer impulsivitet i beslutsprocessen.

IGC har ändrat sin strategi från att gå in mycket tidigt i investeringsobjektens utveckling och därmed ta en hög teknologisk risk, till att gå in senare i bolag som ökat sin försäljning signifikant. IGC investerar i företag som behöver mycket kapital för att utveckla produkter, organisation och finansiera en kommande expansion.

4.3.4 Exit

Ett exit går ut på att generera så mycket kapital som möjligt. Det är detta som är drivkraften bakom det hela. Ett exit gör IGC genom att sälja investeringsobjektet till en industriell köpare eller ett buy-out företag. Att göra börsintroduktioner är i dagsläget svårt och var vanligare för ett antal år sedan. Håkan Jansson säger att ett misslyckad exit oftast beror på missbedömning av marknaden, taskigt management eller en teknologimiss.

4.4 Chalmersinvest

Chalmersinvest är ett venture-capitalföretag som främst investerar i högskolebaserad forskning. Företaget har en stark koppling till Chalmers tekniska högskola. Chalmersinvest förvaltar 50 miljoner svenska kronor och gör investeringar mellan 0,5 – 2 miljoner kronor. Vi har intervjuat Ingvar Andersson, VD för Chalmersinvest.

4.4.1 Avkastningskrav och måluppfyllelse

Chalmersinvest har ett 25-procentigt avkastningskrav på sin portfölj. Chalmersinvest har också ett avkastningskrav på 50 procent för varje enskild investering. Chalmersinvest tar hänsyn till avkastningskraven när den initiala investeringen och följdinvesteringar görs. När väl investering gjorts ser Chalmersinvest inte längre på avkastningskravet utan försöker istället maximera investeringens resultat. Huruvida investeringen ses som lyckad eller misslyckad mäts vid investeringens exit. Chalmersinvest mäter även under ”resans gång” genom att se hur investeringen klarat av att möta de uppsatta delmålen. För att investeringen i slutändan skall räknas som lyckad ska den ha uppfyllt de grundläggande målen, d v s ha en avkastning på minst 50 procent. Chalmersinvest räknar med att ungefär 50 procent av alla investeringar kommer att bli helt misslyckade. Ytterligare räknar Chalmersinvest med att det är en till två investeringar på tio som kompenserar och väger upp resultatet för den totala avkastningen på portföljen.

4.4.2 Investeringskriterier

Chalmersinvest arbetar utefter ett antal kriterier för sina investeringar. Dessa är följande: Företagens affärsidé ska bygga på leverans av produkter eller produktifierbara tjänster. Produkten ska innehålla ett visst mått av unikit och ska helst vara möjlig att skydda med patent eller andra inträdesbarriärer. Produkten skall innehålla en tydlig kundnytta jämfört med existerande alternativ på marknaden. Behovet av produkten ska vara tydligt, tillräckligt stort och gärna växande. Produkten ska vara internationellt gångbar. Realismen i tekniska lösningar och producerbarhet skall vara hög. Kalkylerade tillverkningskostnader skall medge hög bruttomarginal. Personerna i och bakom företaget skall besitta engagemang och kompetens för att arbeta med företagets utveckling i tillräcklig omfattning och under lång tid. Personerna ska acceptera behovet av kompletterande kompetens och personal efter hand som företaget utvecklas. Personerna bakom företaget ska acceptera successiv ägarspridning istället för egenkontrollerat företag.

Ingvar Andersson säger att det viktigaste investeringskriteriet egentligen är människorna i projektet. Men samtidigt, vad gäller Chalmersinvest säger han att i och med att investeringar sker i ett så pass tidigt stadium, är det lättare att byta ut människorna i projektet än t.ex. patentskyddet. Den viktigaste framgångsfaktorn är personalen, men när investeringen görs ser Chalmersinvest om produkten har en tydlig kundnytta. Går det att ta fram produkten till en kostnad som är en bråkdel av kundnyttan? För Chalmersinvest är patent viktigt men inte ett krav. Det bör dock finnas någon form av inträdesbarriär för produktens marknad. Från det att en idé presenteras till investering görs tar det oftast ett par månader.

4.4.3 Strategier och beslut

Chalmersinvest investerar inte i mogna branscher, detta beror på att det inte finns tillräcklig tillväxt. Chalmersinvest letar efter områden där man kan komma in med nya lösningar oftast inom IT, Telecom och Medicinteknik. Chalmersinvest gör inga

investeringar i läkemedelsutveckling med däremot exempelvis i leverantörer av analysutrustning som används vid läkemedelsutveckling. Chalmersinvest säkrar sina investeringar inom nya områden genom en blandning av känsla och analytisk förmåga. Chalmersinvest gör väldigt få egna analyser utan köper istället in analyskompetens från externa experter. Chalmersinvest lyssnar av marknaden och gör även en del marknadsundersökningar.

Chalmersinvest behöver oftast hjälp från andra investerare i de senare skederna av ett företags utveckling, detta på grund av att de investerar en relativt liten summa pengar. Ingvar Andersson talar då med kollegor som investerar i steget efter för att försöka vara säkra på att en exit kan säkerhetsställas.

För att hantera risk använder sig Chalmersinvest av råa metoder. Är projektet möjligt att genomföra? Går det att producera? Chalmersinvest anlitar också folk för att få en second opinion. Ibland låter de investeringsobjektet visa vad det går för genom s.k. ”skedmatning”. Då låter Chalmersinvest exempelvis portföljbolaget bygga en prototyp och testa den istället för att hyra en konsult som analyserar projektet. På det här sättet används kapital på ett nyttigare och mer skapande vis. Den risk som är svårast att hantera är marknadsrisken. Hur kan man vara säker på om folk vill köpa produkten? Först när produkten lanseras på marknaden erhålls ett riktigt svar. Chalmersinvest kan göra små marknadstester, dessa tester ger inte ett 100-procentigt skarpt svar men indikerar ändå åt vilket håll projektet lutar.

Chalmersinvest analyserar sin portfölj och letar efter investeringar som anses ha större chans att lyckas. De investeringar som anses ha störst chans att lyckas lägger Chalmersinvest sedan mer tid och resurser på. Vad som krävs är en stor växande marknad som kan acceptera nya lösningar, en lösning ”that makes a difference” innebär en drastisk förbättring eller förändring, säger Ingvar Andersson.

Chalmersinvest går alltid in som första investerare. Bolaget anser att genom att vara tidig investerare kan företaget också tjäna bra med pengar. Chalmersinvest har ingen egentlig branschfokus, förutom att inte investera i läkemedelsutveckling. Chalmersinvest investerar i högskolebaserad forskning. Chalmersinvest investerar också helst i portföljbolag som de enkelt kan ta sig till med en snabb bilresa. Detta beror främst på att dyrbar tid inte skall gå till resor mellan olika kontor utan användas till att utveckla företaget.

Ägarstruktur brukar röra sig mellan 10 och 50 procent, dock aldrig över 50 procent. Chalmersinvest är alltid minoritetsägare. Chalmersinvest axlar oftast en aktiv roll i styrelsen på portföljbolaget. Ingvar Andersson säger att i initialskedet av en investering arbetar de väldigt aktivt, de agerar pådrivare och ”coach” för att senare bli lite mer bevakande när saker och ting fungerar strukturerat.

Chalmersinvest syndikerar aldrig med en större investerare i initialskedet då de skulle få en för liten ägarandel i den aktuella investeringen, istället syndikerar Chalmersinvest med ”affärsänglar” i tidigare skeden. Större investerare kommer först in i senare skeden. Chalmersinvest syndikerar först och främst för att erhålla en delad risk. Ingvar Andersson säger att när ytterligare en aktör tar ställning till projektet känner de sig lite säkrare på sin investeringen. Chalmersinvest gör inga ersättningsinvesteringar då de investerar i ett så pass tidigt skede som de gör.

