



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Selection Criteria In Governmental and Private

Venture Capital

- A comparison

Bachelor Thesis in Industrial and Financial Management

Advisor

Gert Sandahl

Authors

Nils Evheden

Joel Gardestrand

Philip Gerber

Department of Business Administration

February 13, 2023

Abstract

Companies have, during recent years, increased the amount of venture capital (VC) that they invest in smaller start-ups. Today, private venture capitalists (PVC) and governmental venture capitalists (GVC) have sensed the value of such investments. The available literature comparing the decision criteria between GVCs and PVCs is scarce. Therefore, this study will explore how the two differ in their investing criteria pre-investment. Several interviews with Swedish venture capitalist firms were conducted where information about their criteria was gathered. From this, the findings were that GVCs and PVCs prioritise similar things when investing but to different degrees in some areas. The most important area that all firms consider to gain the desired results is the personality and determination of the start-up team. In other areas, such as sustainability and geography, there is a significant difference that can be prioritised between GVCs and PVCs, where GVCs invest in a much broader perspective since they have to benefit society by investing in underfunded areas. While PVCs may focus more on investing in established geographical regions with a proven track record of success and do not have the exact requirement to be as sustainable as the GVCs. However, some PVCs have also identified the potential with the positive correlation between sustainability and return on investment, making sustainable portfolio companies an attractive option.

Keywords

Decision criteria, Pre-investment, Venture capital, Swedish venture capital, Private venture capital, Governmental venture capital, and Comparison venture capital.

Acknowledgment

First of all, we would like to extend our gratitude towards the participants in our thesis who provided us with valuable insights upon which we were dependent.

Secondly, we also want to thank our advisor Gert Sandahl for his guidance throughout the work and our fellow students who gave us helpful feedback.

Your assistance has been of great significance.

Abbreviations and Elucidations

Agency problem - Party with less information than another party.

Bid-to-cover ratio - Measures the demand during a sale of shares.

Bridge finance - Additional capital to carry to the next financing round.

Drag-along rights - Forcing mechanism if an owner sells shares.

Economies of scale - Cost-reducing with larger quantities.

Economies of scope - Cost-reducing with differentiation of products.

Economies of vertical integration - Collaboration amongst firms.

Evergreen fund - Structures with no termination date.

Ex ante - Before a moment in time.

Ex post - After a moment in time.

Go-to-market-plan - Beneficial strategy for utilising external resources in the market.

Income inflation - Accounting earning manipulation as a firm reduce income with inflation.

Income smoothing - Smoothing out fluctuations in net income between report periods.

Moral Hazard - Selfish acting at the cost of others.

Pay-for-performance - Pay is based on how well a team or an individual performs.

Tag-along rights - A Minority owner can use the same agreement as the majority owner in case of a sale of shares.

Ticket size - Share of an investment.

Tranche investments - Sequential financing to obtain control of VC.

Unicorn - A start-up valued at more than 1 billion dollars.

ESG - Environmental, social and governance.

GVC - Government Venture Capital.

IP - Intellectual property.

IPO - Initial public offering.

KPI - Key Performance Indicators.

MVC - Mixed Venture Capital.

PE - Private Equity.

PVC - Private Venture Capital.

VC - Venture Capital.

Contents

1	Introduction	1
1.1	Background	1
1.2	Problem Formulation	2
1.3	Purpose and Research Questions	3
2	Theoretical Framework	5
2.1	GVC Decision Criteria	5
2.1.1	GVC Rate of Return	7
2.1.2	GVC Involvement in Managerial Decisions and Monitoring	7
2.1.3	GVC Risk	7
2.1.4	GVC Sustainability	7
2.2	PVC Decision Criteria	8
2.2.1	PVC Rate of Return	8
2.2.2	PVC Involvement in Managerial Decisions and Monitoring	8
2.2.3	PVC Risk	9
2.2.4	PVC Sustainability	9
2.3	Uncertainty and Contracting	10
2.4	Familiarity Bias	11
2.5	Stakeholder Synergy	12
2.6	Geography	13
2.7	Team	13
2.8	Hypothesis Formulation	14
3	Methodology	15
3.1	Secondary Data	16
3.2	Selection of Interviewees	16
3.3	Semi-structured Interviews	17
3.4	Interview Guide	17
3.5	Interview Coding	18
3.6	Methodology Criticism	18
4	Empirical Results	20
4.1	Table Decision Criteria	20
4.2	Purpose of Funding	21
4.3	Involvement	21

4.4	Risk	23
4.4.1	General About Risk	23
4.4.2	Uncertainties and Contracting	24
4.4.3	Asymmetric Information	24
4.5	Sustainability	25
4.6	Familiarity Bias	26
4.7	Stakeholder Synergy	26
4.8	Geography	27
4.9	Team	27
4.10	Explicit Differences	28
4.10.1	Phase	29
4.10.2	Financing	29
4.10.3	Yield Requirement	30
4.10.4	Risk and Time Horizon	30
4.10.5	Sustainability	30
5	Analysis and Discussion	31
5.1	Purpose of Funding	31
5.2	Involvement	31
5.3	Risk	32
5.4	Sustainability	33
5.5	Familiarity Bias	34
5.6	Stakeholder Synergy	34
5.7	Geography	35
5.8	Team	35
5.9	Essential Takeaways	36
6	Conclusion	37
6.1	Future Research	37

References

Appendix A Interview Guide

Appendix B Interviews

List of Tables

1 *Criteria for selecting start-up business in a government-run venture capital (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie 2016:719)*. 6

2 *An overview of the interview results.* 20

1 Introduction

An introduction to the subject will be presented in this section.

1.1 Background

Small enterprises in Sweden, with less than ten employees, make up approximately 96% of the total number of enterprises and employs 45% of the Swedish population (Persson, 2019). The majority of those companies will not evolve to become significant employers or technical innovators; however, the fraction of the small companies that have that opportunity, often in the high-tech sector, are the ones that have significant risk and long periods of negative results. Therefore, attracting financing from sources such as banks is difficult as they are less likely to take on the risk. Instead, VCs are the companies that are risk willing enough to invest in these ventures (Cherniak & Horton-Panzica, 2007). Venture capitals are, therefore, an essential driver of success in terms of operational and financial performance. The research community (Alperovych, Hübner & Lobet, 2015) recognises that venture capitalists are critical drivers for entrepreneurial ventures' success.

Ventures are critical as it brings innovation to the market, which is a crucial driver of societal development. On a macro-level, the economic growth and employment contributed by VC-backed companies are vital. The estimated revenues generated in the United States of America in 2009 was 2.9 trillion USD, and the companies had employed 12.1 million people (Titulescu, 2013). However, research shows that purely government-funded ventures generally perform worse than purely PVC-funded ventures (Brander, Du & Hellmann, 2015). Therefore governments tend to invest together with private venture capitalists. As GVCs funding is partly allocated from the treasury, it is highly relevant from an individual and societal point of view to investigate if the structure of deciding which companies to invest in is optimal to maximise social welfare (Almiinvest, 2021).

Lately, larger companies have sensed and discovered the potential value of investing in smaller start-ups. Not only to gain a financial return but investing in start-ups can also lead to strategic benefits for the company as a whole (Chesbrough, 2002). Investing in external companies may be necessary for the corporation's continuous innovation and improvement (Lopez-Vega et al., 2016).

Venture capital can be divided into two groups, GVCs which are government-managed venture capital firms and PVCs, which then are privately managed capital firms. Over recent years, governments around the globe have shown more and more substantial interest in venture capital which originates from the fact that venture capital has played an essential role in some of the world's most influential enterprises. These enterprises provide significant support in many countries and are important sources of employment, innovation and productivity growth (Brander et al., 2015). As of 2015, a total of 84.5

billion SEK was invested by GVC, and 321.1 billion SEK were funded by PVCs globally. It is predicted that this quota will probably increase since more investments are made by GVCs every year (Brander et al., 2015; Caines, 2019).

PVC and GVC have significantly different objectives they want to achieve (Leleux & Surlemont, 2003). PVC funds are usually a limited partnership where the investment's lifespan is predetermined (Sahlman, 1990). The fixed investment lifespan, together with the objective of PVCs to generate profit, puts a lot of pressure on the PVC funds to generate quick returns (Luukkonen et al., 2013). GVC funds, on the other hand, mitigate welfare losses by targeting their investments to segments of society lacking capital to increase innovation and economic growth and create new jobs. This results in that GVC funds are usually invested in early-stage entrepreneurial companies with innovative potential and high gain (Colombo, Cumming & Vismara, 2014). Due to this differential in objectives, it is reasonable to expect differences in nurturing, investment selection and monitoring.

Before a VC firm conducts a new investment in a start-up, the firm needs to evaluate it. A study by Macmillan, Siegel & Narasimha (1985) examines one hundred venture capitalists who were administered a questionnaire to determine the most important criteria for funding new ventures. One conclusion from the study is that the quality of the entrepreneur is the one thing that ultimately determines the funding decision. Five of the top ten most important criteria were related to the entrepreneur(s) experience and personality (Macmillan et al., 1985).

1.2 Problem Formulation

A 2015 study (Brander et al., 2015) looked at the effects of government-sponsored venture capital and found that certain enterprises that received funding from government venture capitalists did not receive additional funding from private venture capitalists, whilst others received both. The authors claimed that this might be because GVC provides financing to companies that otherwise would not receive funding from the private sector to promote entrepreneurial ventures. An additional study (Alperovych et al., 2015) examined the differences in performance between GVC and PVC-financed companies that received funding three years after the financing. The study included 515 Belgian enterprises and found the performance of the GVC-sponsored companies was significantly lower than the ventures that gained funding from PVC. In contrast, another study (J.Cumming et al., 2017) found that PVC companies had a positive impact on venture exit performance while GVCs did not, which is essential for the VCs to get returns on their investments.

Several studies (Alperovych et al., 2015; Brander et al., 2015) show purely government-funded ventures to be underperforming compared to their private counterparts and that they are less likely to receive additional funding from PVCs in later cycles. Additionally, it has been demonstrated that

the proposed reason for a GVC to invest in ventures with lower enterprise quality is to encourage innovation, employment and national economic growth. Even though promoting innovation is a crucial purpose for GVCs, a study on young European biotech companies (Bertoni & Tykvová, 2015) shows that purely government-sponsored ventures in the sector have no impact on either inventions or innovation. Although another study (Astorsdotter & Chang, 2021), which focused on the Swedish market and investigated 440 portfolio companies across several industries, concluded that GVCs do spur innovation but differently from PVCs.

Much research has been conducted post-investment on the implications of GVCs, respectively PVCs funding. However, there is a gap in the purely government-funded venture selection criteria leading to an investment in entrepreneurial ventures, particularly in Swedish VCs. Since GVCs are founded partly by taxpayers, society is interested in ensuring the GVC-funded ventures perform well and contribute to enhanced national economic growth and societal welfare (Caines, 2019).

This research has investigated how the Swedish government and Swedish private venture capitalists work with their strategy to see if there is any difference between the two when it comes to the criteria of investing. This was considered necessary since a gap exists in the current literature, and a comparison like this has not been conducted yet. Also, the applied theories may lead to different results and conclusions in other countries, such as Belgium, where Alperovych et al. (2015) analysed 515 foreign enterprises.

1.3 Purpose and Research Questions

This thesis aims to show if and how the selection criteria, pre-investment, differs between GVCs and PVCs in Sweden.

Research questions:

- What are the different selection criteria in GVC and PVC?
- How do the selection criteria differ between GVC and PVC?
- How are the decision criteria in GVC and PVC affected differently by factors like asymmetric information and familiarity bias?

From the theoretical framework, several hypotheses have been formulated to describe behaviours and conceptions of the purpose and research questions. The hypotheses are later compared with the empirical findings and are either rejected or accepted. The hypothesis states there is a difference between GVC and PVC regarding decision criteria and the purpose of investing. It is also believed GVC, due to its size, is less concerned about synergy strategies but is less prone to falling for familiarity

bias and asymmetric information.

2 Theoretical Framework

In this section, the chosen theories will be presented and used together with the empirical results in the analysis. To understand the differences between GVCs and PVCs, it is essential to understand the existing evaluation approaches of GVC respectively PVC. This section will focus on the current literature on GVCs and PVCs decision criteria.

2.1 GVC Decision Criteria

The purpose of GVCs is to address the lack of supply of capital to entrepreneurial ventures from PVC to increase the total national social welfare (Owen et al., 2019). Afful-Dadzie and Afful-Dadzie (2016) present a table of the critical decision criteria supporting the main objective for GVCs, focusing on six primary decision criteria and 27 sub-criteria (see Figure 1).

The two initial decision criteria presented in the table is the entrepreneur(s) behind the venture where experience, synergies within the team and track record play a big part in the selection stage (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). These criteria, as well as product or service potential, have qualitative attributes making it more difficult to estimate than quantitative criteria such as financial- and market characteristics.

The last primary criterion is societal impact/contribution, which has become increasingly important to attract investments in later years (Lin, 2022). Swedish GVC firms, such as Almiinvest, prioritise projects that contribute towards the national sustainability objectives (Almiinvest, 2021), similarly to other Swedish GVCs.

Table 1: *Criteria for selecting start-up business in a government-run venture capital (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie 2016:719).*

Major decision criteria	Sub-criteria	Literature support of criterion importance
Entrepreneur/team personality	C ₁ : Leadership experience	MacMillan <i>et al.</i> (1985), Zacharakis and Shepherd (2001)
	C ₂ : Vision	MacMillan <i>et al.</i> (1985)
	C ₃ : Readiness	Bachher and Guild (1996), Mason and Stark (2004)
	C ₄ : Integrity, honesty	Bachher and Guild (1996), Mason and Harrison (2002)
	C ₅ : Commitment	Van Osnabrugge and Robinson (2000), Sudek (2006)
	C ₆ : Team understanding/ co-operation	Mason and Stark (2004), Mason and Harrison (2002)
Entrepreneur/team experience	C ₇ : Track record	Haines <i>et al.</i> (2003), Flynn (1991)
	C ₈ : Technical qualification	Bachher and Guild (1996), Franke <i>et al.</i> (2006)
	C ₉ : Business qualification	Shepherd (1999a, b), Franke <i>et al.</i> (2006)
	C ₁₀ : Market familiarity/ understanding	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2004)
Product or Service Potential	C ₁₁ : Product uniqueness	MacMillan <i>et al.</i> (1985), Mason and Stark (2004)
	C ₁₂ : Patentability	Tyebjee and Bruno (1984), MacMillan <i>et al.</i> (1985)
	C ₁₃ : Product maturity	Kakati, (2003), Alperovych <i>et al.</i> (2015)
	C ₁₄ : Product quality	Kakati, (2003), Mason and Harrison (2002)
Financial characteristics	C ₁₅ : Level of riskiness	Haines <i>et al.</i> (2003), Nkusu, (2011)
	C ₁₆ : Cost of investment	Haines <i>et al.</i> (2003), Feeney <i>et al.</i> (1999)
	C ₁₇ : Capital recovery	Muzyka <i>et al.</i> (1996), Mason and Stark (2004)
Market characteristics	C ₁₈ : Exit strategy	Feeney <i>et al.</i> (1999), Fried and Hisrich (1994)
	C ₁₉ : Market volume	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2004)
	C ₂₀ : Market growth	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2004)
	C ₂₁ : Market access	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2004)
	C ₂₂ : Market acceptance	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2004)
	C ₂₃ : Competitive strength/ advantage	Alperovych <i>et al.</i> (2015), Bachher and Guild (1996)
Societal impact/ contribution	C ₂₄ : Employment creation	Kakati (2003), Baum and Silverman (2004)
	C ₂₅ : Economic impact on the region	Haines <i>et al.</i> (2003), Van Osnabrugge and Robinson (2000)
	C ₂₆ : Potential growth into an industry	Feeney <i>et al.</i> (1999), Haines <i>et al.</i> (2003)
	C ₂₇ : Environmental protection	Van Osnabrugge and Robinson (2000), Landström (1998)

2.1.1 GVC Rate of Return

GVCs mainly invest in industries that lack financing from the private venture sector, such as companies that operate within the education-, environment, and health sectors. The rate of return in these industries tends to be lower than in other sectors, and PVCs, therefore, overlook the ventures. However, it is said that companies operating in these markets contribute more towards social welfare and lead to positive externalities rather than generate high returns. Consequently, GVCs have a higher tendency to fund ventures in these sectors as it aligns with the overall objective of GVCs (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). The GVC of Almiinvest is financed through EU, Almi Företagspartner, and regional organisations (Almiinvest, 2021).

2.1.2 GVC Involvement in Managerial Decisions and Monitoring

Research focusing on performance measurement on GVC-funded ventures concludes that one of the reasons for the lack of performance within the start-ups is the lack of monitoring and guidance in managerial decisions from GVCs (Alperovych et al., 2015). A study (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016) show that GVCs rarely require involvement in the management to fund a venture and instead take on a passive role without monitoring initiatives.

2.1.3 GVC Risk

Previous research also shows that GVCs are willing to invest in companies with a high risk compared to return, given that the venture has the opportunity to increase social welfare and as long as the social benefits outweigh the cost of the investment, which can be challenging for decision makers to foresee. Social welfare is often measured in terms of increased employment and national/local economic growth that the funded venture contributes to (Colombo et al., 2014). The tendency of GVCs to engage in more risky investments also stems from the government's role in bridging the gap in funding for certain start-ups that otherwise would not receive the capital required from the private sector due to market failure (Alperovych, Groh & Quas, 2020).

2.1.4 GVC Sustainability

Sustainability has become increasingly important to attract investments in recent years. Government institutions are essential in incentivising sustainable investments for investors and entrepreneurs to enhance the focus on sustainability further. In the context of start-ups, governments can further improve sustainability by focusing the funding towards start-ups that incorporates sustainable initiatives in the business model (Lin, 2022). Sweden aims to become the first fossil-free country in the world and has increased their focus on sustainability nationally and globally (Regeringskansliet, 2018). Therefore,

Swedish GVCs place high weights in their decision criteria on business models that contribute towards sustainability through initiatives like a green-tech fund where they invest between 5-30 million SEK per company (Almiinvest, 2021; Vinnova, 2021).

2.2 PVC Decision Criteria

The main objective for each PVC firm is usually to generate a maximised return for its investors while simultaneously increasing its value to a level typically above the public equity market. This relatively short-term goal of receiving returns to the company should be done in no more than six years (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). With this in mind, PVCs, compared to GVCs, can be seen as having a more self-centred approach when selecting investments.

2.2.1 PVC Rate of Return

The objective of gaining high returns quickly, usually under a period of six years, is an essential task for many PVCs (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). Even getting the chance to reach this goal requires, in most cases, that the PVCs invest in rapidly emerging markets where rapid and high economic growth is possible. Such markets are within relatively new industries where constant emerging innovation exists, which has a high impact on the increasing value of the firm. These industries are various fields involving, for example, biotechnology, the internet, new material industries and medical information technology. As of 2022, many of these industries have been driven by start-ups where PVCs have had a significant role in developing these industries (Kim & Lee, 2022). A comparison with GVCs shows a distinct difference in which markets they typically invest in, and a big part of this is the aim to achieve high returns.

2.2.2 PVC Involvement in Managerial Decisions and Monitoring

Alperovych et al. (2015) describe that PVC requires, in most cases, that they have an active role in the management of the venture to ensure that their investment is successful. Since PVCs can not rely on being given tax money as GVCs can put a lot of financial pressure on themselves to make sure the company does not go bankrupt. The PVC, therefore, has to ensure the economic return on the investment. This is done by actively involving themselves in their portfolio firms after financing. This can, for example, be done by monitoring, controlling, and staging capital infusions and convertible securities. Alperovych et al. (2015) also describe that in some cases, PVCs also capitalise extensively on their network of contacts to enhance the scale, which empowers the growth of the ventures they fund.

2.2.3 PVC Risk

The fact that 90% of all start-ups fail indicates that no matter what, an investment made by any PVC in a newly started company brings a considerable risk (E. Team, 2022). To reduce the chance of failure, start-ups funded by PVCs usually undergo a demanding and lengthy screening process before the investment is made (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). As stated before, PVCs typically invests in relatively new and rapidly changing industries, which, compared to other sectors, are considered high-risk, high-reward environment. These industries can result in high returns in a short period if successful, which is the primary goal of many PVC investments.

To lower the risk of losing investors, PVCs try to avoid favouritism in their selection of investments. Instead, they put a lot of emphasis on the experience of the management team and their drive and belief in driving the firm forward (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). The start-up should also be able to present some prototypes for the decision-takers at the PVC to show that their product or service has unique features compared to other companies, which in some cases could end up being a patent and further growth (Riquelme & Rickards, 1992). It is also important for the PVCs that the firms they plan to invest in show they can manage and prevent prodigal resources that may derail the business's growth and development. (Afful-Dadzie & Afful-Dadzie, 2016). But if the PVCs solely rely on the start-up and their presentation about their own company, the PVCs can misjudge the potential of the start-up. Therefore it requires that PVCs also implement their analysis of the start-up to minimise the risk of investing in poor companies or not investing in great companies.

2.2.4 PVC Sustainability

As stated before, sustainability thinking is more relevant than ever. Environmental, Social and Governance (ESG) investing refers to several standards that socially conscious investors use to screen potential investments. The environmental criteria examine to what extent the company safeguards the environment, which includes corporate policing about climate change, for example. The social criteria read how the firm manages its relationships with employees, customers, suppliers and the communities where they operate. Lastly, governance is about the company's leadership, audits, internal controls, executive pay and shareholder rights (T. I. Team, 2022). Goraya and Usman (2011) describe that ESG is in the development stage and is not a standard tool used by PVCs. Firms focus on a reasonable investment strategy where ESG is often a tiny part. Considerations of ESG exist, but it varies from firm to firm. Some firms only consider one factor of ESG, while others may use two or all three. It is also shown that large firms are more likely to use ESG actively in their strategy than small businesses due to their nature of business and size and number of employees. The focus is also only limited to developing strategy and investment options of the firm (Goraya & Usman, 2011). Looking at the aim of

most PVCs which is generating a high return in a specific time, makes this change of not implementing ESG more logical. If a firm focuses solely on ESG, it will most likely come with a cost of less economic growth to compensate.

2.3 Uncertainty and Contracting

Most corporate decisions can be considered more or less uncertain, and investing large quantities in high-risk positions is no exception. As it is assumed to be a non-perfect competitive market, most agency problems are directly related to asymmetric information. Hirschey, Bentzen and Scheibye (2019) describe the theory of "asymmetric information" as an information advantage to one party during a transaction. It is presumed to be to the seller's benefit, but if the buyer has a unique competence, it can be the other way around. Their book uses predatory lending practices in US subprime lending market as an example. Meaning signing up homeowners for loans they are not qualified for, which resulted in losing the house on the profit of the mortgage broker.