Om Chalmersinvest märker att nyckelfaktorerna i en investering förändras, görs en analys av nyckelfaktorerna. Går det att påverka faktorerna och vad kostar det att förändra/öka lönsamheten? I de fall nyckelfaktorerna inte kan påverkas, vad blir då konsekvenserna av detta? Ska man lägga ner investeringen? Ingvar Andersson säger att oftast är det lika bra att lägga ner investeringen i ett tidigt skede när nyckelfaktorerna förändras negativt.

Ingvar Andersson säger att intuition som trots allt bygger på samlade erfarenheter används men att alla beslut ändå baseras på fakta. Han säger också att ju tidigare investeringen görs, ju mer intuition används.

4.4.4 Exit

Chalmers Invest avyttrar sina investeringar främst till industriella företag.

4.5 Volvo Technology Transfer

VTT har sin verksamhet inom riskkapital och är ett dotterbolag till Volvo. VTT investerar i innovationer som går att relatera till bilindustrin och som är relevanta för Volvos utveckling som bolag. Vi har intervjuat Johan Carlsson, Investment manager på VTT.

4.5.1 Avkastningskrav och måluppfyllelse

VTT har som avkastningskrav mellan 25 och 30 procent på den totala portföljen. Samma avkastningskrav gäller per investering. Investeringarna är strukturerade som en portfölj där det totala investeringskapitalet uppgår till 500 MSEK. VTT arbetar inte som en fond utan får anslag från Volvokoncernen. Företaget arbetar glidande med förräntning på det insatta kapital, d v s VTT höjer och sänker avkastningskraven parallellt med företagets utveckling.

För att en investering rent tekniskt ska räknas som lyckad krävs att investeringen når upp till minimikravet på en 25-procentig avkastning. Under de fyra år som VTT har varit verksamt har företaget exiterat fem investeringar. Av dessa fem investeringar har en varit lyckad medan fyra varit misslyckade. Totalt under VTT verksamhet har tjugo investeringar gjorts, femton investeringar ligger fortfarande kvar i "pipelinen". Dessa investeringar har behållits, då dessa investeringar anses ha stor potential.

Förutom avkastningskrav på gjorda investeringar ska VTT även uppfylla en del "mjukare" mål med sin verksamhet. Det viktigaste mjuka målet är att VTT verksamhet ska bidra till att utveckla Volvo som företag.

4.5.2 Investeringskriterier

I vår intervju med Johan Carlsson, Investment manager på VTT tar denne upp ett antal kriterier som VTT granskar innan en investering görs. Dessa är följande: unik produkt, ledning, relevans för Volvo, skyddbar/patent, marknadsposition, bevis på marknad, potential samt exitpotential. Vad som anses vara det viktigaste kriteriet är ledningens kvaliteter "Det går alltid att göra en medioker produkt bra med ett bra ledningsteam men inte tvärtom", säger Johan Carlsson. Skyddbarheten/patentet är viktigt för ett litet företag som annars är väldigt sårbart på en stor marknad.

Investeringsprocessen på VTT går till på följande sätt: en affärsplan kommer in till VTT och affärsplanen granskas. Om affärsplanen verkar intressant bestäms ett möte med Vd:n på företaget. VTT undersöker om investeringen ligger i deras prisklass, då VTT helst investerar mellan 3 och 30 MSEK. VTT stämmer av internt efter mötet, analyserar om timingen känns rätt och tar ett gemensamt beslut om de ska se närmare på investeringen. I de fall beslut tas att se närmare på ett investeringsobjekt, börjar VTT en egen research runt och kring objektet. Kontakt tas med experter på respektive område, konkurrenter studeras, man talar med anställda i företaget och även med andra intressenter. Värdering görs och om alla signaler verkar positiva går VTT vidare med ytterligare en värdering av objektet och senare med de tillhörande förhandlingarna. Kommer parterna överens i detta skede genomförs en due diligence på bolaget. När VTT fått resultatet från due diligence tar de ett gemensamt investeringsbeslut med styrelsen.

Från det att VTT tittar på en affärsplan till ett investeringsbeslut tas går det oftast mellan 3 – 6 månader. VTT arbetar både aktivt och passivt med att finna rätt investeringar. Arbetet med att finna rätt investering innefattar att VTTs personal är påläst, uppdaterad och att de ligger i front om vad som händer inom olika områden. VTT använder sig också av externa referenser för att finna rätt investeringar.

För att hantera risker i investeringsprocessen använder sig VTT av bl.a. någonting som kallas ”milestones”. Detta begrepp innebär att när VTT beslutar sig för att investera i ett objekt, anslås en viss summa. Av den totala summan kan de exempelvis ge 30 procent först. VTT väntar sedan med att ge resten av pengarna tills att investeringarna hanterar sin måluppfyllelse på ett tillfredställande sätt. För att minska risken använder VTT sig uteslutande av syndikering och en väl genomförd genomlysning av bolaget. För att hantera den uppkommande risken arbetar de aktivt i styrelsen och följer bolaget tätt. VTT använder sig även av andra källor. VTT talar med de anställda på investeringsobjektet. De lyssnar på de anställda på bolaget och inte bara på beslutsfattarna.

En ideal investering för VTT är ett litet väl strukturerat bolag i ett tidigt skede. Bolaget ledning ska fungera väl och ha en färdig produkt redo att lanseras.

4.5.3 Strategier och beslut

VTT investerar i tidiga faser och innovationer. Strategin har medvetet valts då belöningsnivån är hög i de tidiga skedena. Investeringarna är ofta komplement till Volvokoncernens produktutveckling. VTT går exempelvis inte in och investerar i hur en motor kan förbättras, för det har Volvo sin egen produktutvecklingsavdelning. VTT investerar snarare i kringtjänster till bilindustrin. VTT investerar i alla branscher som är relevanta för Volvos verksamhet. Detta innefattar oftast produkter som industriellt kan produceras. Det kan exempelvis vara trådlös teknik, nätverk för bilar och mjukvara. VTT har inga geografiska avgränsningar för sina investeringar men om investering i utlandet sker har VTT som krav att det ska finnas en investeringspartner från det aktuella landet. Även om VTT inte har några geografiska avgränsningar, investeras helst i Göteborgsområdet då det är enklare att upprätthålla en nära och god kontakt med investeringsobjektet.

VTT investerar mellan 3 till 30 miljoner kronor i en investering, dock vanligtvis runt 10 miljoner kronor. Ägarandelen bör helst ligga mellan 10 – 30 procent men blir i vissa fall

större. I de fall där VTT har ägande på över 50 procent ställer de krav på ordförandepost plus en styrelseplats. VTT har en aktiv roll i sina investeringar och ibland arbetar de till och med operativt i verksamheten. VTT är inte främmande för att byta ut management i de fall som det inte fungerar.

VTT har som krav att syndikering frekvent ska användas i alla investeringar. Detta görs för att minska den risk som företaget exponeras för. En annan fördel med syndikering är att VTT inte behöver gå in med en lika stor summa pengar som annars. VTT har inte heller hela ansvaret själv och får in andra viktiga erfarenheter i investeringen, vilket ökar bolagets möjlighet till utveckling. VTT gör därför heller inga ersättningsinvesteringar. Några särskilda krav på syndikeringspartners har inte satts upp förutom att bolagets finansiella sida bör vara stark.

När olika nyckelfaktorer ändras, försöker VTT att arbeta med investeringen genom styrelsen. Om t.ex. marknaden förändras försöker man ändra produkten så att den ska passa den förändrade marknaden. VTT försöker alltid att vända ett investeringsobjekt som inte anses kunna ge den planerade avkastningen till att slutligen bli en lyckad investering. Johan Carlsson säger i intervjun att man kan bli för fäst vid en investering och därav arbeta med den längre än vad som är lämpligt. VTT lägger merparten av sin tid på att arbeta med de investeringar som går sämst.

Intuition används i investeringsbeslutet. VTT försöker att få sin intuition bekräftad av tillförlitlig information, säger Johan Carlsson. Besluten baseras på fakta men det ligger nog ändå en del intuition i beslutet när det slutgiltigt fattas.

4.5.4 Exit

Det vanligaste exit som VTT gör med sina investeringsobjekt är ett "trade sale" till industriella köpare. VTT planerar också en börsintroduktion under nästa år. En lyckad exit är när avkastningskravet uppfylls.