Adverse selection occurs when multiple individuals exploit their information advantage, effectively taking advantage of the uninformed party. It can result in unintended consequences, receiving a skewed position compared to the meant effect – e.g., when a company holds generous health insurance for its employees; risk-prone individuals or in lousy health might be more attracted, creating an adverse selection of the employees (Hirschey et al., 2019).

Hirschey et al. (2019) further explain how the problem is shown between companies and investors. They demonstrate how information asymmetry arises when managers or "insiders" have special access to company information. They have more knowledge about the prospects of the firm, its performance, and future opportunities. This is further problematic as managers are also responsible for collecting and processing accounting information in early-stage companies - which is the critical controlling mechanism that holds them and the firm accountable. If no precautions are taken, incentives for accounting earning manipulation can arise (e.g., income smoothing and income inflation) (Hirschey et al., 2019).

Kaplan and Strömberg (2004) identify four general agency problems in the investment process of VC firms:

- 1) Moral hazard may arise after an investment into a company is made, and the entrepreneur might not work as hard as before. To cancel out moral hazard, the entrepreneur should be compensated based on performance. The higher the level of asymmetric information, the more important this method is.
- 2) If a VC firm is unsure about the quality or ability of the entrepreneur. A way of handling this asymmetric information is to stipulate pay-for-performance contracts, which only true entrepreneurs are willing to accept. They can also include contracts regarding liquidation.
- 3) Contracting theory handles disagreements that may arise in the future as the VC wants the right to make decisions to ensure profitability. They should clarify the company's different states and give the right to a decision based on state.
- 4) Entrepreneurs can threaten to leave during a susceptible period when the entrepreneur's human capital is significant, causing hold-ups. In such ventures using vesting provision is recommended.

They also emphasise that both the VC and founders face external uncertainty as the demand for existing and undeveloped products changes, competitors' response to new products, and how well the IPO is received (Kaplan & Strömberg, 2004). Studying these theories to understand how companies choose and value their criteria based on size, industry uncertainty, and contracting is essential. The smaller the company, the higher the risk, creating a great need for risk management in the venture capital market. Thus contracting is important in ex-ante investing, and monitoring is used for accountability of the entrepreneur ex-post investing.

2.4 Familiarity Bias

Sometimes it is fair to assume the real world is not strictly following the homo oeconomicus methodology, although it helps a lot in model construction and prediction. Behaviour economics are found on the other side of homo sapiens' descriptive and predictive capabilities. The difference is to reflect on the widespread uncertainty rather than the precise calculations of a fully informed and dispassionate decision-maker. As it is argued, perfect knowledge never exists, meaning all economic activity has some degree of uncertainty and risk (Hirschey et al., 2019).

More specifically, are they separated from homo oeconomicus as

- people in practice are not using fully informed analyses but tend to base decisions on the rule of thumb (called bounded rationality)
- economic decisions are affected by how the problems are presented to them (Hirschey et al., 2019).

The branch of behaviour economics used in the thesis is familiarity bias. It is used to analyse to what extent a decision-maker is affected by the appearance of an individual and the explicit human capital. People are psychologically programmed to favour individuals who resemble themselves in values and appearance (e.g., employing people of similar looks or interests), although it might not be optimal. It can also be intentionally used if the firm needs a particular competency. If that is the case, they can use someone, in the acquisition process, of similar characteristics as the wanted acquisition (Tversky & Kahneman, 1974). As Hirschey et al. (2019, p. 43) explain: "Proponents of behaviour economics note that neoclassical models sometimes fail to predict real-world outcomes and behaviour insight can be used to improve upon traditional approaches". It might be beneficial to add a basic extra level of thought and analyse to what extent familiarity heuristic matters in selecting criteria.

2.5 Stakeholder Synergy

Hillier, Stephen, Randolph, Jeffrey, and Jordan (2020) explain synergy as a combination of two firms is more worthwhile than the value of the two separately.

$$Synergy = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

This effect can come from an increase in cash flow (ΔCF_t). From our equation of increasing cash flow, it is possible to follow four categories responsible for the increment: revenue enhancement, cost reduction, lower taxes and lower capital requirements (Hillier et al., 2020). This has led to more research in the area to improve the understanding of today's business challenges, and stakeholder theory emerged as a way to handle three intertwined problems; the origin of value creation and value transfer, the problem of connecting ethics and capitalism, and the problem of helping managers think about how to address these issues (Parmar et al., 2010). The main question of stakeholder theory is, in other words, the challenge of helping managers think about management in terms of better value creation and the distribution of value and finding a way of combining business with ethics. Stakeholders in this context are customers, employees, suppliers and *financiers*. (But it can also be described as ESG.) It is also important to underline that the value distribution between the stakeholders involves more than just financial resources, even though it is often known as economies of scale or economies of scope (Parmar et al., 2010).

The authors, Tantalo and Priem (2016), have specified the methodology of stakeholder theory and combined it with synergy to answer how the idea of improved strategic effects can enhance revenue and calls it stakeholder synergy. They say one single strategical implementation can improve two or more stakeholders simultaneously, and the gain in value for one company will not reduce the value for the other(s). This can be true thanks to each group having multiple value-creation sources. This is supposed to be very attractive for new stakeholders and obtain their increasing effort and commitment

(Tantalo & Priem, 2016).

Synergies and economies of vertical integration are more traditionally used in mergers and acquisitions. Still, due to the inherent obligation of collaboration, it could be exciting to study this kind of element and to what extent it can affect VC firms' criteria of decision.

2.6 Geography

The geographical distance between the two parts matters in the post-investment period. Investing locally allows for more frequent meetings between the VCs and their portfolio companies. This leads to more effective monitoring and coaching. With better coaching comes a boost of the expected benefits of VCs, while more effective monitoring leads to reduced expected agency costs (Colombo et al., 2019). To survive, VCs need to look for winners and firms that can win their markets may be more likely to be in industry clusters of excellence. Harvard Professor Michael Porter has defined clusters as "critical masses - in one place - of unusual competitive success in particular fields" (Porter, 1998). Examples of these clusters are computer chip production in Silicon Valley, California, and London's financial sector. Clusters of excellence attract various kinds of resources, which can contribute to the competitive success in the cluster's particular field (Drizin, 2020). Therefore some geographical areas might be less attractive for some VC firms. Yearly reports (Almiinvest, 2021; Saminvest, 2021) show that GVCs only invest in companies based in Sweden. They also aim to spread their investments among their eight regional areas to fund companies in geographical areas that struggle to attract capital from the private market.

2.7 Team

One of the most important things to consider when investing is the personality of the entrepreneur or management team at the firm. The one trait that probably is the most important of them all is the team's tenacity. This refers to their ability to overcome challenges that may come up from all the different twists and turns a start-up might have (Abecassis, 2017). Most of the success or failure at the start-up depends on the management team. Therefore VCs ideally look for companies run by managers with track records of success, whether through previous positions or within the current firm that the VC is investing in. This is because there is a significant risk on the human side since they can not always predict the behaviour of other humans. They can not guarantee the team is talented enough to stay on board and produce as they have promised (Ray, n.d.). Other important aspects to look at in the management team are passion, confidence, humility, clarity of thought and curiosity (Abecassis, 2017). How much weight different VC firms lay on all these other personality traits may differ from firm to firm.

2.8 Hypothesis Formulation

Other theories are also helpful and could be used to complete the writing. It was considered to use legitimacy theory, Coase theorem or pecking order theory. Still, when considering the aim of the thesis, the chosen theories were satisfactory, while it was essential to limit the number of theories to ensure quality.

The aim is to complement the current research on the investment criteria of Swedish VC firms. Examine what is most important when investing in start-ups in GVC versus PVC and if they are affected differently by (external factors) adverse selection and (internal factors) familiarity bias.

Our hypotheses are:

- There is a difference in the decision criteria between GVCs and PVCs.
- GVCs are less concerned about synergy strategies.
- The purposes of governmental and private VC firms' investments differ.
- GVC is less prone to falling for familiarity bias and adverse selection.

A statistical testing method was not implemented; the interviews were instead categorised (by the purpose of funding, involvement, risk, sustainability, familiarity bias, synergy, geography, team and explicit differences) and compared to the theories to reject och accept the hypotheses. This was chosen as a legitimate concept of analysis. Thus it contributed to analysing the empirical results to answer the research questions, as a deductive research approach was initially chosen.

3 Methodology

This thesis has been done to answer in what ways public and private VC companies are similar and different when it comes to investment criteria. We determined the most appropriate approach to answer this question was to use in-depth interviews qualitatively to obtain a saturated result. The information has been collected by analysing interviews with advisors, GVC and PVC firms. Bryman and Bell (2017) emphasise the need for a qualitative approach when available research is scarce. Opening up the interviews and letting the respondents elaborate and tell individual experiences.

The natural course of action was to design the thesis as a case study where we combined theory with interviews. The theories were used to interpret the interviews and tell if our selection of seven was sufficient. According to Bryman and Bell (2017), deciding if the outcome is an anomaly or confirming established consensus is essential. There is a risk of making inappropriate connections and conclusions when analysing fewer numbers of interviews (Lantz, 2013). It was, therefore, necessary to make adjustments as we gained new knowledge through the empirical and theoretical studies, making the interview guide an iterative process from which we could learn and improve. After some consideration, we settled for a deductive approach. Bryman and Bell (2017) describe the deductive approach as using the chosen theory to construct the hypotheses, followed by collecting empiric material, and the hypotheses can be either rejected or accepted. The empirical findings are also analysed and discussed to build a conclusion. The hypothesis will not be tested statistically. Instead, they were based on the analysis concepts and evaluated through the empirical findings, which made constructing the interview guide a vital step.

The interviews were done with knowledgeable people working in or with the industry, contributing to the thesis's reliability. We wanted to keep the questions standardised and give the interviewee room to elaborate on the topic. This also contributed to a conversation, making the situation more relaxed. We thought we had a better chance of obtaining more helpful information this way rather than by constructing a survey. Even with more time, it is not likely completing quantitative interviews would be more beneficial as it might return a higher number of defaults and standard information.

As Chang and Astorsdotter (2021) mention, there exists PVC and GVC but also MVC (Mixed capital venture), which is a mix of PVC and GVC. This was shown to be the most effective constellation for spurring innovation. Our study will only take into consideration PVC and GVC separately. This will give the firms a higher degree of distinctiveness which will ease our work to draw conclusions and plot differences between them. With this said, our research shows GVC needs to co-invest with PVC; thus, this has not been studied as a separate criterion of investing since it is so fundamental. Early in the preparatory work, it was obvious that market, customers and product were also generic criteria. It

was therefore decided to include them as a risk factor instead as separate criteria to allow the reader to focus on (in our opinion) more vital parts.

3.1 Secondary Data

This part of the methodology will cover the data retrieved to construct the theoretical framework. Textbooks like *Managerial Economics* (Hirschey et al., 2019) and *Corporate Finance* (Hillier et al., 2020) have been used to formulate some frameworks, e.g. stakeholder synergy, asymmetric information and adverse selection. Also, when familiarity bias has been formulated, Nobel Prize winner Daniel Kahneman (Tversky & Kahneman, 1974) has been used as a source of information. Other trustworthy sources like Saminvest and Almiinvest (Almiinvest, 2021; Saminvest, 2021) (governmentally owned) have also been used to structure our theoretical framework. In areas that have required specific information, Google Scholar and the database available to the University of Gothenburg have been used to find articles in economic science. It is possible to find the used keywords below the abstract. The pieces have to a large extent, multiple perspectives to create a more objective depiction. This high-quality data has been crucial in increasing the reliability of the thesis.

3.2 Selection of Interviewees

The project should be done over nine weeks, which creates limitations on the depth and width of the analysis. Therefore a limit of seven interviews has been set to be analysed since it requires a relatively long time to investigate a single enterprise to a great and desired extent. The interviews were pre-booked with people of valuable insight. Finding people in the private sector was more complicated than finding public volunteers. However, both were dependent upon who replied to our request. Bryman and Bell (2017) speak of the snowball effect, relying on the respondents for help finding relevant respondents. This was not implemented because the interviews had to be booked in advance to give us a schedule to follow and ensure a steady pace. One interview was, however, found thanks to a respondent, and two of the interviewees were handpicked from former relations. Perhaps since smaller companies do not have as much time and are harder to find, the interviews were dominated by larger VC firms. In total, ten people were interviewed. We have, however, chosen to delete three as one lacked the proper processing by us, one was operating within government grants rather than VC and the third were answering from a PE (investment company) point of view, making it irrelevant to our cause, although it gave us a valuable perspective. Of the remaining interviews, one interview was done with the attitude of GVC, three were advisors (but some were working in GVC), and three were PVC. This was described to help in the validity.

Further, it is explained that researchers are responsible for considering the sensitive nature of the

respondent, contributing to reducing a feeling of lack of control in how the data is processed, interpreted and spread (Bryman & Bell, 2017). Therefore we assured anonymity before the interviews started. According to Ritchie, Lewis, Nicholls and Ormston (2013), this will also allow for higher honesty.

3.3 Semi-structured Interviews

Bryman and Bell (2017) believe semi-structured interviews contribute to valuable digressions of the respondent and give the researcher(s) a framework in which the interview can be directed. To facilitate the work of empirical findings and the analysis, Bryman and Bell (2017) advocate recording and transcription of the interviews. Therefore the interviews were conducted and recorded remotely by video call to resemble face-to-face conversations. Afterwards, it was transcribed. This was also beneficial compared to a written reply due to a quicker meeting, lowering participation barriers. The time frame for the interview was preliminary set to one hour and was performed in 30-50 minutes, giving us a marginal amount of time.

To enhance the research validity, maintain the scientific integrity and protect the rights of research participants, some ethical considerations need to be taken into account when collecting data from the different enterprises (Bhandari, 2023). Bryman and Bell (2017) say a semi-structured interview should be structured to touch upon specific topics of interest and, at the same time, allow for individual answers. It is also essential to be aware of the limits of the explanations. Some questions can be considered sensitive by the respondent, making them unable to answer openly. But it is also a great request, asking for their time. Therefore, the goal of the experience was to make our intentions clear from the start and be careful in the formulations of the topics with as few independent interactions as possible.

Furthermore, Bryman and Bell (2017) say there is a risk of transferring subjective opinions in the interview, affecting the answer. Therefore our initial intention was for all to attend all interviews. This could, however, not be achieved through all interviews. But it was not considered crucial as they had been structured beforehand and transcribed afterwards. This helped in the understanding and structure of the interview coding.

3.4 Interview Guide

To increase the validity, the questionnaire (see Appendix A.1; Appendix A.2) was designed to answer the research questions and the purpose of the thesis. It has been, as previously explained, exposed to an iterative process to obtain higher accuracy; therefore, all the respondents did not get precisely the same questions, but they were similar enough to be used. This was necessary as we wanted to be more precise in the analysis. Some questions can, for example, have been rephrased, added or deleted.

Bryman and Bell (2017) explain that the questionnaire needs to be constructed to give the respondent an understanding of the question without unconsciously nudging them in a direction. This was also a reason to reframe some questions. They were also asked in a deliberate order to increase the reflections of potential criteria successively.

We have named the interviews GVC, PVC and advisor to maintain anonymity. But for clarity, “advisor” is a general term for people who work as VC advisors or have working experience from both constellations. Since they know both fields, the advisors were interviewed with a modified version of the interview guide to elaborate on the differences in each question (see Appendix A.3; Appendix A.4).

3.5 Interview Coding

Ritchie et al. (2013) explain interview coding as a favourable way of structuring qualitative data. This process involves labelling, organising and interpreting data by utilising a set of codes. We colour-labelled and categorised the essential answers as the purpose of funding, involvement, risk, sustainability, familiarity bias, synergy, geography, team and explicit differences. Then they were compiled together in sections, allowing us to interpret the data systematically and increase the validity. Bryman and Bell (2017) acknowledge the amount of data in qualitative analysis and the difficulties in standardising the process. This requires the researchers to have a good general picture of their work. But in the end, it claims much precious time and should not be used without caution. We can confidently say this process was the most time-consuming part of the thesis. We believed it was vital that we proofread each other’s codings to ensure the quality of the process and obtain an overview picture.

3.6 Methodology Criticism

Retroactively we would like to address some shortcomings in the method.

Firstly, we have seen a different phase in which the interviewed GVCs and PVCs are investing. The comparison would have been more reliable if we were exclusively choosing PVCs in the same investing phase as GVCs.

Secondly, we still believe the questionnaire can be improved. The questions asked should be identical in all interviews. The questionnaire still has questions too wide that induce different interpretations, and some questions are too narrow, which could nudge the respondent in a particular direction. Furthermore, some irrelevant questions still take up valuable time in the interviews.

Thirdly, if more time had been available, it would be desirable to use a secondary data analysis to utilise high-grade data with a broadly representative sample to establish statistical saturation. This would also have helped manage an adverse selection of interviewees by triangulation. This would have

allowed us to plot trends and tendencies over time to construct more general conclusions.

With this said, the methodology used has been sufficient regarding the aim of the thesis and the research questions. These changes would have helped the thesis improve the already adequate validity and reliability levels. Therefore, they are not necessary to complete the thesis but should instead be regarded as fields of improvement in preparing future research propositions.

4 Empirical Results

In this section, the result of the interviews will be presented.

4.1 Table Decision Criteria

Table 2: *An overview of the interview results.*

Criterion	GVC	PVC
The primary purpose of funding	Increasing national welfare	Achieving high returns for the limited partners and investors
Involvement	Wants a board role	Some want a board role and others involve themselves in other ways or not at all
Risk	Handles it in a standardised way	Handles it in a standardised way
Sustainability	More or less a requirement	Knows it is beneficial and essential, but not a requirement
Familiarity bias	Belief they are affected but not a problem	Some believe they are affected but not a problem
Synergy	Consider it somewhat necessary, more complicated for earlier firms	Consider it somewhat necessary, easier for smaller firms
Geography	Essential	Based on the strategy of the firm
Team	Essential	Essential
Rate of return	Semi-essential	Essential

The table summarises what GVCs and PVCs said was important in the different decision criteria during the interviews. It becomes clear that the significant purpose of funding and sustainability is managed differently in PVC and GVC. Another listing is that geography is dependent upon the PVC but rigid in GVC.

4.2 Purpose of Funding

This section contains the VC firms' primary intention, how they use valuation, and what role the rate of return plays in their criteria.

Based on the interviews, it is clear both PVCs and GVCs aim to achieve a yield on their investments while contributing to a better world. However, the interviewed PVC companies' most critical objective was to receive as high of a rate of return as possible. At the same time, GVCs focused more on enhancing national social welfare. One GVC said that their absolute highest priority was to contribute towards the creation of new strong cooperations in Sweden that can increase the occupation rate and create positive societal change (see Appendix B.1). An advisor explained that GVCs could change their main objectives based on the priorities of the politicians. Often the focus is on financial markets that the government decides should be enhanced and lacks funding to attract private capital in the future (see Appendix B.6). The interviewed PVCs expressed their primary goal as achieving the highest return on their investments possible (see Appendix B.3; Appendix B.4; Appendix B.5; Appendix B.7). And two PVC also claimed that a sub-goal was to help develop a better financial sector and making the world a better place (see Appendix B.4; Appendix B.7). One interviewed GVC explained they could only invest up to half of the total funding in an investment round, so they have co-investors that compliments them, so for them, it is also essential to achieve a profitable return on their investments to retain their co-investors and have more money to re-invest in future companies (see Appendix B.1).

When interviewing an advisor and a GVC, they both claimed the differences in evaluating the companies who seek investments are not significant (see Appendix B.1; Appendix B.6). An interviewed GVC explained that as they co-invest with private capital, they need to value the start-ups the same way as PVCs does to get a market-based valuation (see Appendix B.6). Further explanation is that GVCs are not supposed to compete with the private capital, but rather work as a complement. Therefore the valuation process in GVCs should not deviate from PVCs since that could result in the state being in direct competition with the private market (see Appendix B.1; Appendix B.2; Appendix B.6). A GVC explained for them to invest, there needs to be a potential to get a return of 5 to 10 times the invested capital (see Appendix B.1) while one PVC said that for them to be interested, there needs to be a possibility to generate 100 times the invested capital when the company does a successful exit (see Appendix B.3).

4.3 Involvement

There is a difference in the amount of involvement the different PVCs want to have in the firm they have invested in. Some PVCs require a board role wherein the terms of the agreement it is stated that

the founder of the firm can not take big decisions by themselves and regular reporting to the investors is a must (see Appendix B.7). While others do not involve themselves to a great extent as they instead enter as a temporary CFO in some rare cases (see Appendix B.4). One PVC had a significant focus on creating value after the investment. They said it is significantly better to help the firm rather than trying to find the best ones since finding the best is tricky. Instead, it is better to involve themselves, not in a board role but offer knowledge and networks that the firm can significantly use. They also mentioned that they are willing to take a more significant part in firms that have shown to perform well. Though this is harder to do in more prominent firms but in smaller firms, they can contribute with experience and strategies (See Appendix B.1). One of the GVCs, on the other hand, requires a board role where they can have an impact and have a lot of responsibility (see Appendix B.1).

As for making an exit or IPO, it is for one PVC important to see if similar firms within the same market have done an exit before they invest. Then make calculations regarding the returns and consider if the actors can make an exit (see Appendix B.7). Another PVC mentioned that they do not have a predefined exit plan when they invest in a firm. But they know what stage they want the firm to be in when they decide to leave as an investor, which is when the growth curve of the firm starts to flatten (see Appendix B.4). The GVCs also have shown an ambition to exit at some point. Either by selling their shares or selling the whole company or, in some rare cases making an IPO (see Appendix B.1). Before the decision to invest, a GVC mentioned that an eventual exit is always discussed with the founder and when the exit should take place in beforehand (see Appendix B.6). This view is further shared by another PVC (see Appendix B.7) and called GVC evergreens since they are not inherently time-dependent by their fund structure in the same way as PVC firms are. One interviewed PVC said PVCs are usually invested between six to eight years, with two additional years. But the average holding period is 15 years, which means almost everybody drags over time. Therefore they have introduced an unlimited holding period for their investments. Changing their focus to which stage they would like to do the exit in, more similar to the GVC (see Appendix B.4). Two PVCs said between four to six years when it is a follow-on investment and that the initial investment should be relatively small compared what they are capable of investing since they want to be long term partner and invest the more significant amount in following rounds (see Appendix B.7; see Appendix B.4). This while a third PVC mentioned that the average time of investment is 10 to 15 years where a regular investing pace is required to survive (see Appendix B.2). The GVCs said that they usually invest over five to ten years (see Appendix B.1) and ten years plus eventual two supplementary years respectively where the first four years are for investing. The last six or eight years are for developing their investment (see Appendix B.6).

4.4 Risk

This section contains the general view of risk in VC firms, how they deal with uncertainty, and asymmetric information.

4.4.1 General About Risk

In the first interview with a GVC (see Appendix B.1), they gave a general rule of thumb. The earlier the operative stage of the company, the higher the risk. And since they are investing in earlier-stage companies than conventional VC firms, they focus on minimising the unsystematic risk. The advantage of taking a more considerable risk together with a higher number of investments will statistically return a nominal curve, so it's important to invest where you find the highest potential. In their region, there are about 250 companies to be analysed annually, leaving around one per cent funded. They are both contacted by and contacting potential companies. Their decision process will often include due diligence, the structure of the board, and securities for the IP portfolio. Since their role is to complement the market, they are active in many industries, primarily software and areas within life science. Meanwhile, they are restrictive with medicine (see appendix B.1).

An advisor (see Appendix B.2) expressed GVC firms' assignment of being market complementing as providing capital there is a perceived deficiency and stimulating private capital. If private and governmental co-invests exist, there should not be a difference in risk positioning. More traditional VC companies invest more in later stages with a different risk profile. So private funds with a similar strategy as GVC should not have a different risk profile or view on red flags. A PVC emphasises the difficulty in quantifying the risk in start-ups. Historically they are active in the initial stages of external capital, so they have learned to focus on risks associated with specific activities in the future. Activities like the possibilities, the effects of failure, and alternative ways to reach the goal. A reinvestment requires a board decision, but the CEO can make a smaller investment (see Appendix B.4).

Another PVC said their market position is more similar to a PE firm, considering the size of investments. To limit the number of companies entering the investment process, they use specific parameters such as revenue (see Appendix B.7). The most important thing when considering risk is said to be how far the company has to profitability (see Appendix B.5). In interview 7 (see Appendix B.7), the construction of the fund is explained as a ten year period, where they invest in different companies, within the tech-sector, the first four years. After the first sorting, a five-page paper covers uniqueness, market size, and go-to-market plan. The most important thing is the potential to become a unicorn. Then a second 30-page paper is conducted to cover questions about the business idea, sales, technology, sustainability and more to calculate the value and risk. The team could become a significant risk if

they did not seem cooperative or responsive to external input.

Furthermore, it is preferred to co-invest with others, and it is especially beneficial having a consortium during bridge financing. A respondent believes the GVC have an inherently higher brand risk since they are investing money of the people, and if an investment goes bankrupt, it is their money that is lost (see Appendix B.6).

4.4.2 Uncertainties and Contracting

A GVC (see Appendix B.1) states the importance of contracting all agreements to reduce the amount of uncertainty. Another explained one of their criterion for investing required recognised investors to co-invest; since they do not possess the financial means to construct advanced due diligence, they rely on the process of others (see Appendix B.3). One interviewee (see Appendix B.4) said they complete investment agreements (SPA - Share purchase agreement), containing several benefits such as veto rights and obligations of the entrepreneur. The duties are meant to ensure the commitment to the company and treat full-time agreement, share ownership period, the right to board positions, and provision of financial performance and development. It is said to be common practice among all PVC. Like the GVC, they create shareholder agreements. The industry must construct rigidity around exit situations, bid-to-cover ratio, tag-along rights, and drag-along. They did not believe it would cover everything because that is very challenging. Instead, their goal is to be comfortable in the collaboration by creating a situation in which they can do the right things without restricting the entrepreneur's work. A respondent from a PVC (see Appendix B.7) firm believes during uncertain periods; many VC funds will meet financial challenges. Therefore it might be beneficial for conservative VC firms, with old-timers that recognise more challenging market scenarios, even if that might not be the case during a boom phase. It is also said tranche investments are rarely used as a source of control. Meanwhile, one GVC (see Appendix B.1) explained tranche investments as a favourable way of funding start-ups.

4.4.3 Asymmetric Information

One advisor (see Appendix B.5) argued there is always an asymmetry in knowledge, and if it were to be to the advantage of a VC firm, they would most certainly act upon it. But it is rarely the other way around due to the careful due diligence process. A PVC firm said the owners need to disclose more or less everything, and they will also demand seats on the board (see Appendix B.7). It is mentioned in both GVC and PVC most of the confidential information will be discovered during the due diligence processes and guarantee catalogue. Most concerns are related to the team as criminal proceedings (see Appendix B.1; Appendix B.5). An advisor (see Appendix B.6) means it is not likely to occur or use different approaches since they co-invest. Furthermore, the investments are regulated through the

shareholder agreement, confirming the contracting role as prominent and common use from the last paragraph.

4.5 Sustainability

From the interviews, it is known that many firms have recognised that sustainability is essential when investing. One PVC looked at impact firms (firms that impact the world in the sense of sustainability) and said that having them in your portfolio does not only look good. Still, it is also essential for the future to develop sustainable solutions to different problems (see appendix B.5). Another PVC does not look into impact firms since they are at article 8 in the so-called SFDR, which means that they think sustainability is important but is not a criterion when investing. But the firm they invest in should, in some way, make the world a better place (see appendix B.7). A GVC firm mentioned that it is necessary to be green if you say you are green. They had 18 ongoing fund investments, and the biggest nightmare for everyone would be, being accused of greenwashing. It was not of interest to invest if the firm did not have an impact on one of the 17 global sustainability measurements. During the firms' pitch, it is essential to clarify that their business idea involves a sustainability goal and what it adds to the world. Otherwise, they are not interested in investing. But they also said that it depends on the phase of the firm. If it is pre-seed or seed, they can not require everything to be done perfectly, and here sustainability work is included. The GVC has driven sustainability work within invested firms and noticed that most of the firms had recognised the importance of such work themselves (see appendix B.6). Another GVC had a special fund for green investments where the reduction of CO₂ is a foundation. They said that they have, compared to other VCs, a relatively high degree of sustainability funds and that they were early with such work. They also have a specific policy that the firms need to follow, which includes tougher and tougher requirements (see Appendix B.1).

A PVC also said they wanted the world to be better by investing in “net positive” firms; otherwise, they are not interested. Here they also said that they focus on equality by trying to invest in firms where with female founders, but they could not present any result on how their work with equality has gone (see appendix B.5). By having a female pioneer in the front of the firm improves the case and makes your firm more attractive for VC firms according to a PVC (see appendix B.5). Another PVC said that rate of return and sustainability goes hand in hand and by having diversity within the team leads to better financial return. According to themselves, they have an excellent equality balance, with 35% of the CEOs being a female (see appendix B.7). One last PVC said that they do not have a defined criterion for being sustainable when investing. Still, they see a clear pattern of the firms working towards being more sustainable since it's beneficial for the social, society and economic parts (see Appendix B.4).

Things that kept a PVC away from investing are an abuse of power, sex abuse, drugs, etc. (see Appendix B.3). For another PVC, it was weapons and over-consumption of products from China that kept them from investing. They also mentioned that they could invest in things that are not positive in some way (see Appendix B.7).

4.6 Familiarity Bias

The GVC and PVC interpreted this question slightly differently. The GVC explained it like a split strategy. The first step is to take advantage of the in-house knowledge, having managers with the right competency to make an authorised evaluation of the companies. However, this aptitude was admitted to preferring investments within their field of excellence. Secondly, they stated to be less prone to the effect of familiarity bias since their broad investment strategy requires them to obtain new knowledge as they invest in all sectors, reducing this effect in comparison to one-sector VC (see Appendix B.1). Furthermore, one of the advisors meant a lot of investment decisions are taken based on the similarities of the investor and entrepreneur. For example, if they have the same background or similar knowledge of the sector (see Appendix B.5). It was not specified if it was limited to the screening process or the rational investment choice. Another respondent underlined the importance of personal chemistry in their investments and acknowledged there could sometimes be a preference towards a particular type of personality, creating somewhat of homogeneity in the portfolio, confirming bias of expertise, recalled in GVC (see Appendix B.7). Meanwhile three interviewees did not believe it to exist such a bias inside the companies (see Appendix B.4; Appendix B.2; Appendix B.6). Interviewee 4 (see Appendix B.4) said there is a homogeneity within the sector which can be interpreted as familiarity bias, but being situated in Stockholm city and the structure of their network makes it the cause rather than the effect of their context (see Appendix B.4). Another said that managers in VC and entrepreneurs often have the same background, which might make it seem like it (see Appendix B.2).

4.7 Stakeholder Synergy

The thought of synergy was not immediately a critical factor in any of the VCs, but when confronted by the question, some long-term reasons were given. The GVC said it is something to consider and part of their proposition to new companies, but in reality, it is harder to create functional synergies than expected. They are helping in the networking process, but it can also hurt the companies if trying to develop commercial cooperation (see Appendix B.1). Similar answers were found in the PVC. It seemed primarily to be a synergy focus in the smaller PVC firms. One said all their time and effort went into value creation in the firms, and that distinguished them from others; that is where they can make a difference because they want to and to ensure their payback (see Appendix B.3). It is

further explained in interview 4 (see Appendix B.4), a lot of the potential in the companies lies in the partnership with others. Their job is to maintain a functional network, connecting companies with investors that can use their service and provide financing and sector-specific knowledge. Another aspect of their involvement includes mentors between the companies, guidance and discussion through seminars (see Appendix B.4). An advisor means it is not PVC or GVC specific with synergies but rather a question of priority. Further, it is also essential to avoid competing companies in the portfolio but find companies that work vertically to address all customer needs in a sector. Still, it's more common in PE, as it is more easily implemented in later phases (see Appendix B.5). Same answer was given by another advisor, doubting the possibilities of synergy in early-stage companies (see Appendix B.2).

4.8 Geography

The interviewed GVCs explained that due to their work being a compliment to the market, they need to operate in geographies that lack funding from the private market or that the politicians decide on areas that need a boost in capital (see Appendix B.1 and Appendix B.6). One GVC mentioned that 80 to 90 per cent of all venture capital are located in Stockholm. Consequently, a significant amount of funding is allocated to companies in different geographies, such as Gothenburg or other areas struggling to attract financing for PVC (see Appendix B.1).

Two PVCs stated (see Appendix B.4; Appendix B.3) that they view companies that have ownership in some geographic regions as a red flag, and therefore does one PVC limit themselves solely to companies in the Nordic market and one solely to the Nordic and UK market (see Appendix B.4; Appendix B.3).

An advisor (see Appendix B.2) explained that geographical limitations significantly differ between PVCs and GVCs. Since GVCs aspire towards the nation's best interest, based on the political mandate, they focus on Swedish ventures and frequently have different divisions for geographical areas in Sweden. In contrast, PVC's investment strategy decides which geographical markets they invest in, meaning they are not bound to only invest in Sweden. Small PVC funds regularly focus on the Nordic market, while larger firms often invest in European or global companies, not limiting themselves to a specific geographical area (see Appendix B.2).

4.9 Team

From the interviews, a PVC (see Appendix B.5) said roughly 70% of the case is based on the team and that this is an essential part, especially in the beginning and that they can pitch the case in the right way (see Appendix B.5). Another PVC (see Appendix B.3) mentioned that 40% of their decision on whether to invest or not is based on the team, where 40% is market space and 20% is the product

(see Appendix B.3).

One PVC performed de-risk activities to become acquainted with the team they invested in well before the investment. Either face-to-face or online discussions do this. They also put a lot of effort into doing so-called due diligence tests on the team on many different aspects such as financial, ESG (sustainability), technical and commercial etc. (see Appendix B.7). A GVC mentioned that they perform personality tests on the team through an external software brought by a consulting firm. Here, an in-depth analysis of every person within the group is done, where they check their background and references to test how they relate to each other as a team and others (see Appendix B.1).

As for the team's background, one PVC checks if the team has done something good in the past and has the will and fighting spirit to succeed. Otherwise, they will not allow themselves to strive forward (see Appendix B.3). Another PVC puts a lot of weight into the team where a specific background is unacceptable. Their product should also not be dangerous for the consumer. They also believe that age and working time in the industry are not essential when deciding whether they have the desired competence and experience to succeed. Instead, they look at what they have done in the past, and quite a high percentage of entrepreneurs they invest in are pretty young (see Appendix B.5).

According to one PVC, a collaboration between the VC firm and the team is essential. Since they have to work together for up ten years, the two parties have to get along well, or it will be a horrendous time during these years. Therefore it is good if there exists some personal chemistry between the two (see Appendix B.5; Appendix B.7). They also think that believing in the team is essential, and it is usually good that the team has a VC firm in the back that pushes them forward. (see Appendix B.7).

A GVC said that the team needs to understand that they are no longer independent and can not take all decisions alone. For example, a 7-Eleven store is not an individual business since they are part of a big company where other actors are included. A requirement is, therefore, a minimum two-person team (see Appendix B.1). Meanwhile, a PVC thinks it is desirable to have a team of five to ten people (see Appendix B.3).

4.10 Explicit Differences

This section is constructed to obtain a nuance in the answers and an opportunity to elaborate on individual beliefs. This is what the respondents thought to be the differences. Potentially detached from investment criteria.

4.10.1 Phase

One GVC (see Appendix B.1) said that they do not differ from the PVCs in the sense of their investment processes. They might join in an earlier phase, in more cases and with a smaller investment than the PVCs. But this can be seen as equal since the amount of work with a smaller investment is the same as for a bigger one. The only difference is that the interviewed PVCs are looking at the start-ups in a later stage than a GVC. The same GVC also mentioned that they see themselves as more commercial than other PVCs. The GVC can work with any actor, which they do not think is the case for many PVCs.

An advisor (see Appendix B.2) said that it is natural for a GVC to have an essential role in early-stage ventures since they invest in an earlier phase than PVCs usually do. But the GVCs are rarely alone in investing in a firm since it is widespread that GVCs co-invest with PVC firms or other private investors, business angels, for example. Therefore, the time horizon is not playing such a significant role since it is driven by the firm's economic growth, which is the biggest goal for most PVCs. The advisor also mentioned that if they make late-stage ventures and invest in SaaS firms, it is evident that they want to see cash flow and KPIs since they are in a later phase which allows for this kind of activities when different vital figures are available. If the investment were made in an earlier stage, such as pre-seed, this kind of requirement or expectation would not make sense since it is too early to talk about KPIs. Instead, looking at the market and team to evaluate if the investment will succeed is essential. According to the advisor, this is not a question about whether it is private or governmental venture capital; it is more of what stage the portfolio firm is in that determines what is essential for the VC.

4.10.2 Financing

A GVC (see Appendix B.1) described that a large proportion of their funding comes from the EU and is allocated to all members of the European Union. The return GVC receives from successful portfolio companies is also used to invest in new ventures. The responding GVC, however, is allowed to invest up to 50 per cent of the total requested funding. The rest of the budget comes from private co-investors. An advisor (see Appendix B.2) added the funding is distributed through regions.

PVC respondents (see Appendix B.3; Appendix B.7) funding comes primarily from private investors and institutions. A PVC (see Appendix B.7) described themselves as the link between the start-up seeking financing and the private investors- and institutions seeking investment opportunities. An advisor stated that if PVCs depend on private capital co-investors, they might struggle during a market climate with tighter economic conditions and higher interest rates, resulting in less capital available (see Appendix B.2).

4.10.3 Yield Requirement

An interviewee (see Appendix B.7) said they might use financial bonuses (carry) differently than GVC. Granted everything equally, the employees might earn a higher carry than the GVC. And there appears to be a lot of competition for the best start-ups because of the difference in partners and financing. It is elaborated (see Appendix B.6) how important the role of GVC as a complementary market resource can not compete with PVC, which could manipulate the market. The GVC (see appendix B.1) agreed the structure of partners in GVC and PVC differ. Where the partners in PVC will require a higher yield. A yield the GVC does not particularly aspire to maintain. A PVC (see Appendix B.3) thinks the ticket size (amount invested in an independent firm) and maximum valuation are of more focus in GVC.

4.10.4 Risk and Time Horizon

An advisor (see Appendix B.5) argued that more prominent VC firms need to be more concerned about risk-taking and are forced to spread the risk. This gives, for example, Almiinvest (GVC) the opportunity to invest in a more significant number of firms. Hence they sort on ticket size, company size and valuation, not making them a long-term investor. Due to this, proposed start-ups see PVC as a more desirable investor. But it is also argued (see Appendix B.5; Appendix B.2; Appendix B.6) that a GVC can not be limited to one sector since they have too broad mandates, and international investments are unrealistic. Although they believe it can be advantageous to be specialised in one industry, which is frequently the case of PVC. A respondent (see Appendix B.6) agreed that a GVC has a more generous holding period, but PVC firms need to construct fund agreements with a limit to exit. GVC uses investment agreements instead to regulate the exit. This means a PVC must pass on an investment with a high calculated yield because of the fund agreement. Meanwhile, the GVC could claim it thanks to the more generous holding structure.

4.10.5 Sustainability

According to one PVC (see Appendix B.7), if a PVC puts weight on being sustainable, it is more or less on their own choice since they have a lot more freedom on what they can invest in and what they feel is essential compared to GVCs. This is because nearly all GVCs have requirements from the government on what market sector they should invest in. It is not unusual that these sectors have to do something with sustainability that benefits society. An advisor (see Appendix B.2) explained it is a general market trend implemented by most VC firms, and GVC is no exception.

5 Analysis and Discussion

In this section, a discussion and analysis of the results will be made together with a comparison of the theory.

5.1 Purpose of Funding

Afful-Dadzie and Afful-Dadzie (2016) describe that the primary goal for GVCs is to bridge the equity gap in underinvested markets and that the investments made contribute to a higher national social welfare in contrast to PVC, where the focus is on delivering a high rate of returns to the company and their investors and increasing firm value. All of the GVC respondents stated that their primary intention is to invest in companies and markets that lack funding from PVCs and that, in the long term, create positive nationwide externalities. They also claimed that it is essential to ensure reasonable returns for themselves and their co-investors to retain their co-investors and reinvest the profits. The expected return of GVCs investments is typically lower than that of PVCs, which can be interpreted as the GVC-funded companies giving lower returns but resulting in other positive externalities.

The PVC companies aligned with the focus explained by Afful-Dadzie and Afful-Dadzie (2016). They described that ensuring a high rate of returns for themselves and their investors is the primary intention of their investment. A minority of the respondents claimed that societal value also is a priority for them. GVCs tend to invest in companies PVC rejects because of the low rate of returns, as it creates national societal value.

5.2 Involvement

Alperovych et al. (2015) describe that PVCs usually require an active role within the portfolio firm to ensure their investments succeed. This statement does not add up for every PVC interviewed since they had a split vision on how they want to involve themselves in their invested company. One PVC wanted to take a more significant role within the funded company if they were successful, which can be seen as a mix of the two options. They do not want to allocate lots of resources to a company directly and instead wait until they know what direction the company is heading and possibly invest more resources. But in the meantime, they do not allow themselves to help the firm with, for example, coaching and monitoring to get the company in the right direction, as Alperovych et al. (2015) mention. Instead, this was the case for the GVC that was interviewed, where they required a board role, so they gave a lot of impact and responsibility to the firms they invested in. This does not align with what Alperovych et al. (2015) and Afful-Dadzie and Afful-Dadzie (2016) describe, where GVCs usually lack involvement and rarely take a board role and instead take a passive part without proper monitoring

initiatives. This was somewhat confirmed in interviews four and seven. They mean the follow-on investments are significant, making them long-term partners compared to GVC. Looking at the exit horizon, it was argued that the GVC have a more flexible holding time. But in an interview, it was evident a PVC had changed their strategy of holding time. Now they invested without strict time limits in the fund structure.

5.3 Risk

The mission of, e.g. Almiinvest (GVC) is to invest where capital is missing, but at the same time, they need to co-invest with others. This means they can not take a higher risk than PVC but probably do take a higher risk than conventional PVC. But since it seems to be capital missing, Swedish GVCs should take a higher risk according to the efficient-market hypothesis. Alperovych et al. (2020) explain GVC as a market failure since these companies would not otherwise receive sufficient funding. But the investment process does not differ according to a GVC, but maybe what they invest in and why. They might also take a higher risk due to non-specialisation. This is, however, not believed to be a problem (Alperovych et al., 2020).

Furthermore, if private and governmental co-invests, there should hence not be asymmetric risk-taking since they invest on equal terms and valuation. A study (Colombo et al., 2014) concludes GVCs are more prone to riskier investments than PVCs if the investment could improve social welfare and its social benefits are more significant than the cost. This is, however, not apparent in the interviews. A critical difference is said to be the risk of affecting the opinions of GVC. Since GVCs are utilising taxpayers' money, there is a greater risk of a public outcry if a governmentally owned company declares bankruptcy rather than one of a PVC firm. This is also mentioned in the literature (Caines, 2019). Although the overall pressure from limited partners in PVCs is, in the end, estimated to be more or less equivalent. Many essential criteria (e.g. product uniqueness, market and product maturity) in early-stage VC investments are independently analysed. They are then viewed together to calculate the overall value and risk in both GVC and PVC.

Much of the uncertainties can be handled by contacting. An interviewee believes GVC firms can maintain higher stability during disturbances in the market. Hence not being as dependent on yield requirements and funding. Concerning company-specific uncertainty, respondent four described investment requirements and said it is common practice. Things like the full-time dedication of the entrepreneur handle some of the tensions Kaplan and Strömberg (2004) suggest. They cover problems like moral hazard in points 1 and 4. Kaplan and Strömberg also point out tranche investments get more critical the higher the uncertainty is. This seems to be accurate as one GVC said they use it frequently, while a PVC said they rarely use it, which corresponds with the assumption the GVC is

engaged at earlier stages than conventional PVC. Contracting is also thought to be more critical in smaller companies, creating a greater need for risk management.

That said, most confidential information will be discovered during careful examination. GVC and PVC believe the team is one of the most difficult criterion to assess. Hirschey et al. (2019) depicted the process of collecting and processing accounting information. Since managers are responsible for this, they can manipulate the financial reports. Multiple advisors and interviewees doubt the possibility after things like the SPA, due diligence and other precautions, like board positions, are implemented by GVC and PVC. This is thoroughly regulated in the shareholder agreement, holding period, fund agreements (PVC), and investment agreement (GVC).

There are some ideas that adverse selection could contribute to skewing the funds. Afful-Dadzie and Afful-Dadzie (2016) describe the essential thing for PVC as the return. This is admitted in interview seven as the most important thing and the potential of becoming a unicorn. So it is essential to find the best companies since they are highly sought after. Some respondents said there might be a bias of wanting private capital rather than governmental, which could be considered meritorious, although they disagreed with this. This would mean GVC firms like Almiinvest are second-hand pickers and would not have access to the best companies. This could be true to some extent, but again, they are co-investing, and therefore it is not a convincing statement.