Johan Carlsson tar i intervjun upp en lyckad exit och beskriver vilka faktorer som spelade störst roll i resultatet. Investeringen var från början bra, det fanns en unikit med produkten och det fanns en bra marknad. När Johan Carlsson beskriver en misslyckad investering pekar han främst på att marknaden för produkten inte fanns.

5. Diskussion

Under detta avsnitt redogör vi för den diskussion kring de teorier och den empiriska analys som behandlas i uppsatsen. Vidare presenterar vi en tabell över venture-capitalföretagens karakteristiker i undersökningen.

5.1 Ägarstruktur för venture capital företag

De fem svenska venture-capitalföretagen som ingår i vår undersökning kan delas in i olika strukturer enligt Isaksson teori. Industrifonden finansierar sin egen verksamhet men är från början grundat med statligt kapital för att uppnå statliga intressen. Industrifonden passar därför in under s.k. statligt ägda venture-capitalföretag. Affärsstrategerna är ett renodlat privatägt venture-capitalföretag. VTT och IGC kan gå under benämningen captive funds d v s venture-capitalföretag som är dotterbolag till större industriella eller finansiella aktörer. Chalmersinvest i sin tur ser vi som en variant av ”captive funds” då verksamheten har nära kontakt med Chalmers tekniska högskola.

5.2 Avkastningskrav

Avkastningskravet för portföljen i helhet är i stort sätt det samma för alla de undersökta företagen och ligger mellan 20-30 procent. När vi undersöker avkastningskravet på varje enskild investering ser vi dock att de olika företagen skiljer sig åt. VTT och Industrifonden har i stort sätt samma avkastningskrav på en enskild investering som på deras portfölj, 25 till 30 procent. Chalmersinvest har 50 procent som avkastningskrav och Affärsstrategerna har fem till tio gånger pengarna som avkastningskrav på enskilda investeringar. Inom Investor Growth Capital pekar man aldrig på enskilda investeringars avkastningskrav men påpekar att om de gjorde det så skulle målet teoretiskt sett ligga runt 50 procent.

5.3 Måluppfyllelse

I undersökningen klargjordes vad företagen räknar som en lyckad investering och att detta också skiljer sig stort mellan de olika företagen. Industrifonden anser en investering som lyckad när investeringen genererar någon form av mervärde. För Chalmersinvest, Affärsstrategerna och VTT skulle investeringen leva upp till de från början uppsatta avkastningskraven. På Investor growth capital sorteras investeringarna varje kvartal in i fyra grupper. På så sätt sorteras misslyckade investeringar bort. De investeringarna som slutligen blir kvar ska kunna exiteras och dessutom gott och väl uppfylla de uppsatta målen för att räknas som lyckade.

5.4 Investeringskriterier

När vi undersöker de fem olika svenska venture-capitalföretagens investeringskriterier ser vi att de kriterier som lyfts fram som de viktigaste i stort sett är samma för alla företagen. På Industrifonden värderas ledningen som det främsta kriteriet, lika gäller för Affärsstrategerna, VTT och Chalmersinvest. På Chalmersinvest gör man dock ett tillägg och säger att ledningen också är enklast att byta ut och att produkten i ett tidigt skede kanske är än viktigare. Anledningen till att management anses vara det viktigaste kriteriet slås fast av Shepard (1999) och Zacharakis och Meyer (2000). Detta kriterium

baseras på den oförutsägbarhet som finns i att investera i ett så pass tidigt skede. Hur ledningen klarar av att tackla förändringar och ta rätt beslut är vad som anses vara den största faktorn i hur väl företaget i framtiden kommer att lyckas eller misslyckas. Ledningen bör besitta ett antal kvaliteter. I vår undersökning talar företagen främst om att ledningen bör präglas av kunnighet och en stark entreprenörsanda, att ledningen är seriös, att ledningen ska sticka ut från mängden, att ledningen bör vara produktiv, att ledningen ska vara drivande samt att ledningen bör vara duktiga säljare. Vad som även har stor betydelse för en investering är ledningsgruppens track record. Om ledningsteamet tidigare har genomfört en lyckad ”resa” är sannolikheten också större att det nya projektet kommer att lyckas.

IGC skiljer sig från de andra företagen i undersökningen vad gäller det kriterium som värderas som det viktigaste för en potentiell investering. Det kriteriet som IGC anser vara viktigast är att investeringen innefattas av skyddad teknologi. Detta bekräftas av MacMillan, Zemann och Subbanarasimha (1987), som rapporterar att det starkaste framgångskriteriet är en väl kvalificerad högteknologisk investering där övertygelsen och drivkraften är stark nog att möta konkurrensen. Finns det ingen möjlighet till patent gör IGC inte investeringen. Samtliga företag i undersökningen poängterade att det finns ett antal grundläggande kriterier som man arbetar efter, och som måste vara uppfyllda för att man överhuvudtaget ska gå in och göra en investering.

Ett av de grundläggande kriterierna är att det finns en marknadspotential och en tydlig kundnytta för produkten. Hur väl detta kriterium är uppfyllt blir helt avgörande för om venture-capitalföretagen slutligen investerar. Vad som generellt anses som svårast att avgöra är hur marknaden kommer att reagera och ta till sig den nya produkten. I detta skede gäller det att kunna läsa marknaden och på så sätt hitta rätt timing för den produkt eller tjänst som ska lanseras. En av de vanligaste och kanske rentav viktigaste orsakerna till att en investering misslyckas är att produkten inte har en klar marknad. Det kan bero på att entreprenören vill slå sig in på en ny marknad eller kanske rentav skapat en helt ny marknad som inte går att skydda.

De kriterier som starkast lyfts fram, förutom ledning och marknadspotential i vår undersökning är följande: patent eller någon form av inträdesbarriär, det ska finnas minst en medfinansiär och affärsplanen ska vara väl utformad. Produkten skall också ha potential att verka på en internationell marknad. De olika venture-capitalföretagen har också enskilda viktiga krav på sig från olika intressenter oftast då ifrån ägare eller grundare. Exempelvis har VTT ett krav från Volvokoncernen på att investeringar som görs på något sätt ska vara relevanta för Volvos fortsatta utveckling MacMillan, Zemann, Subbanarasimha (1987).

5.5 Strategier och beslut

Företagen i undersökningen arbetar på olika sätt med strategier, riskhantering, specialisering av marknader, faser etc. Vi har kopplat den empiriska analysen av företagen med teorier på området för att föra en diskussion runt hur de svenska venture-capitalföretagen arbetar med strategier och beslut.

5.5.1 Riskhantering

Venture-capitalinvesteringar är förknippade med hög avkastning och således också med hög risk. De svenska venture-capitalföretagen i undersökningen använder sig av ett antal olika metoder för att hantera den höga risken i investeringsprocessen. Till en början förlitar sig företagen på olika typer av analyser, samt på sin intuition. Enligt Håkan Jansson på IGC är det viktigt att lokalisera risken och undersöka vad det är som riskeras och hur signifikant risken är för företaget. Ett sätt att hantera risk och som används av alla de undersökta företagen är syndikering. Företagen delar på satsat kapital och således också på den risk som uppstår i samband med en investering och får ta del av analyser från fler olika källor.

Chalmersinvest och Affärsstrategerna som är de två minsta företagen i undersökningen använder sig nästan uteslutande av externa analyser. VTT och IGC tar hjälp av den expertis som finns inom den egna verksamheten. Risken förändras också under den tid som investeringen är aktiv. Produkten kanske inte fungerar som det var tänkt från början och ofta ändras konsumenternas köpbeteende, som i sin tur ändrar förhållandena på marknaden (Shepard 1999).