5.4 Sustainability

As Lin (2022) describes, sustainability has become increasingly important in attracting new investments. From the interviews, an apparent similarity can be found regarding sustainability which connects to the fact that Lin said. All PVCs and GVCs have recognised that sustainability is essential today to be successful. But to what extent the firms worked with sustainability varied. Goraya and Usman (2011) mention ESG investing was at the time at a development stage and that PVCs have not implemented such tools yet into their strategy. This seems to be still the fact for the PVCs that were interviewed. One PVC included most of the parts within the ESG, while others only included some features. This is probably because working with ESG will ultimately come with the cost of decreasing profits. The GVCs, on the other hand, seemed to follow what Lin (2022), T. I. Team (2022) and Invest (2021) conclude. They described that Swedish GVCs place high weights on business models contributing to sustainability in their decision criterion. The interviewed GVCs either only invested in firms with a great pitch on why their work will contribute to the world in the eyes of sustainability or had a fund that only focused on reducing CO₂ emissions. One GVC did mention the green-tech fund. But neglecting the fact, the ticket size is more significant in the green-tech compared to the traditional one (5-30 > 1-10 million SEK) (Almiinvest, 2021). This could indicate how the GVC tries to influence

the PVC, but at the same time, it is hard to demand from start-ups to have a green impact, which could be why they need a green fund in later-stage companies with a bigger ticket size.

The sustainability part that includes the equality aspect from what T. I. Team (2022) describe in the ESG strategy was one thing that many PVCs mentioned during the interviews. The GVCs instead noted that they focused on sustainability, where equality was included but not mentioned directly. The PVCs said that having more diversity within the team improves the case, which leads to better financial returns.

5.5 Familiarity Bias

On average, the GVC and PVC showed similar beliefs concerning familiarity Bias. While some of the Advisors and PVC were more convinced it was impossible to maintain complete rationale in the initial sieving, all respondents were confident of its elimination further into the process. One PVC explained the cause of perceived familiarity Bias due to causality. However, it is too simplified to illustrate the homogeneity in any sector by causality. It is, therefore, fair to suggest a similar influence.

It is also clear the firms digest a lot of information in each inquiry. This might lead to the unconscious use of pattern recognition and intuition, the interpreted use of expertise in GVC. This can be compared to the theory of bounded rationality (Tversky & Kahneman, 1974). PVCs are, instead, naturally highly knowledgeable in their sector and can effectively identify challenges and possibilities. The importance of the team is always emphasised, and often the first impression is based on this bias and potentially the interpreted willingness to cooperate. Ultimately, GVC and PVC indicate situations in which they were influenced and indirectly nudged their investment criteria.

5.6 Stakeholder Synergy

One of the most significant limits of synergy thinking is due to the predetermined life span of the VC funds. Hence it seems this factor is more suitable in later stages of financing (e.g. for private equity and investment companies). Instead, the network effects are prominent. Tantalo and Priem (2016) state one single strategical implementation can improve value for multiple stakeholders without reducing it for others. This can, e.g. be the involvement of VC with sector-specific competence one small PVC speaks of. But it can also be the co-investing strategy, where the potential lies in the partnership with others. Tantalo and Priem (2016) also suggest activities that increase value between stakeholders that are not explicitly related to improved cash flow. Since stakeholders are customers, employees, suppliers and financiers, there are more discreet ways of implementing synergies through everyday post-investment activities such as seminars. Smaller VC firms are more concerned about pre-investment and how they can contribute than more prominent VC firms. This can not be interpreted

as a distinct difference in the criteria between GVC and PVC but a difference in the size of companies and the individual priority.

5.7 Geography

Almiinvest (2021) and Saminvest (2021) show that GVCs in Sweden only invest in companies based within the national borders and that the funding is allocated to different regional areas to complement the private market. The GVC respondents confirmed that they solely make investments within Sweden; the geographical spread of those investments is based on politicians' decisions on which regions or markets lack funding from the private market or the areas the GVC believe need capital.

Colombo et al. (2019) describe that VCs generally invest locally to monitor the portfolio companies efficiently post-investment and thus secure a higher probability of success. This applies to both PVC and GVC respondents, who claim to have an active role in the executive suite. Most PVC respondents limit their investments to companies based in Nordic countries, which can be interpreted as local as the cultural differences are slim and the travel time is short. An advisory respondent did, however, explain that smaller PVC firms often limit themselves to Europe because of resource limitations, while more prominent firms broaden their scope globally. It can be interpreted that PVC defines itself to different geographies by choice based on local presence, expertise, and strategy. At the same time, GVC is only allowed to invest in companies in Sweden, as other geographical investments would not align with the overall goal of increased national social welfare.

A GVC respondent explained that most of the capital is located in Stockholm, so clusters of tech companies have emerged in and around Stockholm. Apart from the increased funding possibilities, decreased agency costs (Colombo et al., 2019) can result in GVCs and PVCs investing in clusters around their physical location.

5.8 Team

Abecassis (2017) said that the essential thing most VC firms consider when investing in a firm is the personality of an entrepreneur and the management team. This goes in line with what most of the interviewed firms said during the interviews. PVCs and GVCs put a lot of weight on deciding whether to invest or not in how an entrepreneur or team behaves. One GVC even performs a personality test to prove that the team is suited and ready to deliver as they claim to be. As Ray (n.d) argued that the background of the team plays a role also seems to be the case for some of the interviewed firms. Mainly the PVCs mentioned that it is vital that the entrepreneur has been successful in the past so that they have the ambition to strive forward and succeed once again. Abecassis (2017) said that the team's tenacity is the single thing that is the most important for VC firms. Only one interviewed PVC

clearly said this is the case for them. Still, by examining all the answers, the tenacity in all the PVCs and GVCs, tenacity is an underlying factor and something of importance.

Further on, they were uniform in the opinion the size of the team matters. The PVC thought the desirable size was five to ten people, and a GVC instead had the lowest limit of two people. But it is important not to extrapolate this into a general truth.

5.9 Essential Takeaways

The purpose of investing seems to differentiate between GVCs and PVCs. GVCs' primary goal is to enhance national social welfare and bridge equity gaps in underfunded markets. PVCs aim to deliver high returns to themselves and their co-investors. GVCs seem more interested in acquiring a board role within start-ups than PVCs. Some PVCs prefer to wait and see how the investment is going before allocating even more resources.

In contrast, others wanted to be involved in the sense of being able to monitor and coach, but not to as high of a degree as the GVC. It seems like GVC take more risk than conventional VC firms since their role in the market is to finance under-founded areas to attract private capital. But neither the investment process nor the way of handling uncertainty differs significantly, and since they co-invest, there is not likely a difference in risk-taking. To have sustainable criteria when investing was the case for the GVCs. For the PVCs, on the other hand, sustainability was a known thing to be aware of when investing, which can be used to gain a high return since they understand how important it is for society and that such projects work well on the market. It is not likely they have a different approach against familiarity bias since both GVC and PVC mention situations in which they are influenced. Due to the early stage in which the VC is investing, it seems like synergy effects are too complex to consider and is equally scarce in GVC and PVC. GVCs are limited to investing in Swedish-based companies.

On the other hand, the geographical limitations of PVCs are based on their strategic orientation. GVCs and PVCs put a lot of weight upon the team at the start-ups when deciding if they should invest. If they can not influence the unit or share the same vision, GVCs and PVCs will likely not invest in that firm.

6 Conclusion

The thesis endeavoured to show if and how the selection criteria, pre-investment, differs between GVCs and PVCs in Sweden and how their criteria were affected differently by factors like asymmetric information and familiarity bias. The governmental and the private VC have different goals, but since the GVC is supposed to be complementary to and encourage the PVC, they more or less need to implement the same strategy. Criteria such as market, customers, products, and team are shared between the GVC and PVC. Most criteria of investment turned out to be evaluated from the perspective of risk and thus the total risk of an investment and how this can be reduced. Risk threshold and involvement seem to differ due to differences in phase rather than the inherent differences between PVC and GVC. It is, however, interpreted GVC are willing to take a greater risk in the sense of positive ESG externalities. This may induce the impression that PVC requires higher yields of their investments, but another contributing factor is the difference between the GVC and PVC capital raising structures. It also seems like PVC is more interested in follow-on investments than GVC.

Further on, synergy effects are implemented in both, but the phase in which they are active can be too early to make full use of and should not be seen as a distinction between private and public VC. The exact inference is given to biases which could interfere with the criteria of investments, like familiarity bias, asymmetric information and adverse selection. This was demonstrated in the applied approach and way of handling uncertainty. Geography as a criterion can be considered the most explicit difference due to the requirements of specialisation versus generalising. To answer the hypotheses, three out of four can be rejected. As argued before, evidence of different investment criteria in GVC and PVC has been detected. GVCs are not less concerned about synergy strategies or are less prone to falling for biases. However, they differ regarding the purpose of investments and, to some extent, the risk position and yield requirements.

6.1 Future Research

While this paper found few differences, it would be valuable for future studies to construct similar research in different countries and cultures to investigate whether similar criteria apply and to re-assess the theories addressed. In addition, future research could include a larger sample to get broader insight, making the analysis more inclusive and increasing its credibility.

Throughout the research, it became clear that GVCs must be complementary to the private market to avoid competition. It would be interesting to analyse whether this strategy is the most successful or if competition between GVC and PVC will result in higher national welfare. An analysis examining the results of VC markets in countries where GVC competes with the private market compared to

countries where GVC is complementary could contribute to an exciting perspective for policymakers.

References

- Abecassis, A. (2017, June 16). Top 5 personality traits investors look for in an entrepreneur. Retrieved January 2, 2023, from <https://www.entrepreneur.com/leadership/top-5-personality-traits-investors-look-for-in-an/294701>
- Afful-Dadzie, E., & Afful-Dadzie, A. (2016). A decision making model for selecting start-up businesses in a government venture capital scheme. *Management Decision, Vol.54*(3).
- Almiinvest. (2021). Års- och hållbarhets- redovisning 2021. Retrieved November 25, 2022, from <https://www.almi.se/globalassets/almi/om-almi/bolagsstyrning/arsstamma/2022/ars--och-hallbarhetsredovisning-2021.pdf>
- Alperovych, Y., Groh, A., & Quas, A. (2020). Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs. *The Journal of Technology Transfer, Vol.49*(10).
- Alperovych, Y., Hübner, G., & Lobet, F. (2015). How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? evidence from belgium. *Journal of Business Venturing, 30*(4), 508–525.
- Astorsdotter, D., & Chang, Y. (2021). Does governmental venture capital spur innovation? - a comparison with private venture capital in sweden. *Företagsekonomiska institutionen, 1*(1), 51.
- Bertoni, F., & Tykvová, T. (2015). Does governmental venture capital spur invention and innovation? evidence from young european biotech companies. *Research Policy, 44*(24), 925–935.
- Bhandari, P. (2023, May 7). Ethical considerations in research — types examples. Retrieved November 8, 2022, from <https://www.scribbr.com/methodology/research-ethics/>
- Brander, J., Du, Q., & Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: International evidence. *Review of Finance, 19*(2), 571–618.
- Bryman, A., & Bell, E. (2017). Företagsekonomiska forskningsmetoder. 3, 720.
- Caines, D. (2019). Global venture capital investment slows, but market remains strong. Retrieved November 9, 2022, from <https://tillvaxtverket.se/statistik/foretagande/basfakta-om-foretag.html>
- Cherniak, B. D., & Horton-Panzica, C. (2007). The importance of venture capital in promoting entrepreneurship. *Canada-United States law journal, Vol.33*(-), 191.
- Chesbrough, H. W. (2002). Making sense of corporate venture capital. *Harvard Business Review, 80*(3), 90–99.
- Colombo, M. G., Cumming, D., & Vismara, S. (2014). Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer, Vol.41*(1).

- Colombo, M. G., D'Adda, D., & Quas, A. (2019). The geography of venture capital and entrepreneurial ventures' demand for external equity. *Research Policy*, 48(5), 1150–1170. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0048733318303044>
- Drizin, D. (2020, February 9). Why geography matters in venture capital. Retrieved December 29, 2022, from <https://medium.com/touchdownvc/why-geography-matters-in-venture-capital-1471441b937d>
- Goraya, M. I., & Usman, S. M. (2011). *How do venture capital firms incorporate esg (environmental, social and governance) criteria into investment decision making* (Master's thesis). Umeå School of Business. Umeå.
- Hillier, D., Stephen, R., Randolph, W., Jeffrey, J., & Jordan, B. (2020). *Corporate finance*. McGraw Hill.
- Hirschey, M., Bentzen, E., & Scheiby, C. (2019). *Managerial economics*. CENGAGE.
- J.Cumming, D., Grilli, L., & Murtinu, S. (2017). Governmental and independent venture capital investments in europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance*, 42(-), 439–459.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*, Vol.59(5), 2177–2210.
- Kim, D., & Lee, S. Y. (2022). When venture capitalists are attracted by the experienced. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 11(-), -.
- Lantz, A. (2013). Intervjumetodik. 3, 173.
- Leleux, B., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: Seeding or crowding out? a pan-european analysis. *Journal of Business Venturing*, 18(1), 81–104.
- Lin, L. (2022). Venture capital in the rise of sustainable investment. *European Business Organization Law Review*, Vol.23(-).
- Lopez-Vega, H., Tell, F., & Vanhaverbeke, W. (2016). Where and how to search? search paths in open innovation. *Research Policy*, 45(1), 125–136.
- Luukkonen, T., Deschryvere, M., & Bertoni, F. (2013). The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, 33(4-5), 154–162.
- Macmillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119–128.
- Owen, R., North, D., & an Bhaird, C. M. (2019). The role of government venture capital funds: Recent lessons from the uk experience. *Econometric Modeling: Corporate Finance Governance eJournal*, (-), -.

- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., de Colle, S., & Purnell, L. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Cambridge University Press. The Academy of Management Annals*, 3(1), 403–445.
- Persson, J. (2019). Basfakta om företag. Retrieved November 9, 2022, from <https://tillvaxtverket.se/statistik/foretagande/basfakta-om-foretag.html>
- Porter, M. E. (1998, November). Clusters and the new economics of competition. Retrieved January 31, 2023, from <https://hbr.org/1998/11/clusters-and-the-new-economics-of-competition>
- Ray, L. (n.d.). Top risk factors in venture capital investments. Retrieved January 2, 2023, from <https://smallbusiness.chron.com/top-risk-factors-venture-capital-investments-75055.html>
- Regeringkansliet. (2018). Handlingsplan agenda 2030. Retrieved November 25, 2022, from <https://www.regeringen.se/49e20a/contentassets/60a67ba0ec8a4f27b04cc4098fa6f9fa/handlingsplan-agenda-2030.pdf>
- Riquelme, H., & Rickards, T. (1992). Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505–518.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521.
- Saminvest. (2021). Årsredovisning 2021. Retrieved December 29, 2022, from <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>
- Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic management journal*, Vol.37(2), 314–329.
- Team, E. (2022, September 2). Risk management for venture capital firms. Retrieved November 27, 2022, from <https://www.embroker.com/blog/venture-capital-risk-management/>
- Team, T. I. (2022, September 27). What is environmental, social, and governance (esg) investing? Retrieved November 28, 2022, from <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>
- Titulescu, N. (2013). The importance of venture capital. *Challenges of the Knowledge Society*, Vol.3(-), 146–152.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, Vol.185(4157), 1124–1131.
- Vinnova. (2021). Vinnovas årsredovisning 2021. Retrieved November 25, 2022, from <https://www.vinnova.se/contentassets/48adacbdebae4789bd684a2bb6ca063e/vinnovas-arsredovisning-2021.pdf?cb=20220315105341>

Appendix A Interview Guide

6.2 Interview Guide

This is the original interview guide in Swedish.

Introduktion

- Går det bra att vi spelar in?
- Försök att svara begränsat på frågorna, om vi har tid i slutet kommer du få möjlighet att utveckla dina tankar.
- Som du vet kommer vara anonym. Innan vi fortsätter med frågorna, berätta gärna lite kort vad du gör i din arbetsroll.

Risk

- Hur ser ni på diversifiering kontra specialisering av portföljen?
- Hur mäter ni risk innan ni genomför en investering
- Hur ser samarbetet ut mellan grundarna och er?
- Vad kräver ni för roll i samarbetet?
- Hur försöker ni hantera asymmetrisk information?
- Täcks detta med kontraktskrivning?

Investeringskriterier

- Hur skulle du kunna leda oss genom er beslutsprocess? (Från det att ni hittar företaget till IPO/exit)
- Hur ser exit-horisonten ut och påverkas investeringsbeslutet?
- Hur lång tid lägger ni på en första screening?
- Red flags, vad får er att direkt avstå?
- Vilka är de främsta kriterierna som påverkar era beslut (Teamet bakom, produkten, finansiella nyckeltal?)
- I vilken utsträckning blir besluten subjektiva? Med det menar vi "familiarity bias"
- Använder ni er av en impact kvot (andel som ska vara gröna)?

- Använder ni jämställdhet som mått i företagen ni investerar i?
- Anser ni den påverkar beslut och prestanda?
- Är önskvärt att förändra rollen i framtida rundor, eller vill ni använda samma strategi genom alla rundor?
- Vad är er primära avsikt med investeringarna?
- Om/Hur specificeras den vid beslut att investera i en startup?
- Tänker ni på synergieffekter mellan portföljföretagen?
- Ledningssynergi (Ett team som vars förmåga är särskilt bra kan användas i flera företag - mellan portföljföretagen).
- På vilka punkter tror du att ni skiljer er från ett statligt/privat vc-bolag?

Värdering

- Fokuserar ni på dagens värde eller det framtida värdet - eller inget av dem?
- Hur påverkas ni av andras värderingar - exempelvis om inte lead investor
- Tillvägagångssätt vid värdering - Om ni gör egen värdering
- Vilka finansiella mått använder ni i beslutet?
- Hur hanterar ni osäkerhet i marknaden? Brist på investeringar?
- Slutgiltigen någonting ni tycker vi har missat att fråga som ni vill utveckla?

6.3 Interview Guide

This is the translated interview guide in English.

Introduction

- Is it okay for us to record?
- Try to limit your answers to the questions, if we have time at the end you will have the opportunity to develop your thoughts.
- As you know, you will be anonymous. Before we continue with the questions, please tell us a little bit about what you do in your job role.

Risk

- How do you view diversification versus specialization of the portfolio?
- How do you measure risk before making an investment
- What does the collaboration between the founders and you look like?
- What kind of role do you require in the collaboration?
- How do you try to handle asymmetric information?
- Is this covered by contract writing?

Investment Criteria

- How could you lead us through your decision-making process? (From the time you find the company to the IPO/exit)
- What does the exit horizon look like and is the investment decision affected?
- How long do you spend on a first screening?
- Red flags, what makes you immediately give up?
- What are the main criteria that influence your decisions (The team behind, the product, financial key figures?)
- To what extent do the decisions become subjective? By that we mean "familiarity bias"
- Do you use an impact quota (proportion that should be green)?
- Do you use gender equality as a measure in the companies you invest in?
- Do you think it affects decisions and performance?

- Is it desirable to change the role in future rounds, or do you want to use the same strategy throughout all rounds?
- What is your primary intention with the investments?
- If/How is it specified when deciding to invest in a startup?
- Are you thinking about synergy effects between the portfolio companies?
- Management synergy (A team whose skills are particularly good can be used in several companies - between the portfolio companies)
- On which points do you think you differ from a state owned/private vc company?

Valuation

- Do you focus on today's value or the future value - or neither?
- How are you affected by other firms valuation for example, if you are not a lead investor
- Approach to valuation - If you do your own valuation?
- Which financial measures do you use in the decision?
- How do you handle uncertainty in the market? Lack of investment?
- Finally, something you think we missed to ask that you want to develop?

6.4 Interview Guide

This is the original interview guide for advisors in Swedish

Introduktion

- Går det bra att vi spelar in?
- Försök att svara begränsat på frågorna, om vi har tid i slutet kommer du få möjlighet att utveckla dina tankar.
- Som du vet kommer du vara anonym. Innan vi fortsätter med frågorna, berätta gärna lite kort vad du gör i din arbetsroll.

Risk

- Tror du att statliga och privata företag har en skillnad när de kollar på riskfulla investeringar?
- Tror du att de tänker olika kring asymmetrisk information?
- Täcks detta med kontraktskrivning?
- Påverkar geografisk position deras beslut?

Investeringskriterier

- Tror du att privata och statliga skiljer sig när det kommer till hur de går tillväga när de hittar företag och genomför investeringen? Olika exit horisont? Red flags?
- Tror du att de skiljer sig när det kommer till sina kriterier de tittar på och prioriterar? Kommer de skilja sig från varandra om man jämför "familiarity bias"?
- Tror du någon har mer eller mindre vikt vid impact kvot (andel som ska vara gröna)?
- Samma med jämställdhet i företagen?
- Hur kompletteras rollerna bland investerare? Lead investor och andra investerare?
- Skiljer de sig kring primära avsikt eller prioritet investeringarna?
- Tror du att de skiljer sig när det kommer till hur de ser på synergieffekter?
- Har privata och statliga riskkapitalbolag olika tänk kring någonting du spontant tror?

Värdering av bolaget

- Har de olika mål med bolagsvärden? Tror du någon är mer eller mindre framgångsrik?

- Slutgiltigen någonting ni tycker vi har missat att fråga som ni vill utveckla?

6.5 Interview Guide

This is the translate interview guide for advisors in English

Introduction

- Is it okay for us to record?
- Try to answer limited to the questions, if we have time at the end you will have the opportunity to develop your thoughts.
- As you know will be anonymous. Before we continue with the questions, please tell us briefly what you do in your work role.

Risk

- Do you think that government and private companies have a difference when looking at risky investments?
- Do you think they think differently about asymmetric information?
- Is this covered by contract writing?
- Does geographic location affect their decisions?

Investment Criteria

- Do you think that private and government differ when it comes to how they go about finding companies and making the investment? Different exit horizon? Red flags?
- Do you think they differ when it comes to their criteria they look at and prioritize? Will they differ from each other if you compare "familiarity bias"?
- Do you think anyone has more or less weight on impact quotient (proportion that should be green)?
- The same with equality in companies?
- How are the roles complemented among investors? Lead investor and other investors?
- Do they differ on the primary intention or priority of the investments?
- Do you think they differ when it comes to how they view synergy?
- Do private and state venture capital companies have different opinions about something you spontaneously believe?

Valuation of the company

- Do they have different goals with company values? Do you think someone is more or less successful?
- Finally, something you think we missed to ask that you want to develop?

Appendix B Interviews

6.6 Interview

GVC

I: Hur ni kollar på diversifiering kontra specialisering?

R: Ja men vi är ju allätare kan väl säga, väldigt breda techinvesterar och inte bara tech utan vi går lite utanför den men vi har ju vissa kriterier och det är ju liksom att vi ska kunna se på oavsett vad det är för bolag att det kan göra är en avkastning med på mellan 5-10 gånger pengarna på investerat kapital inom en horisont på ja men säger 5 till 10 år. Det är liksom det som är potentialen och det skalar ju bort liksom en stor del typer av verksamheter som inte kan leverera på den typen av utveckling då. Och sen så gillar vi ju bolag som har en egen teknisk höjd ett gärna ett IP som skyddar. Vi har branscher som vi... Som vi är särskilt aktiva inom och det är ju mjukvara, SAS och vissa typer av inom life science men vi väldigt försiktiga med läkemedel. Så vi utgår ifrån den avkastningspotentialen och sen så ser vi till nyttan och sen så är vi väldigt breda så man kan väl säga att vi exkluderar områden än att vi har en mer tydlig inriktning så blandningen kommer att köpet kan man säga. Vi tittar på 300 bolag per år bara i väst, eller ungefär att 250 kanske och sen investerar vi i någon procent av det vi tittar på. Och det kommer ju allt möjligt i vår väg både genom aktivt uppsökande och genom att vi tar emot folk som är vill ha möten med oss. Det går det passerar väldigt mycket bolag genom vår pipeline.