Håkan Jansson på IGC säger att risken ändras när profilen på investeringen ändras. Produkten kan ta mycket längre tid att utveckla än vad som från början beräknats och under tiden kan produkten ha blivit oattraktiv för marknaden. Det är i dessa skeden viktigt att vidta nödvändiga åtgärder i ett tidigt skede. På IGC görs varje kvartal en ny analys av investeringen där detta utvärderas. Denna kvartalsanalys ligger till grund för hur företaget i framtiden handskas med investeringen. I undersökningen har vi funnit att en metod som används för bearbeta och sänka risk är s.k. skedmatning. På Chalmersinvest kan t.ex. ett litet kapital tillföras till investeringen för att entreprenören ska kunna bygga en prototyp som kan testas och analyseras. Chalmersinvest tillför sedan lite mer kapital och ett nytt mål sätts upp. På detta sätt har företaget större kontroll över planer och måluppfyllelse: och kan vid varje nytt finansieringstillfälle ta ställning till om projektet ska få fortsatt finansiering. På liknande sätt arbetar VTT med s.k. ”milestones” även om det då rör sig större kapital.

För att minska risken för en investering kan också venture-capitalföretagen finansiera och endast anställa entreprenörer samt ledningsfunktioner med bra track record från industrin. Detta bekräftas av Shepard (1999) som rapporterar att venture-capitalinvesterares bedömning av möjligheterna att en investering ska överleva är högre om ledningen har tidigare erfarenheter från den industri där investeringen är gjord.

5.5.2 Pionjär eller efterföljare

Att vara pionjär och först gå in i en ny marknad eller industri medför en alltför hög grad av misslyckanden (Shepard, 1999). IGC och Affärsstrategerna poängterar att man föredrar att investera i substitutionsteknik. Detta därför att det anses vara mycket komplext och ta lång tid att både utveckla och förstå en helt ny marknad.

5.5.3 De attraktiva investeringarna

När man utvärderar attraktiva investeringar är det endast VTT av de undersökta företagen som arbetar både proaktivt och reaktivt. De övriga företagen i undersökningen arbetar reaktivt med att gå igenom de idéer, affärsplaner och förslag som de får in.

Tyebjee och Bruno (1984) beskriver i en rapport urvalsprocessen. I kombination med oftast få anställda tvingas venture-capitalföretagen att sälla bland prospekten för att kunna identifiera de prospekt med störst tillväxtpotential. Detta gör att venture-capitalföretagen tenderar att avgränsa sig till vissa branscher inom vilka de besitter en bred kunskapsbas. Enligt VTT är det viktigt att venture-capitalinvesteraren är påläst, uppdaterad och ligger i front med vad som händer inom de olika områdena när det kommer till dessa moment. Affärsstrategerna söker efter investeringsområden där det finns en stark och växande marknad och vill också se att det finns en viss rullians på marknaden, d v s att det görs exit på marknaden.

Tyebjee och Bruno (1984) resonerar vidare att då prospekten oftast innehåller en mycket kort historisk data tar företagen investeringsbeslut baserade på prospektets karakteristiska drag framför avvägningar mellan risk och avkastning. Detta tar oss tillbaka till hur viktigt det är med rätt timing och att marknaden ska vara mogen för produkten när den lanseras. Det är också viktigt att veta hur pengar ska tjänas på investeringen samt hur man ska kunna förstå marknaden innan ett investeringsbeslut fattas.

5.5.4 Att uppskatta framtida efterfrågan

Det är komplext att antecipera framtida efterfrågan för en ny produkt. Ofta måste marknaden upplysas om produktens potential. Fördelarna hos produkten måste framhävas för att produkten ska nå den legalitet hos marknaden som krävs för att den ska bli framgångsrik. Att uppnå denna legalitet kan vara både svårt och kostsamt i form av finansiellt och intellektuellt kapital.

Chalmersinvest gör ibland små marknadstester, dessa tester ger inte ett 100-procentigt skarpt svar men visar ändå indikationer åt vilket håll projektet lutar. En högutbildade kunskapskapacitet är därför viktig i en riskfylld kapitalplacering. Med högutbildade kunskapskapaciteter menar Shepard (1999) att tillgång till kunskap gör det möjligt att övertyga en ignorerande marknad. Därför kan en riskplacering med tillgång till högutbildade kunskapskapaciteter snabbare få bra relationer med aktieägarna, minska osäkerheten bland kunder och skapa en högre tillit.

5.5.5 Ersättningsinvesteringar och syndikering

Företagen i undersökningen uppger att de i vanliga fall inte gör ersättningsinvesteringar. När det kommer till syndikering ser det dock annorlunda ut. Industrifonden och VTT har som krav i sina investeringskriterier att varje investering som fullföljs, bör ha minst en syndikeringspartner. Affärsstrategerna använder sig av syndikering i nästan alla investeringar medan IGC uppger att de använder sig av syndikering i vissa fall. Chalmersinvest syndikerar dock aldrig med en stor investerare i initialskedet då deras påverkan på investeringsobjektet skulle bli marginell. Venture-capitalföretagen i vår undersökning uppger att de främsta anledningarna till att syndikering genomförs, är att kunna hantera och dela på den risk som företagen exponeras för i samband med riskfyllda investeringar. Venture-capitalföretagen säger också att det är större sannolikhet att en investering lyckas om fler aktörer har tagit ställning till projektet. I en rapport skriven av Brander, Amit och Antweiler (2002) argumenteras för att syndikeringsinvesteringar ger bättre resultat än ensamma investeringar.

Bolagen i vår undersökning uppger att vid syndikeringsprocessen har de möjlighet att dela på arbete och kapital. Bolagen kan också tillföra olika sorters kompetens och erfarenheter, vilket påverkar investeringsobjektets utveckling i en positiv riktning. Venture-capitalföretagen känner sig också säkrare på sin investering om den blir bekräftad av andra aktörer på marknaden. Om företagen inte hittar någon intresserad syndikeringspartner blir man misstänksam och undrar om något har missats i analysen och värderingen av investeringsobjektet. Detta stämmer väl överens med Lerner och Gompers (1999) som rapporterar att syndikering först och främst genomförs för att få sin investering bekräftad av andra kunskapskällor. Syndikering ger mer tillgängligt kapital, expertis och stöd, samt bidrar till riskspridning.

Kraven som ställs av bolagen i vår undersökning på syndikeringspartners är finansiell styrka, kompetens och storleksrelaterade krav. Detta stämmer överens med Lerner och Gompers (1999) som skriver att val av syndikeringspartners noga skall övervägas.

5.5.6 Faser och branscher och geografiska avgränsningar

Venture-capitalföretagen specialiserar sig ofta på att investera i olika faser. Chalmersinvest investerar i såddfasen, VTT investerar i tidiga faser och innovationer, Affärsstrategerna investerar i sådd- och uppstartsfaser. IGC investerar i expansionsfasen medan Industrifonden investerar i sådd, uppstart- utveckling- och expansionsfaserna. Bolag som investerar i de tidiga faserna har medvetet valt detta då belöningsnivån i dessa skeden är hög. Den höga belöningsnivån är starkt kopplat till den höga risknivån. IGC har gått över från tidiga skeden till att investera i expansionsfasen. Detta har gjorts pga. IGCs tillgång till ett mycket stort kapital. Investeringarna måste göra en signifikant skillnad på Investors aktiekurs och ska involvera mycket kapital. Industrifonden investerar brett i fler faser än de övriga vilket dels har med stiftelsens förordning och dels med Industrifonden tradition att göra.

När det gäller branscher, säger Industrifonden att de investerar i alla branscher. IGC investerar i teknologi och hälsovård. VTT investerar i alla branscher som är relevanta för Volvos verksamhet. Affärsstrategerna investerar i IT, Telecom, Wireless och Life science medan Chalmersinvest inte har någon branschinriktning men oftast investerar i IT, Telecom och Medicinteknik.

De venture-capitalföretag som vi har undersökt investerar mestadels inom Sveriges gränser. VTT har inga geografiska avgränsningar när det gäller sina investeringar men investerar helst inom Göteborgsområdet för att kunna upprätthålla nära och goda relationer med portföljbolagen. Affärsstrategerna investerar mestadels inom Sverige men känner att de får bäst kontakt med de investeringar som kan lokaliseras inom Stockholmsområdet. IGC investerar inom Norden, mestadels i Sverige. Helst inte längre än en timma iväg med ett valfritt färdmedel, säger Håkan Jansson. Industrifonden investerar inom Sveriges gränser och har kontor över hela landet, vilket gör att Industrifonden kan upprätthålla en nära relation med sina investeringar oavsett var företaget är beläget i Sverige. Chalmersinvest investerar i företag inom Göteborgsområdet som de snabbt kan ta sig till med en enkel bilresa.