I: Jo det är förståeligt vi kommer ha lite frågor och du kommer säkert behöva upprepa det du har sagt nu på någon fråga men vi går vidare till hur ni mäter risken när ni går in i de här företagen?

R: Ja hur vi mäter risken och det är en väldigt bred fråga. Risken är ju högre det tidigare man är och vi vill ju riskminimera i en högriskbransch så att säga. Och det är det gör man ju framförallt genom att man har en ett antal kriterier som man vill titta på för att ja, helt enkelt utvärdera hur mycket risk man kan ta bort och vi undviker exempelvis bolag som är enmans helst även tvåmans bolag gärna lite fler folk i bolaget. Vi tittar på vad de har för styrelse, vi tittar på vad de har för skydd, sina liksom vad ska man säga sina IP strategier och sin IP portfölj. Vi gör ofta en väldigt gedigen due diligence och i den så upptäcker vi ofta en massa konstigheter eller så upptäcker vi ingenting alls det beror lite på hur gammalt bolaget är. Sen så gör vi personlighetstest tester, alltså vi testar teamet utifrån en viss modell som vi har arbetat med länge och ja genom en extern mjukvara kan man säga, konsultbyrå som vi har här där. Så jobbar vi med juridisk rådgivning vi har alltid en byrå med i våra avtal som vi använder innan vi signerar de slutliga dokumenten. Så har vi advokater och som helt enkelt professionellt genomlyser det vi det vi signar på så att säga.

I: I våra studier så har vi ju kommit fram lite till att ni kommer in lite tidigare i marknaden än privata PVC företaget stämmer det?

R: Ja precis det är ofta, säg ja det vi gör

I: Tycker du ni tar en större risk?

R: Absolut

I: OK, hur ser du på samarbetet? Är det viktigt mellan samarbetet mellan er och grundarna i företaget?

R: Nej men det är ju helt nödvändigt vi kan inte göra en investering med några vi inte kan jobba med. Så att därför så gör vi en djupgående utvärdering av de personerna, tar bakgrundskontroller och referenser och göra personlighetstester och ser hur de förhåller sig till varandra som team och till andra människor och så vidare. Vi kommer ju ofta väldigt nära grundarna i och med att vi går in väldigt tidigt och även om vi jobbar för en statlig fond så är vi ju ofta liksom ja de flesta har jobbat i eller alla har jobbat i flera olika typer av bolag och positioner och många har varit entreprenörer själva och nu vill man liksom ge tillbaka lite i den här rollen och det är väl en fantastisk plattform att jobba utifrån. Har man liksom 20 års erfarenhet under bältet eller något annat så är det ju liksom väldigt hög igenkänningsfaktor med grundarna och man kommer nära dem helt enkelt.

I: Det finns ett begrepp som heter asymmetrisk information att ni och grundarna kanske inte besitter exakt samma information, tycker du att ni täcker upp allting med kontraktsskrivning och due diligence tillvägagångssättet?

R: Utveckla det begreppet lite.

I: Alltså asymmetrisk information betyder att någon eller några har en information som inte man själv besitter och det kan man utnyttja genom att man säljer på någon en bil som är trasig, man vet om att det finns fel på den.

R: Ja nej men vi har ju 2 delar i det, dels genom due diligence alltså där vi begär in allting och sen så får vi grundarna att skriva under på en garantikatalog och den är ganska omfattande. När man tar in pengar så kräver man att ett antal garantier; att de har lämnat allting de vet att de har inte sagt någonting att de inte har gått i konkurs något annat bolag. Har de det så måste de säga det. Den här listan är ganska omfattande men den är så att den missuppfattas ibland för att om man svarar nej på någon av de här frågorna så är man inte med i spelet längre utan det handlar mer om att vi vill veta så att vi tar ju höjd för det här med juridiska åtgärder.

I: Ja men intressant. Vi går vidare på lite mer konkreta investeringskriterier och det är ju lite det vi kommer studera skillnader mellan privata och statliga den här processen den ni går genom från att ni hittar eller att de kontaktar er till att ni gör en IPO efter 5–10 år. Så hur ser den ut?

R: Nej IPO är ju absolut inte någonting som vi förespråkar nödvändigtvis utan vi förespråkar ju en försäljning av en del utav bolagen i de mån det är möjligt då. Men vilken del av processen menar du, för det är väldigt omfattande fråga?

I: Ja det är en jättestor fråga. Egentligen undrar vi hur vilka är de vitala delarna i en beslutsprocess från det att antingen att företaget kontaktar er eller att ni kontaktar dem, antagligen det förstnämnda, och hur ni går vidare med... hur sällningsprocessen ser ut?

R: OK men när man börjar ta ett ännu större grepp så är ju den investeringsprocessen som helhet består av 4 delar. Det är det liksom research and defined. Sen är det utvärdering. Sen är det investeringsprocessen och sen är det förvaltningen och sen är det exit. Men nu fokuserar bara på den första delen då och den går ju till så här att vi träffar ju en väldigt massa bolag och sen så ganska snabbt avgör man då om det här är någonting vi vill prata vidare om och gör man inte det så måste man tacka mig ganska snabbt och motiverar hyfsat väl, ibland är det svårt därför att ibland kan det vara liksom teamet som är liksom inte håller och det blir alltid liksom jobbigt och förmedla sådana så det brukar vi inte göra. Och inte heller att kanske gå inte in i detaljer kring varför inte varför det inte kommer flyga eller liksom så här utan det är ganska konkreta tydliga övergripande delar liksom att det marknadsförs... Det är för många spelare på marknaden vi är inte rätt investerare för den här fasen och så vidare liksom. Går man vidare så tas det ju diskussionen i teamet och sen så tar man ett beslut då på att göra en one pager på bolaget då tar man in ganska mycket informationen här är egentligen 3 sidor kan man säga där tittar på produkt, marknad, finans och så är det team då liksom. Det är 4 liksom huvudsakliga snabb nedslag man gör liksom. Sedan en väldig massa checkboxar då som man ser poängsättning då kan man säga liksom. Då på en mängd olika parametrar kanske 40 50 stycken, jag tror att vi har finjusterat det här utifrån att ha en poängskala nu från början hade vi med checkbox liksom. Och sen så säger man då liksom om en ganska stor bredd erfarenhet i teamet där man har erfarenhet av det och det och så ställer man kompletterande frågor, kommer man tillbaka med de frågorna och kräver svar på de frågorna med hjälp av bolaget om man tycker det är tillräckligt intressant. Hela tiden kan det bli nej längs med vägen så att säga av olika anledningar då och sen går man vidare och då tar man upp det här till ett team beslut och när man får ja på ett team beslut att köra vidare då åker man vidare mot ett kommitté beslut och då har vi en extern kommitté som består av personer i finansbranschen och entreprenörer som har gjort resan några gånger med som är liksom utvalda och avlönade då för att sitta i våra kommitté. Och sen så får man ett mandat och det är mandatet använder man för att göra en utbetalning men innan man får göra utbetalningen så är det förhandling av aktieägaravtalet, man kanske har diskuterat det här tidigare med turnsheets ibland gör vi turnsheets ibland inte det beror helt på situationen det finns olika teknikaliteter när turnsheets är bra och inte så det är också lite personbundet. Regeln är att göra ett turnsheet och sen är det

förhandling kring avtalen helt enkelt, aktieantal och investeringsavtal och sen så är det diskussioner med andra grunder andra ägare och sen är det due diligence då så det är många parallella processer som tar vid efter att man har fått jag ett ja från kommittén då.

I: OK tror du att ni har en egentligen en svårare process än ett privat venture Capital bolag att ta sig genom eller är ni mer frikostiga lite som Vinnova som verkar hellre ge än hålla kvar kapital?

R: Vi är väldigt långt ifrån Vinnova vi... Vi ger inte bort några pengar eller vi tar bara affärsmässiga beslut, enbart. Vi är ju svårare mycket svårare att komma igenom än änglarna som tar sina egna beslut av de privata VC bolagen kan jag inte riktigt svara för alltså de är ju de är ju de är ju som vi men de är en senare fas så de gör samma process. Den här processen är vedertagen och den är den är ju liksom det är ju lika mycket jobb för en liten investering som för en stor investering så att det är ingen skillnad jag skulle säga att den är ungefär likvärdig men de tittar längre nedströms liksom och har färre, ja rimligtvis färre case, som de tittar på egentligen det är kanske inte de tycker men det är min bedömning.

I: Det låter logiskt, finns det några red flags som kan dyka upp som ni direkt säger: "då avstår vi"?

R: Absolut massor av red flags det är ju t.ex. icke coach-bara entreprenörer det går ju inte att det går inte alltså om man inte om man inte inser att man faktiskt blir en del av 7-eleven istället för sin egen kiosk så kommer det här inte funka det är inte längre ditt bolag det är flera personers bolag. Vi har ju såna här... Customer körningar av en speciell compliance utdelning som får alla uppgifter om medinvesterare så vi hittar ju, vi hittar ju brottsliga förfaranden ibland som har liksom domar och grejer och konstigheter som vi inte vill vara en del av och då är det liksom då är det en jättehandbroms. Och sen är det olika typer av konstigheter som dyker upp i due diligence som konstiga avtal det finns ju massor med det finns lika många red flags som det finns liksom ja allting liksom så det går liksom egentligen inte att generalisera kring det men vissa är ju enklare att hitta och andra är ju mer förekommande och så här så att ja det kan ju vara också att folk ja men man får inte förtroende för dem helt enkelt liksom. Och det är det blir ju det är ju väldigt mycket det här är ju investera pengar tillsammans med människor är en komplex verksamhet för att det är mycket drivkrafter och tycker och känslor och alla har lite alltid huvudet kallt.

I: Nej ja men precis. Vi ska gå vidare till någonting som vi kallar familiarity bias, känner du till det begreppet?

R: Säg det en gång till

I: Familiarity bias är att man kanske anställer eller ger ut lån till personer, entreprenörer som är lika en själv. Är det något ni jobbar med aktivt?

R: Det där blir ju en väldigt intressant parameter i vårt fall det för att vi är ju allätare och vi tittar på, så att säga, allting som kommer in. Men sen är det ju så här för att kunna göra någon vettig utvärdering av det så måste man kunna något också och då blir det ofta så att, jag kan väl väldigt mycket om jag har gjort många AI techbolag och det är liksom någonting som jag gärna investerar i. Och vi har nu avslutat men för några år sedan så pratade vi med min kollega som var läkare och givetvis var hon anställd för att titta på life science. Så att utifrån det begreppet så är det någonting som vi måste jobba med på det sättet att vi kan inte vi kan inte bara liksom bryta mot det liksom den dåliga delen av det där begreppet. För att, då blir det liksom meningslöst att använda våran kunskap så att vi jobbar med den som team där vi har liksom försöker ha en så bred kunskapsbas som bara går inom liksom alla områden. Och vi investerar ofta i nya bolag som vi inte kan ett skita om från början men som vi bara helt enkelt får lära oss om. Så vi jag skulle säga att vi bemöter den bättre än många andra skulle jag säga som bara jobbar med en viss sektor, vi tvingas behöver man jobba med den på ett sätt som är utanför ja djupa änden av poolen hela tiden.

I: Kan kan säga att ni nyttjar den biasen helt enkelt?

R: Ja men vi nyttjar den och sen så blir men det betyder ju alltså jag tittar ju på hela tiden på nya typer av områden som jag investerar i. Jag har investerat i massa konstiga saker som jag inte liksom jag trodde på grundarna och jag förstod marknaden att marknaden var stor och jag och vi gjorde en teknisk due diligence eller ja så såg att de hade grejer som de som något de sa att de hade. Sen så är det väldigt mycket upp till och oförutsedda liksom händelser och marknads snabbhet och utveckling och sen hur bra grundarna egentligen är på att hantera det.

I: Ja, använder ni er av en impact kvot på något sätt med gröna investeringar?

R: Men vi har ju en vi har en speciell fond som bara gör gröna investeringar med c02 reducering som bas. Sen så har vi rent generellt sett har vi väldigt hög och var väldigt tidig ute med hållbarhet begreppet. Så att vi när jag började här 2014/2015 redan då hade vi och även innan långt innan dess så hade vi våra avtal. Vi hade rätt att i avtalen så hänvisar vi till en hållbarhetspolicy och den var liksom helt oskriven vi det läget för vi visste att vi behöver ha en och den behöver vi utveckla. Men då visste ju ingen riktigt vad det handlar om och då sen så har det blivit tuffare och tuffare krav på att man skall så att säga förhålla sig till mer konkret till den här policyn och den har blivit en hel... Inte en kurs men en liten övning så att säga man har i bolagen och den är mycket större än impact så att säga, den är, mer än impact ligger i det begreppet. Så vi är inte en impact fond det är den gröna fonden vi är mycket bredare men vi gör ju delar av det jobbet redan och har gjort det tidigare också. Så att vi jobbar med frågan vi har hela tiden större krav på oss som statliga aktörer att gå hållbarhets hållet och driva de frågorna på hög nivå.

I: Precis... Vad är era primära avsikter med investeringarna?

R: Alltså vi jobbar ju för att jag ska man säga så här nu är det mina ord då men så som jag ser uppdraget och investeringarna så handlar det ju om att hjälpa till att bygga en ny ryggrad av starka bolag som går genom hela Sverige. Det har inte kommit så många fler Ikea och HM och sådana stora bolagen utan nu är det mindre bolag som där landet på sin rygg så att säga och kommer att göra så framöver och vi vet vad vi är duktiga på i Sverige vi har ett antal olika teknikområden som vi är speciellt duktiga på och man har visat sig att vi är väldigt duktiga på att göra bolag som kan förändra med system så Spotify system, Ikea - ett system, tetrapaks system såna bolag. Ericsson bygger stora system och så vi har vi har den typen av helhetstänk SKF och så bara för att de bolagen är gamla betyder att det inte att det inte sitter i generna så att säga fortfarande. Och det ser man på de nya bolagen som kommer också då med med Klarna och andra de har en höjd och och en spännvidd som kan som kan bli globala bolag och det är det jag ser det är det som är vårt uppdrag är att ge chansen till den typen av startups som faktiskt kan göra en stor förändring till det bättre och som kan ha många anställda framöver, sysselsättning. Men sen jobbar vi på affärsmässiga grunder vi är så långt ifrån en men Vinnova liksom aktör som det går att komma utifrån man är ändå statliga. Men vi är en kompletterande investerare ska vi vara så vi ska ju ska ta högre risk men vi har också kompletterande i den bemärkelsen att vi kompletterar privata investerare som kanske inte kan eller gör detta till vardags men som har pengar och är intresserade av att bidra och göra en bra affär. Vi kan bara ta hälften av en runda eller hälften av investering vilket gör att den som ska ta resten det är privata investerare och nu har vi jobbat upp ett ganska bra rykte vi har gjort bra affärer, vi har hjälpt bolag många bolag till bra grejer och om inte vi hade gjort det och vi hade bara sagt att vi skiter i hur det går med de här pengarna då hade ju ingen velat ta den andra halvan. Så att det är ju helt avgörande att man vill göra bra affärer och dessutom så har ju vi tanken att de här pengarna som vi tjänar ska ju växa och sen ska vi stoppa in dem i nya bolag framöver. Så vi jobbar ju som vilken privat aktör som helst och vi är ju vi förvånansvärt mycket mer kommersiella i vissa termer än många privata för de vet inte hur man gör och de sitter med i baksätet när vi är med hoppas på det bästa ibland känns det som.

I: Tror du att det är bra eller dåligt att de kan glida på era meriter och värderingar av bolagen i och med att ni ofta är lead investor?

R: Vi gillar ju inte att ta rollen som värderingsansvarig för bolag det är inte vår roll. Utan vi är en del av det processen och vad marknaden tycker och vi kan mycket mer än många andra därför vi har så många års erfarenhet så det har ju... Vi har ju ett... Vi har ju en... Vi har ju en kunskap in-house, en databas och vi kan bara se liksom sen så varierar det allting men vi kan alltid tacka nej till investering och vi tycker att den är för hög. Men vi gillar inte att gå in och trycka den utan de är ofta en privat investerare som ska göra det är för att de representerar marknaden så sätt liksom. Men vi kan alltid

tacka nej till en investering om vi tycker det är för dyrt.

I: OK nu är ju har vi hållit på en halvtimme går det bra?

R: Kör på, jag har en kvart tjugo minuter till.

I: Tack. Underbart. Om du skulle utveckla på vilka punkter du tror att ni skiljer er från ett privat VC bolag och vad tror du de viktigaste är?

R: Men ofta så det är ju få aktörer det är ju få privata VC bolag som nu har det kommit flera ska man säga men de flesta är ju i senare skeden så vi tycker ju det är superbra att det kommer in fler som vågar ta den risken. Sen är det ju så här att investerar man så här tidigt så tar det lång tid ofta på får du att flyga och det var ju det som gjorde hela skillnaden egentligen att när nu är historik är ju den att först så kommer jag aldrig idag det är vanligare med som lånar ut pengar och de eller det som — egentligen är känt för huvudsakligen då kan man säga att tona ut och de höll ju på i 20 år och sen upptäckte den finanskrisen kommer den första det är 2009 att det räcker inte längre för att det funkar inte med det egna kapitalet och bara låna ut och så då var man tvungen att... Det finns inget riskfritt kapital eller är risk risktagande kapital i den här faserna det har liksom försvunnit fullständigt det är inte som i USA att man man kan gå till familj och vänner eller att det finns massor med änglar det fanns inte på den tiden. Och då tog man ju den här risken och det kostade ju rätt mycket pengar att bygga upp en organisation som skulle kunna klara av att hantera investeringar i hela Sverige så att det var en stor overhead som man var tvungen att ta i 7 till 10 år innan det börjar ge resultat. Och det är klart det är svårt att motivera det som en privat aktör och ta den kostnaden för att kunna ta ett stort kliv och sen dessutom har risken att det kanske inte ens bär sig ändå så att nej jag tycker det var väldigt intressant. Och om man jämför man med större perspektiv så jag vet inte exakt hur det här funkar längre men jag vet att det var så tidigare och det var ju att de pengarna hälften av pengarna som företaget har i sina fonder de kommer ju från EU och det är ju samma typ av medel som går ut till andra medlemsländer men de stoppar inte in dem i några riskkapitalfonder utan de bara ger bort dem till de projekt och så där. Så när vi frågade om vi fick behålla pengarna som vi hade tjänat på de här pengarna för att kunna införa ny fond liksom då förstod de inte ens frågan. Så att det är ju rätt intressant hur duktiga vi är så att säga i Sverige på att liksom det är ju lite den har högre moral alltså man eller man ska kalla det, man ja men det är ju lite det skiljer sig stort över hela Europa liksom hur mognadsgraden är för hur man ska följa upp kapital liksom som kommer ifrån ursprungligen egentligen bidrag då.

I: Tror du att det är tack vare Sveriges samhällsliga sociala kapital som det är möjligt?

R: Jag vet inte men vi har ju en stabil struktur om man jämför med det är ju hög standard på mycket saker och korrruptionen är ju vad vi vet lägre än i många andra länder så att det är klart att det bidrar

allt annat vore ju konstigt och inte dra den slutsatsen.

I: Ja en fråga kring... Vad kallas det? Profitability...

R: Lönsamhet eller avkastning

I: Yes. Tror ni att ni har mer lönsamhet eller sämre lönsamhet än ett privat som har lite annorlunda strategi än ni?

R: Nej men de privata bolagen har ju en annan struktur de har ju LP så IP liksom och de sätter ju avkastningskraven och vi har inte samma avkastningskrav uttalat som flera av de här och de det varierar ju från fond till fond. Men i vårt fall så har ju vi ska ju se till så att vi får avkastning på pengarna givetvis annars är det ingen som vill investera med oss återigen. Men vi tar ju högre risk och vi gör det medvetet för att vi ska vara kompletterande men vi bör ju inte vara dåliga och dumma och lättlurade för det utan vi tar medvetet högre risk för det våra roll och vi ser också att det finns stora fördelar med att ta högre risk när man gör många investeringar därför att hela gamet går ut på att det är en nominalkurva liksom ett par i fronten ska ta hela smällen och smällen pratar jag om de som inte lyfter dem och de som är längst bak och sen så finns det ett antal riktigt fina investeringar som ska bevisa sig i mitten. Och det är hela gamet och det är ju det är ju så det handlar om att balansera investeringarna på rätt sätt så att du investerar mer i det som du tror på hårt på det som går bra och du öser fram pengar då fortsätter och du vågar med det ja då ökar risken där men det är ju det allting handlar om.

I: Just det, när ni kollar på ett företag kollar ni på dagens värdering eller det potentiella framtida värdet eller ingen av dem utan bara potentialen i företaget?

R: Om man om det skulle komma till oss så ser jag om vi skulle titta på vad dagens värdering är och så har du 3 grundare och så har de en mjukvara som de har en testkund som har betalat 1/5 av vad det kostar och enligt deras listpris som de förhoppningsvis kan ta. Och sen ska du gå ut och ta in pengar till det bolaget från ute i nu ska jag raljera lite i Nordsjöregionen och så säger de att det är bolaget är värt 20 miljoner och så säger de här herrarna och damerna nej men du får du omsätter så här mycket du får du får 200 000 för det bolaget det vad vi kan köpa hela bolaget för och sen så kan vi se om vi kan göra något av det. Och då då inser man ju OK vad får grundarna kvar då ingenting och sen kommer de i andra änden och åker till Silicon Valley med powerpoint och säga att det här bolaget som vi ska skapa är värt kommer bli värt liksom 2 miljarder dollar och nu får ni rabatt och gå in här på 50 miljoner kronor för det för det se det liksom sådd runda där har du ytterligheterna liksom. Vi gör så här vi blandar, vi kan inte vi måste behålla grundarnas ägande för det är enda anledningen till att de inte åker ner under 8-10 miljoner i värdering så det är där det börjar och sen får man hitta en rimlig värdering för vad de skall göra för dom här pengarna och det faktiskt är värt det de har gjort.

Men jag jobbar nästan alltid med om jag kan med trancher så att det betyder att om du om du säger att bolaget är värt 30 miljoner eller 25 miljoner och då frågar jag om vad varför då och så säger de massa saker och vad de ska vad de har för planer de ska leverera på. Ja då säger jag så här ja men gör det så här nu får hälften av pengarna nu och hälften av pengarna innan när de pengarna är slut så att säga och så att ja om ett år eller om vad det nu är 7-8 månader eller vad det nu ska klara sig på de här halva pengarna då och är det så att du har gjort dom grejerna som du säger du ska göra ja då får du då en värderingen som du ska ha det vill säga då är vi alla överens. Får du inte det då tänker jag bara betala hälften det här med regeringen för du har inte levererat och då är det en skitfair modell sen får man räkna ut hur det ska gå till och hur pengarna ska komma och när de behöver dem och att man börjar på en låg värdering och sen får man en mycket högre värdering så blir det ett medelpris liksom som stämmer med det de ska ha liksom. Det där är en jättebra modell så länge man inte låser pengarna så halvvägs så får de inte resten så att de inte levererat det är ju inte dålig modell. Men om man om man jobbar med värdering så blir allt bra ja ingen blir nöjd men det är i alla fall minst gnissel liksom.

I: Precis. Detta är ju lite tillbaka till asymmetrisk information och kontraktsskrivning.

R: Det här handlar ju egentligen om det handlar ju inte mycket det är inte nödvändigtvis alltså mer det handlar ju om erfarenhet kontra att man är väldigt störst och tror att man löser det och alla blir glada om någon löser det men ingen blir glad om man går in på fel värdering och de behöver mer pengar det är skitjobbigt nästa steg. Då vill alla ha tillbaks den blåsta delen som man blir blåst på så tror blir grundarna jätteutspädda sen är det dåligt.

I: Kollar ni någonting på synergier mellan portfölj bolaget?

R: Absolut det är inte jättebra på men vi, anledning att vi inte gör det mer än vad vi gör är att det är svårare än vad man tror att få synergier. Vi kopplar ihop folk vi hjälper dem så här men att få 2 startups att kommersiellt arbeta med varandra så att det verkar bra utifrån det är inte alltid en bra idé. Det är 2 svaga som ska liksom de är inte nödvändigtvis starkare av det, de kan bli det och då är det fantastiskt men vi absolut jobbar med det, är ju en del av vårt erbjudande liksom.

I: Och även när det kommer till ledarskaps synergier kanske?

R: Ja, vi har ju VD nätverk, lite grann interna grejer har vi haft och vi har, man plockar ihop bra priser på speciella utbildningar, sälj och marknad och sånt sätter ihop dem så att de nätverkar. Det där funkar ganska bra det kan alltid funka bättre det är ju i mån av tid men vi försöker göra massa sådana grejer i den mån av tid jag har.

I: Du har ju varit inne på det finns det någon lätt sätt att säga att hur ni gör eller gå till väga när ni

gör en värdering?

R: Nej det är det svaret, det nej på den. I slutändan är det en förhandling och kommer man inte överens så kommer man inte överens men det är väldigt sällan man inte kommer överens på grund av värderingen. Det är som sagt, vi tänker inte, vi vill äga så lite som möjligt till bolaget men igen som oftast inte under 10 % eller så här vi vill låta grundarna äga så mycket som det bara går och ändå göra en bra affär. Det är hela det finns ingen, det finns inget egenintresse att trycka en värdering om... Men vi kan, vi kan inte betala, vi har gjort kanske sjuhundra investeringar, vi har investerat i 700 bolag. Om vi konsekvent skulle ligga över vad det är värt för att det går upp och ner och ofta liksom blir det inte bolagen värda det som de som de vill ha liksom på alla fall på sikt eller på kort sikt. Och hade vi gjort en hade varit den ingången så hade vi inte funnits kvar då hade vi ju bara gjort dåliga affärer - för man kan inte betala överpris för någonting som inte är färdigt.

I: Nej, jag vet att ni delar upp er att kapitalet kan investera i olika regioner och Sverige.

R: Ja.

I: Det är ju ganska annorlunda från ett privat företag.

R: Ja så skiljer vi oss. Det har du bättre koll på än jag då men det stämmer det är den kan du gå tillbaka till den frågan hur vi skiljer oss, men det gör vi.

I: Tror att det är bra eller dåligt för ert mål?

R: Men det kommer ju tillbaka till att via kompletterande investerare vi ska ju finnas där inte alla andra finns alla finns. I Stockholm finns 80-90% av riskkapitalet och Göteborg har ju jättebra bolag men väldigt få väldigt lite kapital till tidiga skeden det blir bättre och bättre sakta men säkert men i paritet till hur bra bolagen är så om vi har haft en särställning som det är ju därför vi har lyckats väldigt bra här kan man väl säga. För vi har varit ganska ensamma, det är ju en det är en jätteviktig parameter och det är ju det är ju en det är en grundbult i Almi Invest roll.

I: Det är sista frågan nu är det någonting du tycker att vi borde kolla på mer som har missat att fråga om när det kommer till kriterier där de skiljer sig åt privat och statligt?

R: Nej alltså jag menar jag har ju jobbat på båda så jag tycker inte det skiljer sig alls om jag ska vara helt ärlig.

I: Intressant.

R: Det finns, det finns privat investerare som jobbar över hela Sverige men de kanske har kontoret på ett ställe vilket betyder att de vill absolut inte lika bra som någon som har närvaro men de försöker ju vara över hela Sverige, sen är det i praktiken inte vara som möjligt eller särskilt liksom ja perfekt

på något sätt men det jag tycker inte det skiljer sig nämnvärt. Det är liksom vem som helst skulle kunna jobba på båda ställena egentligen om jag, som jag ser det. Sen är det ju tycke och smak, vissa tror att det ja men det är mycket mer pengar att tjäna och det är det ju vi kan ju inte så den stora skillnaden är att de som jobbar hos oss får ju ingen. . . Jag har ingen uppsida utan vi gör ju det här så att vi tycker att det här är roligaste jobbet som finns och det är ju därför man är här liksom åt att man får det är ju en skitbra plattform att jobba ifrån och att man kanske man lär sig mycket här och får möjlighet att sitta i tiotals tjugotals trettio styrelser och verka inom ett området som man som man tycker är spännande liksom och ett meningsfullt arbete. Men det är inte alltid man tjänar pengar i den privata sektorn heller nu just nu så är det inte så jättestort om man säger så liksom för du måste ju allt bygger ju på att du gör de här bra affärerna och just nu så är det inte jättelätt att sälja ett bolag till jättehöga multiplar och du har en klocka som tickar så att du måste ändå leverera oavsett omvärld så nästa år kommer det bli ganska mycket investeringar som görs skulle jag se.

I: OK

R: Man måste sätta fart på sina pengar.

I: Jag vet att det finns privata aktörer som har försökt efterlikna er modell men att de har snubblat på kapital insamlingen ja ni har ju de här finansiella musklerna som inte de kanske har. Får det är att tvinga ut att ge ut investeringar eller känner ni er lugna med att ha en sådan stor kapital budget?

R: Ja men den är inte nej så stor är den inte så att liksom det blir ändå ganska jämnt skägg alltså det är klart att vi sitter ju inte och det skulle aldrig jag ska aldrig säga kanske jag vet inte jag ska uttala mig men det är liksom inte så att vi gör investeringar bara för att vi måste göra av med pengarna det går ju inte. Alltså då är vi tillbaka till det här med att man måste göra bra affärsbeslut liksom. Jag upplever det som att det blir liksom man planerar utifrån hur mycket man har i fonden och sen så gör man då om man och 7 till 12 eller nåt investeringar per år nya, och det är klart att det blir ju alltid en form av kamp mot klockan i slutänden men jag upplever det ändå som att man det brukar gå liksom ganska even steven.

6.7 Interview

Advisor

This transcription was deleted on the inquiry of the interviewee.

6.8 Interview

PVC

I: Hur ser ni på diversifiering kontra specialisering av det ni har?

R: Vi ser nog att vi specialiserar ganska mycket så vi har inte så mycket diversifiering. Mer i termer av att vissa bolag har potential att antingen gå 0 eller 100 gånger pengarna och vissa bolag kommer gå mellan 3 och 5 gånger pengarna lite mer "predictable". Det är en slags diversifiering men det vi är ute efter är "early state investment" och då handlar det alltid om att hitta "the odd ponnies", Dem som sticker ut och genererar 100 gånger pengarna, så det är det som är vårt främsta mål.

I: Man pratar ju om att det är "high risk high reward företag" men du menar att det inte är exakt på det sättet då som ni jobbar?

R: Jo, det är precis det jag menar. Antingen blir det 0 high risk eller 100 high reward.

I: Okej jag uppfattade dig lite annorlunda men jättebra. Vi går vidare, till investerings kriterierna mer specifikt och jag undrar om du skulle kunna leda oss igenom beslutsprocessen när det kommer ifrån att hitta företag som gör det här exit eller IPO?

R: Jag har inte gjort någon IPO så det kan vi släppa men hur vi hittar bolagen är att dem hittar oss eller så får vi tips via kända riskkapitalbolag eller så är det vanligaste att vi hör av oss till bolagen. Man läser något om något bolag och vi hör av oss till dem. Det är väl det som särskiljer oss från många andra riskkapitalbolag. De har mycket debe flow inbound vi jobbar i princip bara outbound. Sen investerar vi bara om en erkänd investerare går in. Någon som vi tror på. Som har visat att investera bra förut. Så vi har en väldigt väldigt unik affärsidé där vi inte tittar så mycket på att utvärdera bolag utan tittar på att skapa värde i bolagen istället. Det har visat sig vara mycket mer vetenskapligt korrekt liksom att helt enkelt hjälpa bolaget istället för att hitta de bästa. Det blir väldigt väldigt svårt att hitta de bästa.

I: Jag ska flika in med en fråga. Förstår att ni inte gjort en exit hittills men när ni kollar på dem bolagen ni investera i, är det någon speciell horisont som ni räknar på som krävs för att de ska kvalificeras för en investering. Låt säga inom 6 år vill vi att ni uppnått eller levererat en viss tillväxt eller gått mot en exit?

R: Nä. När man väl sitter i båten så är det för sent så att säga att säga sådana saker. Så har man investerat så har man investerat.

I: Men jag menar innan ni gör investeringen? Har ni vissa kriterier hur en exit horisont ska se ut eller är det mer

R: Nä. . . dem bolagen vi investerar i kommer gå samma rutt allihopa. Det är en A runda, en B runda, en C runda. Sen är det en D runda eller så är det uppköp eller IPO och det är alldeles för tidigt att prata om. Det är ingen som ska lägga fokus på det just nu. Nu handlar det bara om att skapa värde i dem bolagen som vi har.

I: Vi vill fråga lite om de främsta kriterierna ni kollar på och det kan handla om ni kollar på produkter. Ligitimen bakom. Du nämnde det var mycket med entreprenörer bakom med finansiella mått mot. Vad är det för mått ni fokusera på?

R: Nämen de ska ha 1 miljon i recurring revenue det vill säga ARR och vi tycker dem borde vara runt 5-10 personer i teamet och som sagt att någon annan namnkunnig investerare som vi tror på investerar också. Så kollar vi uteslutande på B2B SaaS bolag. Kanske du redan sagt men värt att flika in.

R: Nej det var på diversifiering och specialisering så sa jag bara att vi specialisera oss.

I: Just det. . . . och vilken utsträckning kunde ni säga att grundaren och dem som jobbar med projektet är viktiga eller vilken vikt lägger ni vid det?

R: Amen 40% grundare, 40% market liksom space dem är i och sen 20% slutprodukter teknik och ideer och sådär.

I: Okej, intressant. Har ni någon typ av impact kvot, med det menar vi gröna investeringar eller om det handlar om. . . .

R: Nej vi har ingen kvot men däremot säger vi att alla bolagen vi investerar i ska vara "net positive" impact liksom. Ska vara någonting bra för världen liksom. Annars så investerar vi inte.

I: Yes, nästan som en följdfråga. Någonting, om jämställdhet i företagen som ni fokusera på eller är det samma där?

R: Vi fokusera på det men har inga resultat att prata om. Det är en sak man tar med grundaren och påpekar i dem sammanhang man kan liksom men ingenting som vi. . . vad ska man säga. . . det är nog svårt tror jag att ta upp det när bolaget inte kommit så långt liksom men vi håller på att prata om det just nu om det kanske är precis det man borde göra, borde ta upp det direkt liksom. Ju längre man väntar desto svårare liksom. Ja, vi pratar också om någon typ av liksom, det är väl en typ av jämställd i vår portfölj att hitta lite mer kvinnliga grundare. Det är något vi pratar om. Ja absolut, fokus ja men action går ju sådär. Vi har väl 3 av 18. Det är ganska kasst liksom. Så därför.. jag är ganska kass när det gäller dem här typen av frågor liksom som i tidigare arbetsliv så känner jag att det är när man börjar betala för det, när det kostar någonting, med impact, jämställdhet och liknande då kan man börja prata om det och slita om det, innan dess så kan man hålla käften tycker jag

I: Ja just det.

R: Alla fonder ni pratar om är skitdåliga på det här kan jag berätta. Ni ska inte tro att vi är sämre än någon annan. Vi är antagligen bättre än dem andra men de andra.

I: Jag förstår det

R: Ni borde syna och gå in i på detaljerna och fråga om aktier och fråga om metrics på det. Då kan vi börja prata.

I: Eran primära avsikt med investeringen. Hur yttrar den sig?

R: Ja alltså lönsamheten i fonden får man genom att göra bra investeringar. Det ska ju tillbaka mycket pengar till varan investerare som deras pengar vi förvaltar är dem som är vår kund liksom. Så det är ganska kass verklighet. Sen har vi en approach som är väldigt annorlunda alla andra. Där vi pratar mycket om att skapa värde, bidra med nätverk och kunskap och så vidare men, inte det ni undersöker just nu.

I: En fråga på det då, ni... antar att ni går in med en viss del med era egna pengar då men ni har också sam investerare när ni går in i ett nytt bolag då...

R: Ja alltid, vi prissätter aldrig ett bolag, vi värderar aldrig ett bolag. Vi är för små för att göra. Det som skiljer oss mot många andra bolag. Många andra VC-bolag lägger mycket tid och pengar på att göra just en due diligence, värdera liksom. Vi lägger all vår tid och pengar på att skapa värden nästan så det är liksom den största grejen som särskiljer oss.

I: Ni tar in på ett annat bolag, kanske Almi Invest som gjort en värdering och så går ni på den då?

R: Ah det kan vi göra, på Almi invest skulle vi aldrig följa men absolut. Det är precis så.

I: Okej... och vilket utrymme om vi fortsätter på det spåret på vad får Almi när det kommer till värdering av ett företag, kommer det påverka eran värdering ni går på?

R: Ja absolut till 100%. Vi värderar ju inte bolagen så det är ju väldigt enkelt. Läger det på att outsourca från andra VC-bolag.

I: Finns det någon risk att dem övervärderar eller undervärderar kanske i långa loppet jämnar ut sig?

R: Jag vet inte. Alla bolagen är övervärderade men det spelar ingen roll om det är 100 gånger pengarna. Alltså värderingen är ganska ointressant startup. Du kan göra en powerpoint slide och säga att den är värd 100 miljoner, då kommer den nog inte få så många investerare. Gör en powerpoint slide och säg att den är värd 10 miljoner. Då kanske du kommer få en idiot och är de på och ger dem lite pengar, du kan bevisa din hypotes och plötsligt är det värd 100 gånger pengarna eller ens 100 miljoner. Värdering tycker jag är svårt. Det är ingen som gör en def modell eller på något sätt försöker vara seriös med värdering av startup. Det är bullshit alltihopa. Så värdering är total bullshit och jag vågar säga galler

alla bolag, alla riskkapitalbolag som tror de gör smarta grejer men det gör dem inte. Så vi skiter i värdering för vi tror inte på det ändå. Sen så kan man titta på. . . är det en rimlig värdering. . . absolut. Då värdera man kanske per c med en mer ett spann på, jamen är det värt mer än 50, 100 miljoner. Det är ett ganska stort spann. Den typen av uppskattning gör vi. Om någon kommer och säger att. . . har ni det. . . 200 miljoner kronor. . . nej tack liksom. Men det där blir aldrig något problem eftersom vi inte går in själva. Vi följer alltid andra investerare liksom. Så det är en väldigt viktig princip för oss.

I: Mm, jag förstår. Om vi kollar på andra sidan kortet. Finns det några red flags som får er att avstå direkt?

R: Vi vill helst inte bidra till maktmissbruk och sexmissbruk och droger och så vidare. Så absolut. . . och sen. . . något som får oss att avstå..alltså om vi inte är grundare. . . men det har jag redan sagt. . . en del av investera kriterierna.

I: Ni får inget förtroende exempelvis?

R: Eeh ja. . .

I: Men ni lägger inte så mycket vikt om på om produkten i fråga tror ni inte så mycket på men ni tror på allt annat. Är det något som ni kan gå vidare med?

R: Asså..det är så här. . . man ska vara väldigt data driven när man investerar. Det är väldigt viktig princip liksom. Vi tittar ju på en produkt. Om inte jag gillar den men den har skitbra siffror. . . alla metrics pekar upp. Vem är jag då som säger att det är en dålig produkt. Kunderna tycker ju uppenbart att det är en bra produkt liksom. Man ska nog vara lite försiktigt som investerare att säga att det är en bra eller dålig produkt. Var data driven och titta på metrics istället. Vad säger kunder om det? Betalar dem för det eller inte?

I: Ja, och vi har varit lite inne på värdering. Men jag tänkte kolla om ni kollat på ROI eller omsättning. Du pratade omsättning också i och för sig men ROI exempelvis, är det något ni kollar på?

R: Vad är ROI?

I: Return on investment. För mig, det är väl från ursprungsbeloppet. Hur man kalkylera en avkastning på det. Vad en rimlig avkastning kan bli.

R: Ja.hmmm. . . på hur menar. . . asså. . . Det är det enda vi tittar på, såklart. Vi är ett investeringsbolag så det är det enda vi tittar på men jag tror inte jag förstår frågan kanske

I: Hur ska jag omformulera mig. . . Vi avvaktar med den frågan och går vidare. . . Kräver det en specifik roll i samarbetet med andra VC-bolag eller entreprenörerna?

R: Nej

I: Jag pratade lite med (namn) om att ni hade som en grundtanke att ni vill skapa värde Hur lät det (namn)?

R: Nämen det är lite som vi pratade sist att vi är lite såhär entreprenör twist på våran VC. Vi är andra generationen entreprenörer som nu investerar i första generationens entreprenörer så liksom allting vi gör som om Jonas tar en workshop om "hur man ska göra email marketing" till exempel så har han gjort det för två veckor sedan. kanske. Eller så säger vi att du på det bordet och du på det bordet har samma utmaning så lär man sig av varandra...skalbart sätt. Så det är typ det tänker jag.

I: Så det är inte så att ni tar någon aktiv roll i beslutsfattande eller styrelse post i bolagen ni investerar i utan ni är ganska passiva där?

R: Mmm. Jag tror ingen skulle kalla oss för passiv men..nej, vi tar ingen styrelse. Styrelse är så här... har du betalt min skatt. Jag tror fan att jag betalat min skatt. Du behöver väl inte hålla på att prata om. Vad är det vi ska prata om... ska vi prata om sälj och så har man styrelsemöte om löjliga grejer. Det är helt fel fel fokus.. liksom så nej... vi tar ingen styrelse och vi är tacksamma för alla andra investerare som tar styrelseplatser. Som ser till att sköta det liksom om de tycker det är viktigt, absolut men vi kommer aldrig att avgöra om bolaget bra eller inte.

I: Just det. Det här med att ni var lite specialiserade, inom vilka branscher gäller det och varför?

R: Ska jag köra... från början så körde vi liksom framförallt Finntech och Proptech då för det är där som — kommer från - Finntech bakgrund då varav vår kollega — kommer från Proptech bakgrunden men nu har vi gått mer... vi har mer Medtech, lite Edtech. Vad ska man säga... har lite marknadsplatser. Men allting är liksom som jag sa förut "business for business SaaS liksom.

I: Just det... Vill ni behålla eran roll som ni haft den första rundan i andra och kommande rundor... är målet att behålla den positionen eller kan det förändras i framtiden då?

R: Position som andel i cuptable eller position som i styrelse, advisory board och liknande?

I: Ehm.. gärna båda

R: Vi har ambition att ta en större position i bolaget om bolaget går bra. Vi har väldigt små investeringar, ticket size 500 000 max i början men går gärna in med 2 miljoner om det går bra i nästa runda. Vi vill gärna ta mer position om det går bra annars kommer vi inte fortsätta att investera. Då tar man per definition mindre position men advisory board så där är det inget att säga och i vissa fall försvarar vi vår andel. Köra någon typ av brygga under så vi bara kan investera 200 000 för att försvara våra andelar.

I: Men det här med att ni ändå spelar en aktiv roll i vägledning och skapa värde i bolaget. Är det helt i eget intresse av den investeringen ni gjort i ursprungligen eller är det också att ni har något sorts

avtal med dem att ni får en större andel i utbyte av att ni gör detta värde byggandet i bolaget?

R: Nej inga fördelar att vi hjälper till utan vi hjälper till för att vi vet att vi kan hjälpa till, för att vi vill.

I: Okej så det är ingenting ni får betalt för egentligen utan bara för att se till så den investeringen ni har gjort fortsätter att gå bra då?

R: Ja

I: Vi har egentligen gått igenom det vi hade att fråga om. Är det någonting ni tycker vi har missat era roll där man jämför med statligt bolag?

R: Ja massor, asså. Ni har glömt att prata om max värderingar som är jätteviktig grej för statligt men som privata bolag skiter i. Ticketsize finns väldigt tydligt mandat för att vara statligt att investera i jämfört med privat och sen var ni inne på position, där tror jag ni har nailat det liksom och sen investeringsbeslutet superbra där också pratat om. Finns ganska mycket som skiljer statligt och privat kapital.. man får gå ner till syftet. Det ena är ju skattepengar och det andra är rika människors förmögenhet. En jädrans skillnad på att förvalta skattepengar och att förvalta en rik individs pengar. Det är inte så mycket du kan prata med mig om. Ni kan inte prata med mig om det men om jag hade varit er så hade jag doubledown på det, alltså gå in djupt på syftet. Varför har staten ens riskkapital. Det är ju helt vansinnigt. På tal om det... och så vidare

I: Det har vi kollat på lite. Det finns ändå tillräckligt med underlag, vad man säger litteraturen. Så det var därför vi inte tog upp det så...

R: Jamen då så.. snyggt

R: Det kommer ju mycket tillbaks till att en värd fokus är ju självklart att maximera return on investment för en investerare samtidigt som staten då. Det är ju lite mer att maximera den sociala välfärden. Men det finns ju... ah precis... det har ju spot on när du förklarade nu... men där , anledningen att vi inte tog upp det för att det finns väldigt mycket litteratur kring det globalt och i Sverige. Med just företaget specifika . Det är ju det vi vill ställa mot. Till exempel Almi Invest och Vinnova.

I: Just det... bra.