5.5.7 Ägarandel för portföljbolagen

De olika venture-capitalföretag som vi har undersökt har vissa grundkrav när det gäller ägarstrukturen för sina portföljbolag. Generellt strävar företagen i undersökningen efter ett ägande mellan 10 och 50 procent och har som krav mellan 1 och 2 platser i investeringens styrelse. IGC äger aldrig 50 procent eller mer av en investering, detta för att inte äventyra Investor AB:s investmentstatus. VTT och Affärsstrategerna går undantagsvis in över 50 procent. I de fall ägandet överskrider 50 procent har VTT krav både på ordförandepost samt på en styrelseplats i investeringen. IGC, VTT, Chalmersinvest och Affärsstrategerna vill samtliga axla en ”lead roll” i sina investeringar för att kunna arbeta med och utveckla investeringen på ett tillfredställande sätt. Industrifonden undviker att axla en ”lead roll” då de är engagerade i ett stort antal investeringar. Samtliga företag i undersökningen uppger att de arbetar aktivt i investeringens styrelse genom att bl.a. bidra med kunskap och erfarenheter, kontroll och supportfunktioner samt att ”coacha” investeringen i rätt riktning.

5.5.8 Framgångsfaktorer

De svenska venture-capitalföretag som vi har undersökt nämner olika framgångsfaktorer för den ideala investeringen. Robin Sukhia på Affärsstrategerna säger att det största värdet för att en investering ska bli framgångsrik ligger i att bygga ett starkt cash-flow. Ingvar Andersson på Chalmersinvest säger att det som krävs för att en investering ska bli framgångsrik är en stor och växande marknad som kan acceptera nya lösningar.

En ideal investering enligt Johan Carlsson på VTT är ett litet, väl strukturerat bolag i ett tidigt skede med ett duktigt ledningsteam och en produkt färdig att lanseras. Håkan Jansson på IGC poängterar att de i många fall investerar i substitutionsteknik. Ny teknik som kan ersätta gammalmodig teknik men fortfarande tillfredställa samma grundläggande behov. Håkan Jansson säger också i intervjun att värdeutvecklingen i en investering skiljer sig dramatiskt åt beroende på hur man arbetar med investeringsobjektet. Genom att arbeta aktivt och med ”hands on” på investeringarna, ”coacha” IGC sina investeringar mot ett större värde. I en undersökning gjord av Baum och Silverman, (2003) bekräftar man att venture capital företagets förmåga att ”välja vinnare” snarare bygger på att coacha en investering med rätt expertis och med bra omdöme än att välja rätt investering.

5.5.9 När nyckelfaktorerna i investeringen förändras

När Chalmersinvest märker att nyckelfaktorerna i en investering förändras gör de en analys där det undersöks om nyckelfaktorerna går att påverka. I de fall nyckelfaktorerna inte kan påverkas, vad blir då konsekvenserna? Ingvar Andersson säger att det då oftast är lika bra att lägga ner investeringen i ett tidigt skede.

När olika nyckelfaktorer förändras arbetar VTT aktivt med investeringen genom styrelsen. När marknaden förändras försöker de ändra produkten så att den skall passa den nya marknaden. VTT försöker alltid att vända ett investeringsobjekt som inte anses kunna ge den planerade avkastningen till att slutligen bli en lyckad investering. VTT lägger merparten av sin tid på att arbeta med de investeringar som går sämst.

I de fall när nyckelfaktorerna i en investering förändras drastiskt kommunicerar IGC med övriga eventuella investerare för att gemensamt kunna finna en lösning. Detta kan vara att påverka investeringsobjektet genom att dra ner på kostnader och/eller förändra bolagets inriktning.

5.5.10 Intuition

I en studie av venture capital (Nielsen, 1994) redovisas sex olika komponenter som de flesta venture-capitalföretagen arbetar utifrån när de bedömer ett nytt projekt. Den sjätte komponenten är hjärna & hjärta. Vad säger vår intuition, vår samlade professionella bedömning? Vill vi eller vill vi inte göra investeringen? Detta bekräftas av företagen i vår undersökning.

Ingvar Andersson säger att intuition bygger på samlade erfarenheter och används i beslutsprocessen men att alla beslut ändå måste baseras på fakta. Han säger också att ju tidigare en investering görs ju mer intuition används i beslutsprocessen. Robin Sukhia på Affärsstrategerna säger att intuition baseras på erfarenhet och kunskap men säger samtidigt att alla beslut som fattas måste kunna checkas av med tillförlitlig information. Johan Carlsson säger att VTT använder sig av intuition i investeringsbesluten, detta samtidigt som VTT försöker få sin intuition bekräftad av tillförlitlig information. Håkan Jansson säger att IGC försöker att strikt lita på sin analys och på ren fakta. Men det går inte att komma ifrån att intuition har betydelse i beslutsfattandet. Störst inverkan har intuition i den sällning av projekt som kommer in till IGC. Håkan Jansson säger i intervjun att erfarenheter förbinder maggrop med hjärna och att intuition egentligen är en slags ”ackumulerad erfarenhet” som personen i fråga har samlat på sig under åren.

5.6 Hur venture capital företag realiserar en vinst eller förlust

För att realisera en vinst eller en förlust krävs det att venture-capitalföretaget gör en exit ur den gjorda investeringen. Nielsen (1994) resonerar att innan ett venture-capitalföretag gör en investering ska de möjliga utgångarna ur investeringen analyseras av företaget som gör investeringen. VTT analyserar exitpotentialen i ett tidigt skede och har exitpotentialen som ett investeringskriterium i urvalet av investeringar. Venture-capitalföretagen som ingår i vår undersökning exiterar oftast sina investeringar genom ett "trade sale". Trade sale innebär vanligtvis att hela investeringen säljs till ett industriellt företag. Trade sale kallas med andra ord för acquisition exit. Acquisition exit beskrivs av Cumming och MacIntosch i en rapport från 2003, som ett uppköp eller försäljning till tredje part av hela företagsinvesteringen. Cumming och MacIntosch skriver också att investeringen vanligtvis köps upp av en strategisk köpare som önskar utöka eller förena företagets produkter eller teknologi.

Företagen i vår undersökning resonerar att börsintroduktioner i dagsläget inte är lika vanligt förekommande som för några år sedan. Lars Öjefors på Industrifonden säger att man nu i efterhand kan se att många av bolagen som introducerades var för små för en börsintroduktion.

En exit beskrivs av företagen i vår undersökning som lyckat när investeringen når upp till de uppsatta avkastningskraven och genererar maximalt med kapital samt när investeringen säljs till en industriell köpare eller framgångsrikt introduceras på börsen. En misslyckad exit beskrivs som en missbedömning, oftast av marknaden. Detta bekräftas av MacMillan, Zemann och Subbanarasimha (1987), som rapporterar att ett av de vanligaste misslyckandena beror på att det inte finns en klar marknad för produkten. Men att investeringar misslyckas kan också bero på en "teknologimiss" eller på ett "taskigt management" säger Håkan Jansson på IGC. Cumming och MacIntosch (2003) rapporterar att en misslyckad investering karaktäriseras av att investeringen inte mött de uppsatta avkastningskraven vilket får till följd att investeringen helt och hållet lämnas av venture-capitalföretaget, alternativt att företaget skriver ner investeringen i balansräkningen men bibehåller sitt innehav.

5.7 Tabell över venture-capitalföretagens karakteristiker

Vi presenterar nedan en tabell över de svenska venture-capitalföretagen som ingår i vår undersökning samt deras karakteristiker.

Tabell över venture capital företagens karaktäristiker							
	Industrifonden	Affärsstrategerna	IGC	Chalmersinvest	VIT		
Ägarstruktur	Stattigt	Privat	Captive funds	Captive funds	Captive funds		
Förvärt kapital (Mkr, SEK/USD)	3500 M SEK	150 M SEK	USD 1800 Millions	50 M SEK	500 M SEK		
Mini/maximibelopp per investering (Mkr)	2 - 50 M SEK	1 - 25 M SEK	Minibelopp 30 M SEK	0,5 - 2 M SEK	3 - 30 M SEK		
Antal anställda	25	5	9,5	2	6		
Avkastningskrav, portfölj	25-30%	20-30%	20%	25%	25-30%		
Avkastningskrav, investering	25-30%	500-1000%	(T 50%)	50%	25-30%		
Måluppfyllelse	Generera mervärde	Uppnå Avkastningskrav	Kontinuerlig mätning av kapital utv.	Uppnå Avkastningskrav	Uppnå Avkastningskrav		
Avgörande investeringskriterie	Management	Management	Skyddad teknologi/Patent	Management/Produkt	Management		
Syndikering	Ja + krav Nej	Ja + i nästan alla fall Nej	Ja + i vissa fall Nej	Ja + i vissa fall Nej	Ja + krav Nej		
Ersättningsinvesteringar	Extern & Intern	Extern	Intern	Extern	Intern		
Resurser för analys av investering	Sädd, Uppstart, Utveckling & Expansion	Sädd & Uppstart	Expansion	Sädd	Tidiga faser och innovationer		
Faser	Samtliga branscher	IT	Teknologi	IT	Samtliga branscher som är relevanta för Volvos verksamhet		
Branscher	Telecom Wireless Life science	Hälsovård	Medecin teknik				
Geografiska avgränsningar	Sverige	Globalt	Norden	Västsverige	Globalt		
Ägarandel för portföljbolag	10-50%	30-40%	20-50%	10-50%	10-30%		
Krav på styrelseplats	1+suppleant Nej	1-2platser Ja	1-2platser Ja	Ja	Ja		
Vill axla "Lead roll"							
Framgångskoncept för en investering	Bra management	Bygga starkt cashflow	Substitutionsteknik	Stor, växande och accepterande marknad	Väl strukturerat bolag i tidigt skede med färdig produkt		
Intuition i beslutsprocessen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja		
Exits	Trade sale Börsintroduktion	Trade sale Börsintroduktion	Trade sale Börsintroduktion	Trade sale	Trade sale		

6. Slutsats

I detta avsnitt redogör vi för våra slutsatser direkt och indirekt kopplat till undersökningens syfte. Syftet med uppsatsen var dels att beskriva relationen mellan olika venture-capitalföretags investeringar och avkastningskrav dels att klargöra hur beslut och strategier kring olika investeringsobjekt har utförts. Vi vill genom vår studie synliggöra och jämföra de valda venture-capitalföretagens kriterier, strategiska val och beslut som förknippas med högiska investeringar i Sverige, idag.

Vi har genom vår undersökning kommit fram till att avkastningskrav och måluppfyllelsen starkt är kopplat till den gällande ägarstrukturen för venture-capitalföretaget. Ledningen/management anses vara det absolut viktigaste kriteriet för att en investering i slutändan ska räknas som lyckad. Ledningsteamet har också störst inverkan på om en investering kommer att bli finansierad eller inte. Vi menar inte att de andra kriterierna som teknologi och patent saknar betydelse, dessa är snarare nödvändiga för att ledningen ska kunna sköta sitt arbete. Skyddad teknologi, eller möjlighet till patent, får med andra ord ses som en grundförutsättning för att investeringen överhuvudtaget ska kunna få finansiering, vidare gäller detsamma för internationellt marknadspotential. Venture-capitalföretag hanterar sin höga risk genom syndikering, interna och externa analyser, kontinuerliga analyser av investeringar, skedmatning, milestones samt genom ett bra track record hos entreprenörer och ledningsfunktioner.

Vi har genom vår undersökning kommit fram till att företagen i undersökningen borde investera i en inkremental produkt över en radikal produkt på den svenska marknaden. Detta beror dels på tidsaspekten och den osäkerhet som förknippas med venture-capitalinvesteringar, dels på marknadsaspekten och den finansiella styrka som krävs av företagen för att kunna binda ett så pass stort kapital att de kan följa med en investering från innovation till kommersialiseringsstadiet. Den största delen av venture-capitalföretagen arbetar reaktivt när det gäller nya idéer och prospekt. Inom den svenska venture-capitalindustrin används syndikering frekvent medan ersättningsinvesteringar i de flesta fall inte görs.

Det blir i vår undersökning tydligt att venture-capitalföretagen specialiserar sig på att investera i vissa faser framför andra i ett företags utveckling. Venture-capitalföretagen investerar till största delen i teknologi- och hälsovårdsrelaterade företag och undviker i de flesta fall utveckling av läkemedel, då denna process anses vara alltför kostsam och riskfylld. Vi kan också se att ju närmare investeringen geografiskt sett finns lokaliserad ju bättre kontakt, kontroll och kommunikation uppnår venture-capitalföretaget med investeringen. Inget av venture-capitalföretagen i undersökningen vill äga 50 procent eller mer i en investering. Detta för att företagen i många fall inte vill äventyra sin investmentstatus. Dock finns det vissa undantag för en del av företagen i undersökning medan en del företag har striktare regler. Alla företag utom ett i undersökningen vill axla en lead roll. Detta för att kunna påverka investeringen i önskad riktning.

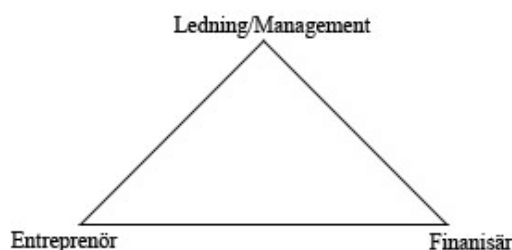
I undersökningen kom vi fram till att venture-capitalföretagen värdesätter en rad olika framgångsfaktorer och att venture-capitalföretagen kan skapa lönsamma investeringar genom att applicera sina egna ”framgångsfaktorer” på de aktuella investeringarna. Företagen i undersökningen lade ner sin tid på att arbeta och utveckla de företag som gick bra. Endast ett av företagen i undersökningen lade ner mer tid på de investeringar som gick sämst för att kunna få dessa att fungera bättre och bli lönsamma i slutändan.

Intuition används frekvent inom venture-capitalbranschen men all intuition i investeringsprocessen måste också kunna backas upp av tillförlitlig information och fakta. Företagen i undersökningen hävdade också att ju tidigare en investering görs ju mer måste investeraren kunna lita på sin intuition och ju svårare är det att få ett säkert svar från analyser som bekräftar intuitionen. Det vanligaste exit som görs i dagsläget är ett trade sale exit. Det är snabbt och enkelt och betalningen sker oftast med kontanta medel. Börsintroduktionerna som var vanligare för några år sedan, strax innan millennieskiftet, tycks ha stannat av och genomförs inte alls i samma omfattning som tidigare. Vi kom också fram till att ett misslyckat exit oftast beror på en missbedömning av marknaden.

7. Slutord och egna reflektioner

Det finns en rad olika kriterier, strategier och beslut som bidrar till att skapa en attraktiv investering. En attraktiv investering blir således en grundförutsättning för att kunna skapa en framgångsrik och lönsam investering. Vi anser att till skillnad från en framgångsrik investering ska en perfekt investering generera maximalt med kapital och även bidra till att dagens ekonomiska välfärd förbättras. En perfekt investering ska också ta människans innovationskraft och utveckling ett steg längre. Flera av dessa faktorer kan skapas i samarbetet mellan entreprenören och de intressenter som styr och finansierar projekt. Kombinationen av entreprenörernas "hunger" att lyckas, ledningens "erfarenhet och skicklighet" att ro ett projekt i hamn och finansiärernas möjligheter till att "binda och riskera kapital" blir med andra ord goda grundstenar för att bygga en framgångsrik investering. Vi har utformat en modell i form av en treenighet som illustrerar relationen mellan de tre intressenterna.