R: Kul! Ser fram emot att läsa det sen

6.9 Interview

PVC

I: Innan ni gör en investering, hur mäter ni risken?

R: Det är ganska svårt att kvantifiera risken eftersom vi investerar ganska tidigt i bolag. Vi har generellt gått in i seedrundor, sållrundor eller ännu tidigare än så. Så vi har fokuserat på risker som går att bedöma i enskilda aktiviteter som bolagen ska genomföra. Så om affärsmodellen bygger på att få ett partnerskap med en bank till exempel så är det där vi har valt att fokusera på hur det är att bedöma möjligheten för dem att uppnå det. Och om de misslyckas med det, vad innebär det för bolaget? Och vad finns det för andra möjliga aktörer och andra vägar? Oftast har bolaget ingen eller väldigt liten omsättning vilket gör att det är den typen av bedömning man får göra.

I: Hur ser ni på diversifiering kontra specialisering av er portfölj?

R: Vi är ju till skillnad från ganska många VC-firmor ganska smalt nischade gentemot Fintech bolag vilket innebär vi är ju ganska högt specialiserade. Däremot har vi ju diversifierat genom att ha investerat i drygt 40 bolag inom det segmentet och på ett gäng olika marknader. Så vi har norden och UK. Så med det mandatet vi har haft att investera inom Fintech bolag så har vi en väldigt hög diversifieringsgrad.

I: Hur ser er exit horisont ut? Är det alltid samma? Individuellt? Finns det någon maxtid och vad händer om den överskrids?

R: Vi har ju en struktur idag som innebär en obegränsad holding period för bolagen. Vi har ju tidigare haft den traditionella VC-fond strukturen där målsättningen var att göra en exit inom 8 år tror jag. Det är ganska vanligt att man har mellan 6 och 8 år plus två som tilläggsår för att nå en exit. Genomsnittstiden för en VC-fond är 15 år vilket innebär att i princip alla drar över det väldigt kraftigt. När vi gör en investering har vi ingen definierad exit horisont. Däremot har vi en uppfattning om när vi vill sälja bolaget och vilket skede det ska vara i när vi kliver av. Ofta mindre ägande investerare med ett ägande mellan 10-20% vid en exit så initieras det oftast från en annan part. Så det kommer en intresserad köpare, det föreslås en IPO för att ta mer kapital vilket vi räknar som en exit trots att håller kvar aktierna under en period. Så det är inte samma för alla bolag och det beror mycket på vilket stadie som bolaget ska vara i. Så det är snarare det vi fokuserar på. Sen håller vi bolaget tills de kan uppnå det.

I: Det stadiet du pratar om. Är det samma för alla är beror det på vilket bolag det är?

R: Man kan se det som att man tittar på utvecklingskurvan för bolaget och hur den rör sig över tid. Så vi försöker gå in ganska tidigt i botten och på kurvan uppåt innan den planas ut. Och den utvecklingen

har alla bolag som det går bra för. Man kan inte hålla tillväxttakten för alltid. På det sättet är det alltid samma tidshorisont.

I: Det här med att företaget har en konkursrisk ??

R: Nämen vi tittar på, vi inser så tidigt så vi tittar på teamet om dem har gjort bra saker innan, har ett "jävlar anamma" till att lyckas så det kommer inte tillåta sig själva att inte lyckas blir konsekvensen då. Sen så tittar vi såklart på att dem har omsättning. Alltså att dem har kommunaliserat sin produktidé redan på något sätt.

I: Vilka finansiella mått används vid beslutet?

R: Vid investeringsbeslutet?

I: Ja precis, innan ni inverterar.

R: Det beror mycket på vilket typ av bolag det är. Vi tittar mycket främst på omsättningen för att få en uppskattning om hur bolaget kommer att värderas för det är nästan alltid basen i investeringsmodeller. Sen tittat vi ganska mycket på bruttomarginalen. Och sen i de bolagen som har någon typ av kreditgivning fokuserar vi ofta på räntemarginalen och på vilka kreditförluster bolagen har.

I: Har du några konkreta siffror på det?

R: Omsättningsutveckling, bruttomarginal, defaults...

I: Jag tänkte mer på vilken typ av nivå ni tittar på, exempelvis hur mycket omsättning?

R: Vi tittar ju på bolag som har en etablerad produkt som är påväg eller ute på marknaden, så där kan omsättningen börja på noll. Ofta när ett bolag kommer upp i en omsättning över 40-50 miljoner landar värderingen så högt upp så det går utanför vår möjlighet att påverka bolaget och vår möjlighet att få den avkastningen som vi vill ha.

I: Nu går vi över till lite green investments här: Har ni någon impact kvot som ni använder er av? Liksom hur stor andel av era investeringar skall vara gröna?

R: Vi har inget som är definierat eller fastslaget på det viset, att det är ett kriterium. Däremot så jobbar vi mycket med bolagen som vi har för att skapa den typen av produkter. Både för att det är viktigt socialt och samhällsmässigt men också för att det fungerar väldigt bra ekonomiskt just nu. Så vi driver den typen av projekt i bolag snarare än att det är ett krav för en investering.

I: Om vi då går över och kollar på den primära avsikten. Vad är den primära avsikten för era investeringar? R: Det beror på vilket perspektiv du har haft på frågan. Det finns ju två ben, det skulle jag säga. Det ena är finansiella avkastningen. Den andra är att utveckla finansiella branscher. Förändra villkoren på finansmarknaden. Både för finansiella aktörer och privatpersoner. Beroende

på investeringen så finns det olika motiv bakom det, allt från att hjälpa de som inte har tillgång till bankkonton, sänka kostnaden på lån, öka transparensen. I: När ni värderar bolag hur går ni tillväga då? Om ni värderar såklart. R: Vid ett investeringstillfälle, eftersom vi kommer in som en follower-investerare så finns det oftast en satt värdering gjord av en lead-investerare. Den tar vi såklart hänsyn till. Det är något som också går att förhandla sig till. När vi arbetar i portföljen så baserar vi värderingen framförallt på omsättningsutveckling så att en multipel, liksom en peer valuation model. Med bolagen som har blivit lite större arbetar vi med DCF-modeller för att värdera. Det är ganska mycket svårare, dels för att de har komplexa intäktsstrukturer, komplex utveckling, mycket av potentialen i bolagen ligger i partnerskap som gör att det inte finns någon organisk utvecklingskurva i omsättning. Så det blir binärt på ett helt annat sätt. Och det gör ju att vår bedömning av möjligheter i potentialen, sen multiplar på EBITA och sales framförallt. Så det är investeringsdelen av det. Sen i löpande förvaltning följer vi IPEV-reglerna. Känner ni till dem?

I: Nej.

R: Det står för international Private Equity Venture Capital guidelines. Och det är ett ramverk som i stort sett alla förhåller sig till där det finns tre olika sätt att värdera bolagen gentemot investerare gentemot marknaden. Det är att de är börsnoterade, att det har skett en transaktion som värderar bolaget med externa investerare. Så de har gjort en nyemission och någon har investerat oftast senaste sex månaderna eller tolv månaderna. Alternativt att man gör en market approach och det kan vara allt från en DCF-bedömning, en multipelvärdering eller vanligast peer valuations. De tre benen i det är det officiella värderingsmetoderna. Sen finns det andra arbetssätt runt omkring det.

I: Om vi då går vidare till teamet. Kräver ni någon roll i företaget ni investerar i?

R: Inte alltid, beroende på stadium. I större bolag gör vi oftast inte det. I mindre bolag där vi har möjlighet att bidra mer med erfarenhet och strategi och nätverk så kräver vi oftast en styrelseroll.

I: Så det grundar alltså sig i hur väl utvecklade de är.

R: Ja, precis.

I: Finns det några red flags bland företag som får er att inte vilja investera i dem?

R: Det kan ju dels finnas inom teamet, att det finns personer bakgrund som vi inte kan acceptera. En red flag i just finansbolaget som vi investerar i är att tjänsterna vi investerar i inte får vara skadliga för konsumenten eller kunden. Och högkostnads krediter till exempel, den typen av modeller investerar vi inte i. Det är en red flag att bolaget är uppdelat eller har ett ägandeskap som ligger på vissa geografiska platser. Så vi fokuserar på norden och svenska bolag och det finns vissa länder som vi utesluter.

I: Hur ser samarbetet ut mellan er och de ni investerar i?

R: Vi tar inte operationella roller i normalfallet. Vi har möjlighet att samarbeta genom att gå in temporärt, till exempel i en CFO roll, vilket vi har i ett par bolag just nu. Vi personer i vårt team och på vår payroll som stöttar bolagen under en tillfällig period. I övrigt så sker samarbetet genom att den investment manager som jag eller någon av de andra i teamet arbetar strategiskt med bolaget, framför allt genom styrelsearbete. Kopplas samman med vårt nätverk. Personerna som vi har runt omkring oss. Vi har tidigare haft möjlighet att koppla samman bolag med investerare där vi har haft banker som investerare. Där har vi haft möjlighet att implementera deras, bolagen vi investerar i, deras tjänster hos banken. Vi har haft media investerare där vi har kunnat investera med hjälp av mediapengar eller tillgång till deras, deras kompetenser, deras nätverk och deras kanaler. Så på det viset har vi kunnat sätta upp ganska bra strukturer för bolagen. Det är ett par punkter under samarbete. Var det någon specifik aspekt av verksamheten som ni tänkte på?

I: Nej, inte direkt. Jag tyckte du svarade på det bra.

I: Vilken vikt lägger ni vid entreprenören när ni gör en första sällning och utvärdering?

R: Jättehög vikt. Det är väldigt många saker som man tar hänsyn till. Är framförallt erfarenhet och kompetens. Sedan tittar vi väldigt sällan på ålder eller erfarenhet i arbetstid, utan vi fokuserar på var man har varit och vad man har gjort. Sen om det har varit under en kort period. Många av entreprenörerna vi har är ganska unga. Och sen är det viktigt att det är någon som vill och känner att vi kan arbeta bra ihop med att man kommer överens även på ett personligt plan.

I: I vilken utsträckning blir då besluten subjektiva? Finns det någon familiarity bias liksom i era beslut att ni hellre investerar i aktörer som enligt er själva?

R: Nej, det tycker inte jag. Jag tycker att vi är väldigt duktiga på att investera i personer oavsett bakgrund. När kompetensen finns där och i stort sett alla entreprenörer vi träffar på är väldigt duktiga på den typen av samarbete är. Det som skapar, vad som kan uppfattas som familjär business tror jag är hur nätverken ser ut och vilka bolag vi kommer i kontakt med. Vi sitter i Stockholms innerstad och vi träffar framför allt bolag som gör det också. Det kan ju göra att man får en liknande profil på personerna bakom alla bolagen.

I: Er roll i framtida rundor, kommer den förändras? Har ni leader position eller har ni en lite mindre andel i investeringen.

R: Man kan säga att vår roll framöver förändras på grund av att marknaden gör det. Och vi fortsätter att investera i ett senare och senare skede i bolagen. Vårt bolag har varit igång sedan 2014 och det är ganska tidigt för Fintechutvecklingen i Sverige och det innebär att bolagen som fanns då var väldigt

små. Nu är det betydligt större bolag som kräver mer kapital, mer tid från styrelse och rådgivare och strategimässigt. Det innebär att vi blir mer och mer involverade i de bolagen som vi har investerat i och kapitalet blir större. Så det är ju absolut en utveckling som vi ser. Och gällande lead och follow on så innebär det att i mindre bolag har vi möjlighet att ta en leadership position som venture capital aktör. När det är större bolag som gör finansieringsrundor på ett par 100 miljoner så är det utanför scope för venture capital egentligen och vi kan fortfarande bidra och vi kan fortfarande investera, men då som som follower istället.

I: Okej, och i vilken utsträckning kan ni gå på en lead investors värdering?

R: Det gör det ju en förhandlingsposition i alla lägen. Ska vi ta 10% av en runda och vi har två andra aktörer som plockar 45% var. Då kommer inte att kunna påverka värderingen i den rundan så då får vi avgöra om vi vill delta på den värderingen eller inte. Men oftast så vill man att externa investerare eller externa aktörer som inte äger bolaget ska avgöra värderingen. Och där har vi ju i stort sett samma uppfattning som de andra investerarna som kan ta den rollen.

I: Har ni fler mindre investeringar i mindre bolag menar jag inte mindre penningmässigt?

R: Ja, vi har fler bolag som vi har mindre ägarandel i om man räknar antalet bolag. Sen har vi att majoriteten av kapitalet vi har ligger i större bolag där vi har stora ägarandelar. Och jag tror att snitt ägandet ligger någonstans mellan 15-20 procent. Det är en portfölj med uppemot 30 bolag.

I: Just det ja. Jag har egentligen två frågor till. De rör kontraktsskrivning och beslutsprocess med screening och så. Men vi börjar kanske med beslutsprocessen om du kan vägleda oss igenom hur den ser ut. Det går från att hitta företaget till att göra en IPO eller exit.

R: Beslutmässigt är ju i första ledet av bolagscreening sker av våra analytiker. Jag tittar på bolag och vi investerings teamet bildar oss en uppfattning om det är en investering som vi vill genomföra. Den presenteras i vårt fall nu för styrelsen som fattar det slutgiltiga beslutet. Förutsatt att det är en investering som är ganska stor. En mindre investering kan vi genomföra på vårt mandat till VDn. Större investeringar fatta de beslut om. Normalt sätt och som det fungerat tidigare så har man haft en investerings kommitté bestående av limited Partners så att våra investerares rådgivare. Den rollen har tagits över av styrelsen. Fattar de ett beslut så genomför vi i teamet egentligen all typ av förvaltning och alla beslut i bolaget fram till, ja, förutom follow on investeringar. Ska man göra en större återinvestering i bolaget så blir det återigen ett styrelsebeslut. Vid exit är det också upp till styrelsen att avgöra om bolaget ska säljas eller inte. Ofta kan man hamna i en situation där aktieägaravtal som drag along rättigheter, tag along rättigheter och den typen av grejer tvingar en att sälja. Men trots det så är det fortfarande styrelsens beslut. Men valen kan vara ganska enkla och det är inte alltid man har jättemycket alternativ.

I: Och med anledning av kontraktskrivning tag along rättigheterna är det något som stipuleras i kontraktet? Och vilka delar är det viktigast för er att komma med i kontakt?

R: Man gör är oftast ett investeringsavtal, så ett SPA, share purchase agreement, och där finns det ett antal veto rättigheter som vi oftast kräver. Vilket är normalt för VC-investerare, t.ex. Att entreprenörerna ska jobba heltid med bolaget, att entreprenören inte får sälja sina aktier, att vi ska ha rätt till en styrelseposition, att vi ska ha rätt att ta del av alla finansiella uppgifter och få rapportering om utveckling och så på löpande basis. Det är någonting man förhandlar med varje enskilt bolag, men alla, i stort sett alla VC-investerare betar sig på samma sätt, eller åtminstone alla privata. Sedan tecknas ju oftast ett aktieägaravtal om det inte redan finns i bolaget och där behandlas exit situationer, hembuds förhållande en tag along rättigheter så att säljer alla andra sina aktier så har vi rätt att följa med i den affären och sälja våra till samma värdering eller drag along så att vi kan kräva att andra investerare säljer sina aktier om vi gör det också. Det blir ganska viktigt när det är bolag som köps upp av konkurrenter så vidare, vilket är ganska vanligt inom vår bransch.

I: Det finns även ett begrepp som heter asymmetrisk information, att ni och entreprenören har olika information. Tycker du att ni täcker upp alla fallgropar med kontrakten?

R: Nej, det tycker jag inte. Jag tror att det är väldigt svårt att åstadkomma. Däremot tycker jag att vi skapar en situation genom de här kontrakten där vi har möjligheter att göra allting på rätt sätt utan att begränsa entreprenören i att leda och utveckla bolaget så har vi tillräckligt god kontroll för att känna oss trygga som ägare. Men vi står inte i vägen på något sätt. Är det ett rimligt svar på frågan eller är det så du tänker kring informationen?

I: Jag tycker det var ett bra svar. Hur ser ni på synergiprocesser som eran roll? Ser ni att ni kan skapa synergiprocesser mellan företagen? Typ ledarskapssynergier mellan företagen eller inte någon typ av samarbete mellan företagen ni investerar i. Eller är det egentligen ni som är den länken?

R: Ja, vi har ju styrelsepositioner i många bolag och vi har möjlighet att initiera och driva samarbeten med produkter, tjänster och den typen av synergier. En annan viktig del av det vi gör är att koppla samman entreprenörer med varandra för att skapa mentorskap, kunna få råd av varandra, diskutera olika frågor som är i samma för alla bolag oavsett vad man håller på med. Till exempel så hade vi för någon vecka sedan en ett frukostseminarium där vi bjöd in alla våra bolag att diskutera hur man förhåller sig till hemarbete och hur man skapar en positiv företagskultur trots att man inte samlas på ett kontor och den typen av frågor. Det är också en typ av synergieffekter.

I: Vi kan väl avsluta med den frågan om det är någonting du tycker vi borde ha frågat om som du tycker att vi missar?

R: Ingenting såhär på rak arm.

6.10 Interview

Advisor

I: Första frågan handlar om hur VC företag mäter risken.

R: Du vill att jag ska berätta om min erfarenhet hur VC företag mäter risken?

I: Ja precis. Vissa frågor kommer vara lite svåra att svara på ehm och då hoppar vi dem.

R: Nej men det viktigaste sättet som VC firmor mäter risk hur långt bolaget har till lönsamhet. Men det är väl kanske någonting som har blivit mer och mer belysning senaste året. Medan under 2021 och så hade man mer fokus på konkurrenter och liknande ehm för att mäta hur disruptiv teknologin är. Till exempel om du skulle slå in på marknader som till Blocket och liknande så mätte VC firmor att de måste stoppa in mer pengar på marknadsföring och så vidare för att projektet skulle lyckas och på så vis var det högre risk liksom.

I: Mhm

R: Men om du hade ett bolag som var helt disruptivt så är det ju, Blue Ocean Strategy eller vad man kallar det, så är det ju mindre risk. Men jag kan säga såhär: desto närmare lönsamhet, break even, bolaget är desto mindre risk. Så tror jag de flesta mäter risk.

I: Snyggt. Hur tror du bolagen ställer sig till diversifiering...

R: Och Det baserar jag egentligen bara sätt på a ja men...

I: Jag tycker det var ett bra svar. Vad tror du kring portföljens diversifiering kontra specialisering?

R: Jag tror VC firmor som specialiserar sig gör ett bättre jobb för de har möjlighet att attrahera bättre bolag. Ehm jag vet en del bolaget som sagt nej till VC firmor för att de kände att inte att det var rätt fit eller liknande. Så låt oss säga att att du har en mjukvarulösning, business-to-business [så] kommer du vilja ha en firma som investerar i såna typer av bolag för de kan branschen, vet hur mycket som ska in, så att det blir liksom lite bekräftelse från bolaget såhär att; okej om de här sätter pengar på oss, då är det bra skit liksom. Det finns ju, det blir ju mer fonder om det är diversifierade portföljer och är det större VC firmor tenderar de ju att vara mer diversifierade. Då de [större VC firmor] har mer pengar att förvalta så måste de risksprida. Men mindre VC firmor tycker jag och bör vara specialiserade. För annars bidrar de inte till ett mervärde, eller jag har svårt att se att de bidrar med ett mervärde i alla fall.

I: Aa exakt, det kommer vi fortsätta lite på det spåret du var inne på nu, kring samarbetet mellan grundarna, ehm entreprenörerna, och VC företaget och hur deras samarbete ser ut och eh roller de tar och inte tar?

R: Det finns rätt mycket att säga där faktiskt. Jag vet fall där VC firmor verkligen har varit såhär de kom in, tog en styrelseplats, blev väldigt aktiv i bolaget, och var med och byggde det. [VC företaget] Var med och liksom de är öppnade dörrar, framförallt att de var med att hitta finansiering, alltså i nästa rundor liksom. Så där har ju VC firmor, där kan de ju göra ett stort arbete där de hjälper företagen att bli, liksom, hitta flera andra VC firmor, deras polare. Som också vill sätta in pengar i detta, men jag vet absolut fall där VC firmor har kommit in i bolaget och lett bolaget i en riktning dit ägarna, eller resterande aktieägare inte vill ta bolaget. Så jag träffade faktiskt nyligen ett sånt bolag, där jag vet att grundaren tyckte att VC firman som hade kommit in bara var jobbig liksom eh, och de var ett sånt bolag som, de har kommit väldigt långt då så de hade breakat even liksom och tjänade en del pengar och på så sätt vågade de ställer helt nya krav liksom.

I: Tror du att VC företagen tänker på synergieffekter i portföljen, liksom att de ska samarbeta utöver att de är en gemensam nämnare?

R: Det är lite upp till VC firma till VC firma. Men jag vet att det är många som söker synergieffekter. Framförallt vill man inte ha direkt konkurrerande verksamheter i sin portfölj, det blir väldigt konstigt, för alla parter tror jag. Det blir liksom en moder som ska ge lika mycket kärlek till två konkurrenter liksom, det blir konstigt, men det är bolag som kan tillsammans bearbeta en kund, det är jäkligt fördelaktigt, det stärker ju samarbete mycket. Eller om det är, så här, komplicerade business-to-business-kunder som behöver uppsjö av tjänster och det specifika bolaget bara tillhandahåller en tjänst, så är det ju bra då kan man skapa vertikala affärsplaner som det kallas, när du adresserar hela kundens behov i en bransch, istället för att du bara tillfredsställer ett behov. Och det tror jag är väldigt vanligt om man kollar på typ investmentbolag så vill de gärna bygga grupper, och att de här grupperna har ju mycket synergieffekter. För då kan de ju ta in större kunder och ta in, eller sälja på kunden allt. Så på så sätt ...

I: De har samma kunder lite grann?

R: Ja precis. För då kan bolaget säga såhär: "a men du vill ha den här tjänsten a men då ska du snacka med den, för de har den och då blir det såhär". Då blir ändlösningen mycket bättre och det blir merförsäljning till bolagen. Jag tror VC firmor letar efter det men det är lite upp till VC till VC.

I: [Ohörbart]

R: Du får, du får ta om den där frågan för jag hör inte. Jag hör typ var fjärde ord typ.

I: Frågan gällde asymmetric information mellan entreprenörerna och VC företaget. Hur råder man bot på det? Gör man det genom kontrakt och täcks allting in eller måste man lita på varandra?

R: Det finns absolut en asymmetri i kunskap och jag tror att om den asymmetrin ligger till VC fördel

kommer utnyttja det 10 av 10 gånger faktiskt.

I: Okej.

R: Det tror jag faktiskt. men jag tror absolut det finns VC firmor som är ärliga och säger såhär, jag vet till exempel bolag som har lägre värderingar om man jämför peers-too-peers, då kan ju VC:a inte säga till dem: "det är billigt". Utan de tar och köper så mycket aktier de kan typ.