Figur VI, treenighetsmodellen (Borg & Ekelund, 2004).



Vi har under arbetets gång kommit fram till att en perfekt investering endast kan skapas i samarbetet mellan dessa tre intressenter då vissa förutsättningar råder. Dessa förutsättningar är att en växande eller en redan stor marknad för produkten existerar. Vi menar att produkten ska ha ett klart behov att fylla. Produkten behöver inte vara revolutionerande i sig utan kan tillfredställa samma behov som tidigare fast på ett effektivare sätt eller medföra klara kostnadsfördelar. Produkten ska vara väl skyddad från konkurrens genom patent eller andra inträdesbarriärer. I detta scenario föreslår vi att venture-capitalföretaget överväger vilken risk de är villiga att exponeras för. Risker kan sänkas genom att skapa mindre osäkerhet för projektet. Detta kan dels göras genom att venture-capitalföretaget överväger modellen som presenteras nedan och dels genom tidigare nämnda riskminimerings verktyg.

Figur VII, MT - modell för riskhantering (Borg & Ekelund, 2004).

Ny marknad	2B	4
Känd marknad	1	2A
	Känd teknologi	Ny teknologi

Modellen presenterar en angreppsvinkel för riskhantering vid venture-capitalinvesteringar. Modellen har utvecklats och vuxit fram under arbetets gång.

Scenario 1, beskriver en investering där varken marknaden eller teknologin är ny. Risken i investeringen är låg då det finns ett stadigt behov på marknaden för produkten. Tekniken som krävs för att tillfredställa behovet finns också tillgänglig.

I scenario 2A vill venture-capitalföretaget tillfredställa en redan känd marknad med en ny teknologi. Risken är högre i detta scenario då venture-capitalföretaget vet att marknaden finns men inte till vilken grad den nya tekniken kommer att accepteras. I scenario 2B är risken likvärdig risken i scenario 2A då venture-capitalföretaget vill applicera redan känd teknologi på en ny marknad.

I scenario 4 tar venture-capitalföretaget dels en markandsrisk och dels en tekniskrisk. Detta gör scenario 4 till det mest riskfyllda scenariot.

Vi föreslår att venture-capitalföretagen bör ligga i antingen scenario 2A eller 2B för att minska risken i investeringen och fortfarande ha möjlighet till hög avkastning.

8. Förslag på vidare studier

Under arbetets gång kom vi fram till att följande frågeställningar hade varit av intresse att ta upp i vidare studier.

Det hade varit intressant med en jämförelse mellan hur många investeringar som framgångsrikt exiterats av venture-capitalföretagen och hur många av dessa investeringar som idag genererar ett positivt resultat. Genom detta fördjupa sig i ämnet och undersöka till vilken grad industrin som helhet skapar kapital i Sverige. Undersökningen görs då under ett längre tidsperspektiv med inriktningen att fördjupa sig i de lyckade investeringarna och söka sambandet mellan de olika faktorer som gjort investeringarna framgångsrika.

Vidare hade det varit av intresse att jämföra ett anglosaxiskt venture-capitalföretags hela beslutsprocess med ett svenskt venture capital företags hela beslutsprocess. Detta för att kunna klargöra de största skillnaderna och likheterna i processen samt se vad de olika företagskulturerna skulle kunna lära av varandra.

9. Utvärdering av de egna prestationerna

När vi började uppsatsarbetet var vi inte medvetna om att det skulle bli svårt att jämföra venture-capitalföretagens grad av måluppfyllelse mot avkastningskraven. Då en större del av de gjorda investeringarna i verkligheten inte hade exiterats och de olika företagen i undersökningen hade drivit sin verksamhet i olika antal år och omfattning. Detta gjorde att en jämförelse mellan avkastningskrav och måluppfyllelse för venture-capitalföretagen i undersökningen inte gick att slutföra. Vi fick istället lägga en bredare fokus på uppsatsen när det gäller avkastningskrav och måluppfyllelse.

10. Ordlista

Affärsängel	En förmögen privat person som investerar i entreprenörs verksamhet (Gompers och Lerner, 2000).
Ersättningsinvestering	Investeringsstrategi som innebär att ett venture-capitalföretag övertar ett annat venture-capitalföretags investering (Isaksson, 1999).
Due diligence	En genomgående analys av en affärsplan och ledningsgrupp. En due diligence genomförs innan venture capital företaget tar ett investeringsbeslut (Gompers och Lerner, 2000).
Exit	Den del av investeringsprocessen som venture-capitalföretaget kan realisera en vinst eller skriva av en förlust (Cumming och MacIntosch, 2003).
Hurdle rate	Den ränta som först utbetalas till partners för utlånat kapital (Gompers och Lerner, 2000).
Inkremental	Efterföljare (Shepard, 1999).
Investeringsfaser	Olika strategier för när och hur ett venture-capitalföretag väljer att investera i ett noterat bolag (Isaksson, 1999).
Management fee/avgift	En årlig avgift som fonden eller dess investerare betalar. Avgiften utgår i relation till investeringsåtagandet (Ingeborn, 1999).
Radikal	Pionjär (Shepard, 1999).
Riskkapital	Ett företags eget kapital (Nielsen, 1994).
Private equity	Organisationer med verksamhet inom venture capital, buy outs och sammanslagningar (Gompers och Lerner, 2000).
Prospekt	Tillhandahåller och sammanfattar information samt data om ett bolag (Gompers och Lerner, 2000).
Portföljbolag	Venture-capitalföretagen sprider vanligtvis sina risker över ett antal investeringar som tillsammans utgör en portfölj. Ett bolag som ett venture-capitalföretag väljer att investera i, går under benämning portföljbolag (Isaksson, 1999).
Screening	Selektering av framtida framgångsrika investeringar (Wright och Robbie, 1997).

Syndikering	Investeringsstrategi som innebär att två eller flera venture capital företag investerar i samma projekt (Gompers och Lerner, 2000).
Trade sale	Trade sale kallas också acquisition exit. Acquisition exit beskrivs i litteraturen genom uppköp och försäljning till en tredje part av hela företagsinvesteringen (Cumming och MacIntosh, 2003).
Venture capital	Investeringar i företag som inte är marknadsnoterade. Investeringen innebär oftast ett aktivt ägarengagemang. Investeringen är oftast tidsbegränsad (Isaksson, 1999).

11. Referenser

- Arbnor I., Bjerke B. (1994) *Företagsekonomisk metodlära*. Studentlitteratur, Lund.
- Brander, J.A., Amit, R., Antweiler, W. (2002) *Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis*. Journal of Economics & Management Strategy, Vol. 11, No. 3, pp 423-452.
- Baum J.A.C., Silverman B.S. (2004) *Picking winners or building them? Alliances, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups*. Journal of Business Venturing 19, 411-436.
- Bell, J. (1993). *Introduktion till forskningsmetodik*, 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund.
- Berggren, T. (tillgänglig den 20 december, 2004). *Venture capital-branschens utveckling i Sverige*. Publicerad i Medlemsmatrikeln 2001. [www dokument]. URL http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=26
- Bruno, A.V., Tyebjee, T.T. (1984). *A model of Venture capital activity*. Management Science, Vol. 30, No 9, pp 1051-1066.
- Bygrave, W. (1987). *Syndicated Investments by Venture Capital Firms – A networking Perspective*. Journal of Business Venturing 2, 139-154.
- Cumming, D.J, MacIntosh, J.G. (2003). *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*. Journal of banking and finance 27, 511-548.
- Gompers, P.A., Lerner, J. (2000). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press, Massachusetts.
- Gompers, P.A., Lerner, J. (2001) *The Money of Invention - How Venture Capital Creates New Wealth*. Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
- Holme, I.M., Solvang, B.K. (1991). *Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund.
- Ingeborn, S. (1999). (tillgänglig den 20 december, 2004). *Hur arbetar och hur organiseras ett venture capital företag?* Publicerad i Medlemsmatrikeln 1999. [www dokument]. URL http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=4
- Isaksson, A. (1999). *Venture capital – Begrepp och definitioner*. Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel 1999/2000. Stockholm: SVCA
- Kemmerer B., Mishra S., Shenoy P.P. (2002). *Managing venture capital investment decisions – a knowledge based approach*. University of Kansas, Lawrence.
- MacMillan, C.I., Zemann, L. Subbanarasimha, N.P. (1987). *Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process*. Journal of Business Venturing 2, 123-137.
- MacMillan, C.I, Kulow, M.D., Khoylean, R. (1988). *Venture Capitalists' involvement in their investments – extent and performance*. Journal of Business and Venturing 4, 27-47.
- Merriam, S. B. (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*. Studentlitteratur, Lund.
- Nielsen, T. (1994). *Risikkapitalboken*. MillHill, Alingsås.
- Norton, E., Tenenbaum, B. (1993). *The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal*. Journal of Small Business Management, (October), 32-41.

NUTEK. (2004). *Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag. 1998-2003*. Elanders Tofters, Stockholm.

Regeringen. (tillgänglig den 20 december, 2004). *Budget propositionen för 2005, långsiktig satsning på innovationer*. Publicerad i pressmeddelande. [www dokument].
URL <http://www.regeringen.se/sb/d/4307/a/30124>

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

Saunders M., Lewis P., Thornhill A. (2000). *Research Methods for Business Students*. 2nd edition, Prentice-Hall, Harlow.

Shepard, D.A. (1999). *Venture Capitalist's Assessment of New Venture Survival*. Management Science, Vol. 45, No. 5, pp 621-632.

Shepard, D.A., Zacharakis A.L. (2002). *Venture Capitalists' expertise - A call for research into decision aids and cognitive feedback*. Journal of Business Venturing 17, 1-20.

Valliere, D., Peterson, R. (2003). *Inflating the bubble - examining dot-com investor behaviour*, Venture Capital Vol 6, No 1, pp 1-22.

Wright, M., Robbie, K. (1997). *Venture Capital*. Dartmouth Publishing Company, Great Britain.

Zacharakis, A.L., Meyer, G.D. (2000). *The potential of Actuarial Decision models: Can they improve the Venture Capital investment decision*. Journal of Business Venturing 15, 323-346.

Företagsintervjuer i undersökningen

Industrifonden: Lars Öjefors, VD. Intervjuades i november 2004, Stockholm.

Affärsstrategerna: Robin Sukhia, Investment Manager. Intervjuades i november 2004, Stockholm.

Investor Growth Capital: Håkan Jansson, VD. Intervjuades i december 2004, Stockholm.

Chalmersinvest: Ingvar Andersson, VD. Intervjuades i december 2004, Göteborg.

6AP-fonden: Cecilia Gross Friberger, Investment manager. Intervjuades i december 2004, Göteborg.

Volvo Technology Transfer: Johan Carlsson, Investment manager. Intervjuades i december 2004, Göteborg.

Hemsidor för företag i undersökningen

Industrifonden: URL <http://www.industrifonden.se>

Affärsstrategerna: URL <http://www.astrateg.se>

Investor Growth Capital: URL <http://www.investorab.com>

Chalmersinvest: URL <http://www.chalmersinvest.se>

6AP-fonden: URL <http://www.apfond6.se>

Volvo Technology Transfer: URL <http://www.volvo.com/group/global/en-gb/Volvo+Group/our+companies/volvotechnologytransfer/>

Svenska riskkapitalföreningen: URL <http://www.vencap.se>

Appendix A

Nedan bifogas den frågemall som ligger till grund för uppsatsens empiriska analys.

Bakgrund

Företag:

Förvalt kapital:

Investerat kapital:

Antal investeringar:

Antal anställda:

Namn:

Position:

Mål och avkastningskrav

1a. Vilka avkastningskrav ställer ni på era investeringar?

b. Kan avkastningskraven ändras under den tid ni är engagerade i investeringen?

c. Hur mäter ni framgångsrika och misslyckade investeringar?

d. Hur många av era investeringar har varit framgångsrika under de 10 senaste åren, d v s avkastningen på investeringen har mött era uppsatta mål?

Investeringskriterier

2a. Vilka är era investeringskriterier?

b. Vilket av de kriterier som ni just nämnde, är det viktigaste kriteriet?

c. Rangordna de tre viktigaste investeringskriterierna?

d. Varför är dessa de viktigaste?

3a. Hur lång tid tar det från det att ni fått in en affärsplan till att ni tar ett investeringsbeslut?

b. Hur hittar ni nya "heta" investeringsområden?

c. Ni har hittat ett nytt "het" investeringsområde, ni vet inte exakt hur ni skall känna pengar på investeringen i dagsläget. Vad får dig att känna dig så pass säker, att du är villig att göra en investering?

d. Hur hanterar ni risk i investeringsprocessen?

4a. Vilka signaler söker ni för att identifiera en attraktiv investering?

b. Vilka signaler söker ni för att lättare kunna hantera uppkommande risk?

c. Söker ni efter signaler som indikerar, framgångar eller misslyckanden? Och vilket väger tyngst?

5a. Hur bedömer ni en idé?

b. Varför väljer ni att investera i en idé/företag framför en/ett annan?

c. Hur ser en ideal investeringen ut för Erat företag?

Strategi och beslutfokus

6a. Vilka faser investerar ni i?

b. Varför investerar ni dessa faser?

- 7a. Vilka branscher investerar ni i?
 b. Varför investerar i dessa branscher?
 c. Använder ni er av några geografiska avgränsningar för era investeringar, i så fall vilka?
 d. Varför har ni valt dessa geografiska avgränsningar?

- 8a. Vilken ägarandel/struktur eftersträvar ni i era investeringar?
 b. Varför eftersträvar ni denna ägarandel/struktur?

- 9a. Vilken roll har ni i era investeringar?
 b. Varför har ni valt att ha den rollen i era investeringar?
 c. Vilka är era krav, när det kommer till styrelseplaster i investeringen?
 d. Vart ligger det största värdet för att en investering skall bli framgångsrik?
 e. Hitta rätt investeringar eller "coacha" investeringen åt rätt håll?

- 10a. I vilken utsträckning använder ni er av syndikering men andra investerare?
 b. Vilken är den viktigaste orsaken till att syndikering genomförs?
 c. Vilka krav ställer ni på en syndikeringspartner?

- 11a. I vilken utsträckning genomförs ersättningsinvesteringar?
 b. Vilken är den viktigaste orsaken till att en ersättningsinvestering genomförs?
 c. Vilka krav ställer ni på en ersättningsinvestering?

- 12a. Var går gränsen mellan samarbetspartner och konkurrent?
 b. Hur nära tittar ni på era konkurrenter, och vad kan ni lära er från era konkurrenter?

- 13a. Vilka olika exits använder ni er av på erat företag?
 b. Vilka olika sorter av exits föredrar ni?
 c. Hur beskriver ni ett framgångsrikt exit?

- 14a. Kan ni ge exempel på lyckade exits för erat företag?
 b. Med facit i hand, vad var det i investeringen som gjorde den framgångsrik?
 c. Hur beskriver ni ett misslyckat exit?
 d. Kan ni ge exempel på misslyckade exits för erat företag?
 e. Med facit i hand, vad var det i investeringen som gjorde den misslyckad?

- 15a. Hur går ni tillväga när ni märker att nyckelfaktorerna som ni satt upp för investeringen, dramatiskt ändras?

- 16a. Hur mycket litar ni på er intuition när det gäller att fatta investeringsbeslut?
 b. Vad anser du att din intuition baseras på?
 c. Hur stor del av beslutet, fattar ni utifrån intuition?
 d. Är impulsivitet i beslutfattande positivt eller negativt?

- 17a. Investeringsbelopp, minimum och maximum belopp?
 b. Vad är den genomsnittliga storleken av en investering hos er?

- 18a. Vad skiljer er åt från andra venture-capitalföretag?
 b. Vilka är era svagaste sidor?
 c. Vilka är era starkaste sidor?