I: Ah okej.

R: Så att det... Annars vet jag inte vad det skulle kunna vara för asymmetri, mellan dem som skulle kunna vara anmärkningsvärd liksom.

I: Det var intressant att du tog upp entreprenören till VC bolaget, för jag har nästan bara tänkt åt andra hållet. Att bolaget exempelvis är misskött och det är de som rapporterar [finanserna].

R: Absolut, absolut jo men tror jag. Men jag tror VC firmorna är så duktiga på att göra due diligence, alltså sin genomgång av bolaget, så jag tror det är så pass sällan som bolag [luras]. Men javisst det sker ju i alla affärer - att det inte blir så bra som de hade lovat liksom.

I: Juste.

R: Men det brukar sitta väldigt klipska människor på vc firmorna så de brukar se igenom sånt väldigt... De brukar inte missa så mycket helt enkelt är min uppfattning.

I: Nä, de vi hittills har pratat med har en genomgående process för [att hantera] detta.

R: Precis.

I: Hur tror du översiktligt att beslutsprocessen ser ut från första kontakt till det att man gör en exit?

R: Jag tror bolagen söker sig till VC firmorna i nio av tio fall. Eh, jag vet ju att de får ju liksom propäer, alltså typ, 5 till 10 propäer i veckan liksom beroende på vilken VC firma det är.

I: Okej

R: Så de har inga problem att hitta bolaget, utan deras problem är att hitta det som är tillräckligt bra för att investera i det. ehm, så att det väl fallet vill jag säga... Och hur det gäller exit. Ja det beror på hur tidigt eller sent de kommer in men ofta, min uppfattning är väl att VC firmor inte gärna är på börsen och då de gärna säljer sin andel till en annan investerare som är intresserad. Aa de är väl det vanligaste. Antingen då för att hålla onoterat eller för att sen notera bolaget. Och VC firman har ju då de kontakterna för att sälja sin stake.

I: Eftersom det är så många som skickar förfrågan till VC bolagen, vet du hur deras screening process ser ut? Om de..

R: Junior analytiker som kollar på grejer och sen så säger de: "Det här bra". Och sen tar de med någon högre i grupp i beslutsprocessen. Någon Investment Director eller partner eller någonting. Vissa [VC firmor] har det baserat på bransch och område, men egentligen är det väl så att analytiker som Juniöra analytiker som screenar och sen tar de in mer seniora folk, när de tycker att det är tillämpligt på ett uppföljningsmöte ungefär.

I: Juste. Och vilka investerings- kriterier i ett företag tror du är de viktigaste? Liksom produkt, marknad, nyckeltalen eller teamet.

R: Teamet tror jag är 70% av caset i icke lönsamma bolags fall. Okej, det är framförallt i början av en ventures så att säga, så är det extremt viktigt med teamet. Och att de kan pitcha in caset och bolaget på rätt sätt. Sen är lösningen för det extremt viktig. Du måste kunna på ett enkelt och snabbt förklara potentialen för lösningen som bolaget tillhandahåller. Och det är egentligen upp till teamet att leverera det. Jag skulle säga att teamet är det viktigaste kriteriet.

I: Och vad är då det viktigaste i teamet? Deras erfarenhet eller kunskap eller bara hur man klickar dem?

R: En kombination skulle jag säga. Båda de två. Namnet är svinviktigt, sen är det ju jättemånga som bygger bolag utan namn och då är det ju för de är duktiga på att pitcha, de klickar med VC firman.

I: Juste. Ehm, å hur tror du de som sällar bland förfrågningarna påverkas av familiarity bias? Alltså de väljer företag som är lika dem själva?

R: Det tror jag absolut. Är jättevanligt.

I: Och även om de väljer entreprenörer som är lika sig själva?

R: Nej men det tror jag absolut. Alla gillar människor som man kan ... Man gillar människor bolag i en bransch som man vet och känner till och det kan man ju om det är någonting som man har samma bakgrund eller sysslar inom samma bransch så gillar man ju det är per automatik mer det tror jag absolut. Och det är det jag tror är så jävla viktigt i en ... när man starta ett bolag gäller det att du har de här kontakterna för att få det finansierat, de är ju ett värde i ett bolag, liksom att bli finansierade är ingenting man ska bara anta utan det är ju faktiskt någonting som en tillgång, möjlighet till finansiering he-he.

I: Men tror du att det är till fördel eller nackdel att de antingen bejakar det eller inte bejakar det?

R: Det är ju till fördel för dem som känner folk he-he, men nackdel till de som inte känner folk.

I: Hur tror du impactkvoten spelar roll. Är det någonting som styr?

R: Det tror jag absolut, det är något man ser i dessa dåliga tider. Att folk, nä men vi kollar inte på

tillväxtbolag eller förhoppningsbolag kallar man det. Men vi kollar på impact bolag säger man. Det är väldigt många som säger det. Det tror jag egentligen bara är för 1) man tror på makrotrenden av att folk kommer behöva, alltså, hållbarhets lösningar, man kommer behovahållbarhetslösningar i framtiden men också de att det ser jävligt bra ut i portföljen. Så jag tror absolut att spelar en stor roll om VC firman väljer att gå vidare med det eller inte.

I: Tror du att det skiljer sig mellan privata och statliga?

R: Nja jag tror Almi till exempel gillar också impact väldigt mycket. Jag tror inkubatorer och sånt gillar impact också väldigt mycket. Det är nog mer en genomgående trend i marknaden. Ett sånt feel-good-case som vi kan kalla det gör så att folk lite enklare investerar i det.

I: När det kommer till jämställdhet, är du inne på samma spår då?

R: Ja, en stark k. . . nu ska vi inte vara sån men det är så att jag hörde statistik för några år sedan när börjar i branshen att det finns fler Anders på börsen än det finns. . . Det finns det finns fler VDar som heter Anders på börsen är det finns kvinnliga VDar. Och det säger en hel del om branschen liksom.

I: Aa.

R: Så jag tror absolut om det finns ett bolag som har en kvinnlig pionjär, eller entreprenör i spetsen tror jag absolut att det bättrar caset.

I: Okej, intressant.

R: På gott och ont.

I: Ehm, och när man gör de här, när man går igenom ett företag, vad tror du skulle vara riktiga red flags?

R: Att man har stora lån till om det är aktieägare eller myndigheter whatever, det är aldrig bra, man har komplicerade aktieägarlistor och det inkluderar mängd, hur många det är, och var var de kommer ifrån. Om det är många utländska aktieägare tror jag många ryggar tillbaka rätt fort. Om det inte är kända investerare skulle jag säga ehm. Dels är det de, sen tror jag. Vad mer skulle man vara rädd för. . . Det är väl om ett bolag har funnits länge och inte kommit någon vart då tror det är tack och godnatt för bolaget. Då tror jag inte de kommer bli finansierade. Man dra väldigt mycket nytta av att växa fort i början liksom. Så är man ett gammalt turnaround-case eller vad man ska kalla det, bolaget byter affärsmodell, då tror jag att de är ute på tunn i tyvärr. Folk gillar inte när man funnits i 5-10 år utan att kommit någon vart.

I: Nä okej.

R: Mm.

I: Nu när vi pratat lite om kriterier och så, hur tror du, eller på vilka punkter tror du att de statliga bolag ... Ett bolag som är privat och statligt skiljer sig åt?

R: Alltså ett statligt har ju möjligheten att investera i många fler saker och ting, men det som skiljer sig åt hur sorteringen... för alla vet såhär till exempel almi då, tar bara upp till en viss size, viss storlek av bolag, värdering et cetera. Vilket innebär att de inte är en långsiktig investerare, de är bara med till en viss tidpunkt. och därför tror jag det skapar mer av ett namn att gå med en privat VC firma, till skillnad mot almi då, därför att det bli ett bättre namn att ha med sig då helt enkelt. De har större fickor och sätter sina egna pengar. Det är lite så att jag tror bolag tycker att statliga pengar är lättare att få. Lite så. Därför blir det inte samma kvalitetsstämpel.

I: Tror du att det stämmer?

R: Nä, det tror jag inte. Asså skapar du en flashig presentation, så kommer du nog få ombord privata mindre investerare enklare, än en aktör som almi gör en mycket mer genomgående DD. Det är min uppfattning. Att deras DD är jävligt stabil. Ehm och på så sätt tror jag att du måste genom en hel jäkla process för att få med almi, så på så sätt är det ju stabilt liksom.

I: Aa. Vi pratade ju lite innan om att de bästa bolagen kanske söker privat först vad säger du om det?

R: Ja, det beror lite på vad bolagets bakgrund är. Det finns ju miljöer där bolag kommer i kontakt med statliga finansiering, typ Vinnova och Almi, och det är ju jävligt bra men jag tror absolut man går till privata först med tanke på att man anser deras pengar mer värda.

I: Är det någonting du tycker att vi borde kolla på som vi inte tagit upp? Eller är det någonting annat du vill prata om?

R: Ehm ja alltså jag säger så här att i slutändan så är det ett riktigt träsk liksom, det finns massa olika sätt att bygga sin success story och jag tycker att "pengar luktar inte" eller alltså att, nu säger inte jag att man ska ta in svarta pengar, alltså pengar som kommer in från money laundering om du förstår vad jag menar. Det är ju självklart inte bra, det ska man självklart inte göra. Men jag ska säga såhär att jag tror man ska fokusera, jag tror bolaget ska fokusera så lite som möjligt, i början iallafall, på att hitta kapital utan försöka bygga bolaget det vill säga att man tar den investerare man får och sen bygga så långt som man kan och sen under tid så har man möjlighet att bevisa sig och komma i kontakt med de personer som man behöver för att göra nästa investering för nästa kliv. Börja litet och så fokuserar på att bygga hellre än att hitta just den superinvesteraren.

6.11 Interview

Advisor

I: Jag har skrivit om frågorna som vi eller som jag skickat till dig och det ska förhoppningsvis gå ganska smidigt som vi har ju fått lite kött på benen nu under arbetets gång och vi har ju kommit fram till att det inte är jättemycket som skiljer dem åt men vi försöker ändå och se om det finns någonting att hämta här.

R: Nej men jag tänker någonting som kan vara matnyttigt för er därför att om man tänker så här om staten oavsett vilken entitet investerar direkt i bolag eller om staten investerar in indirekt via en fond som i sin tur investerar i startups. Då så är det ju så att en kritisk alltså det kritiska har ju varit att man är ju väldigt mån om att statens pengar ska vara marknadskompletterande och där ordet marknadskompletterande är ett viktigt nyckelbegrepp. Det vill säga att staten får inte ska inte konkurrera ut privat kapital och här kommer Philip. Hej Philip.

I: Hej förlåt jag det kom upp en grej men jag hoppas det går bra ändå.

R: Nej men det har också göra med EU lagstiftningen av staten alltså det vet ni att staten får ju inte snedvrída konkurrensen på marknaden. Det är därför är det här som jag kallar för begreppet marknadskompletterande är så centralt och i och med då att oavsett vad staten när staten kliver in i privata företag som ska vara marknadskomplettera och inte konkurrera ut annat privat kapital så är det viktigt att förstå eller hur vet man att man är marknadskompletterande alltså hur vet man att man kan försvara sin investering som statlig investerare med offentliga medel. Det är ju att man gör då att saminvestera med privat kapital. Så att oavsett vilken entitet ni tittar på om det är en regional fond med statliga pengar eller investerare eller om det är industrifonden som är en statlig stiftelse med eller almi Invest eller vad det än är så är det ju så att man sam investerar med privat kapital. Det i sin tur innebär att man betalar ju inte mer... Man värderar ju bolag på samma sätt som det privata kapitalet gör. Därför kan man säga då det är som att om det är privata om vi har ett bolag X och en statlig investerare vill investera i bolaget x så sam investerar man ju med privatkapital och om de investerar på samma värdering så har man ju fått en marknad värdering på bolaget. Så man gör ju inte annorlunda. Det gäller även de här frågorna som ni hade i er intervjuad guide eller där att man kan ju heller inte ha asymmetrisk riskdelning för då blir det ju så att staten investerar inte på lika villkor som det privata kapitalet.

I: Nej just det så du menar att de måste vara de måste överensstämna?

R: Ja

I: Just det ja det var ju en jätteintressant förklaring till varför det inte skulle vara så stor skillnad

mellan privat och statligt.

R: Därför att alltså och det här är ju liksom och sen finns det ju alltid liksom framför allt då liksom det har jag varit anklagelser om att stater har dumpat liksom gått in i bolag och liksom ja ni vet, snedvridit konkurrensen men det där är man ju väldigt på när det gäller liksom både vår nationella lagstiftning men även EU lagstiftning att det så får man ju faktiskt inte göra. Man får inte snedvrida konkurrensen med statliga pengar. Om man tittar på almi Invest hemsida så tycker jag att det finns det då när de beskriver under rubriken pitcha in din startup och investera med oss det här vänder sig till företag som söker finansiering och det här vänder sig till privat kapital för saminvesteringar. Då finns det här, till exempel 10 steget vinnande pitch deck. Det de skriver här är tillräckligt vad ska vi säga tillräckligt bra för att det skulle kunna passa in på vilken privat venture Capital investerare som helst. [<https://www.almi.se/almi-invest/pitcha-din-startup/pitch-deck/>]

I: OK

R: Så att när ni diskuterar när ni tittar på vad liksom vad tittar ni på för inför ni de här frågorna investeringskriterier här tittade på en för investering. Ni kan gott använda er av den här almi Invest t.ex. vision, problem, kundbehov, lösning, team, målmarknad och säljstrategier samt exit, den är good enough.

I: Ja det är en det är en riktigt bra utgångspunkt.

R: Ja och då säger jag med min erfarenhet att ja den här är gjord av almi Invest men liksom man kan inte göra det här på så himla mycket olika sätt så det här säger jag fortfarande att är generisk för alla investerare oavsett om man är en statlig investerare med offentliga medel eller om man är en privat investerare.

I: Just det.

R: Så därför så tipsar jag den om att jag tycker att det här kan är gott och väl använda i er uppsats som tips.

I: Men snyggt tack för det.

R: Det var det jag ville säga.

I: Grymt, det jag vill fråga om först det är ju risken vi har varit inne på det lite redan men tror att det är en skillnad mellan den statliga och privata risk villigheten?

R: Ja det det ja men det är jättebra fråga, både ja och nej skulle jag svara på det finns inga lätta att svara på den frågan. Risk om man tittar på en aktör alltså om vi tittar då på almi Invest och även industrifonden så har man ju möjlighet att hänga i längre än en traditionell venture Capital fond

oavsett vad de om de heter Norton eller spinntop eller var de luminar eller var de heter eller norrsken. Det är ju fonder som har en löptid på 10 år alltså allt alla de här ser likadana ut man har en löptid på sin fond på 10 år och så brukar det vara plus 2 år. Och då funkar det så att då blir det ju så att de första 4 åren investerar man i bolag och de nästkommande 6 åren plus eventuellt 2 år till används för att utveckla sin investering och att sälja den. Och eftersom industrifonden och almi Invest tillika med andra olika statliga bolag och riskkapitalbolag som har funnits har ju liksom de har ju inte den det kravet de finns ju ingenting så att säga 10 år. Även om almi Invest har ju pengar som där de liksom där pengarna ska omsättas men man är ju lite mjukare i innehavstiden än de här privata fonderna för fonderna har fondavtal med sina investerare alltså limited partners till sina fonder där de har reglerat detta i skrift i fond avtalen. Det har ju inte de statliga aktörerna de finns ju inga fondavtal, det är investeringsavtal sen är det så att såväl nu utgår jag ifrån när almi Invest och industrifonden kliver in precis som jag visade här så har man ju vid i samband med att man ska fatta sitt investeringsbeslut så finns det ju också en exit då har man ju också tagit upp diskussionen kring exit möjligheter och exit tidpunkt. Så det är inte så att de bortser från det men det är ju inte på samma sätt avtalat. Med det sagt då om risken då ja då skulle jag säga att en privat fond får då också då balansera då möjligheterna till investeringar och utveckling tidsmässigt till skillnad mot de statliga.

I: OK

R: Så det kan man säga det ja då kanske en statlig aktör är beredd att OK det här kommer nog ta lite längre tid men det här ser fortfarande ut som vi kommer att kunna göra en jättebra investering. Medans en privat då kanske avstår måste avstå.

I: Just det, det finns ett begrepp som heter asymmetrisk information alltså att man inte har samma information som entreprenören, tror att man tar olika höjd för det i ett statligt kontra privat bolag?

R: Eftersom det statliga bolaget då saminvesterare med privat kapital och allt detta regleras i aktieägaravtalet så är svaret nej.

I: Grymt, tror du att det privata VC skiljer sig när det kommer till tillvägagångssättet när de hittar företag och ja screeningprocessen?

R: Ja, statliga är mer än inkorg medan de privata är naturligtvis jag menar de är också det inför de får ju massor med propåer men jag tror att de privata är mer aktiva ute och letar själva det är min uppfattning.

I: Och varit inne lite på exit horisonter, hur tror du att de privata och statliga skiljer sig när de kollar på sina kriterier för att göra en investering och vad de prioriterar hos ett företag?

R: Alltså när det gäller privata så är ju de är ju i de är ju i allmänhet mer specialiserade än de statliga

även om det finns även som almi Invest har ju en green tech fond säger men man kan säga att de statliga är mer generella medans de privata oftast är mer speciella vad de letar efter.

I: Tror du att de här olika påverkan av familiarity bias att de blir påverkade av entreprenören och väljer entreprenörer som är lika sig själva?

R: Varför skulle de göra det?

I: Det är en psykologisk effekt att man har en... Man föredrar personer som är lik en själv och om detta skulle kunna påverka deras beslut att göra en investering eller inte.

R: Nej skulle jag säga jag anser att de privata investerarna är så professionella så att nej.

I: Tack

R: Och för oss statliga också nej.

I: Just det... när det kommer till deras impact kvot är det någonting som du tror skiljer sig åt?

R: Ja men det beror ju på vad det är för fond om vi tar till exempel norrsken som är ju en uttalad impact fond, så det är klart att det är ju liksom det är ju det de letade efter, de investerar inte i bolag som inte har en impact på något av de 17 globala målen. De investerar inte heller, då kommer sådana saker som jämställdhet in absolut. Så att det beror på fondens inriktning men jag kan säga generellt kan jag säga att det har skett en enorm utveckling de sista 2 åren där vi ser att fonder som tidigare, alltså säga alla förstår att det här med impact är viktigt och att hållbarhetskrav är superviktigt för annars får du inte in någon investerare. Det där har blivit självsanerande det vill säga en fond som inte som söker kapital eller en fond som söker kapital eller bolag som söker kapital som inte har tänkt igenom de här frågorna det blir jättesvårt att attrahera investerare till.

I: Greenwashing är ju någonting som inte är helt ovanligt som du säger så här är det ju svårt att attrahera investerare om man inte har någon påverkan på hållbarheten men tror du att privata bolagen har större tendens som statliga bolag när det kommer till greenwashing då, att man kanske säger att portföljbolagen bolag är mycket mer hållbara än de är.

R: Superbra fråga jag ska säga så här att ja så var det nog förr men investerarna har blivit listigare och ja jag ska säga det att man är alltså om jag tittar bara på de 18 jag tror att vi har 18 fond investeringar i —, så jag ska säga att alla dom är livrädda för att bli klassade som greenwashing. Så att och att inte ha substans och när man säger att man beaktar hållbarhetsaspekten i sina investeringar då får man fasiken ha på fötterna för det duger inte att säga att ja liksom utan det är verkligen då säger all då säger investerarna, hur då? Hur jobbar de med den här frågan? Och där skulle jag vilja säga att åtminstone på —, som är en statligt Limited partner, som investerar alltså i fonder där har vi varit super drivande men där ser jag nu vad jag ser också nu senaste 2 åren där har fonderna själva fattat

att ska vi resa en fond så kan vi inte bara säga att vi jobbar grönt utan göra det. Så att jag tror att kampen kampen om kapitalet, om investerarnas kapital oavsett om det är en affärsänglarna tror jag inte är inte lika som är inte lika petiga på det här men så fort du vänder dig till institutionellt kapital oavsett om det är statligt eller om det är privat institutionellt kapital och det kan vara ett family office eller vad som helst så är det liksom då måste du ha på fötterna.

I: Tror du att det finns en skillnad mellan ett privat och statligt bolag när det kommer till att de vill förvandla och implementera ett grönt tänk?

R: Ja alltså den för att säga så här då, det beror ju grann lite grann på i vilken fas man investerar. Om man investerar i liksom seed eller pre seed alltså faser i bolagens utveckling, är ni med på det? Im man investerar i seed eller pre seed upp till A rundor så är det så att bolagen är oftast super små då kan man liksom heller inte kräva att de ska vara fullt ut ta alla liksom allting på plats men att man driver dem till att utveckla utifrån sin egen verksamhet och implementera. Och där tror jag att till exempel att almi Invest har vässat sig. Och det här det är ju liksom det är ekosystemet om vi börjar från börjar, vi har ett nystartat vi har en startup som kommer från GU Holding säger vi. Bara för att ni är i Göteborg ja eller Chalmers venture så är det ju så att de här inkubatorerna de får ju finansiera, de finansieras ju med offentliga medel alltså för att driva inkubatorn GU eller vid Chalmers. Ja så det finns och de då är ju där ställs det ju krav på inkubatorerna att de måste implementera hållbarhet i sina invånare när de tar in sina bolag. I nästa steg då så kanske man tar in almi invest och dom har ju också vässa sig och kräver liksom att de måste ha utvecklade måste ha en del i sin affärsplan pitch deck som där man pratar om hur man hur deras affärsidé att linjera med hållbarhet och olika mål och vad de som ska bidra med. Så jag skulle säga att de offentliga har nog gått i bräsch men de privata har snappat upp att man måste.

I: Ja intressant

R: Är det good enough?

I: Ja det är jättebra, nu kommer en fråga kring rundorna nu och hur de hur du skulle säga att privat och statligt komplettera varandra i en sån runda då är det första det var inne på i och för sig men och det finns någon fördel nackdel att ha den ena positionen eller den andra?

R: Nej då får du utveckla, nu hänger jag inte med.

I: Säg att vi har ju fått reda på att — oftast inte tar lead investor rollen.

R: Nej och det och det har ju göra med att man ska samverka med privat kapital.

I: Precis men om det finns en fördel att vara lead Investor mer än att man kan göra en värdering som folk och investerare får förhålla sig till.

R: Ja det vill säga att det är lite olika synsätt. Vi på — om jag nu pratar — då som statlig Limited partner vi har ju rollen som att vara ankarinvesterare och liksom vara det här leda rundorna men det innebär att vi har ju vi vi kommer ju aldrig liksom det gäller för alla statliga bolag alla statliga investerare ingen statlig investera för att äga mer än 49,9% i ett enskilt bolag eller i en fond. Men man kan ju fortfarande vara största investerare.

I: Just det.

R: Det beror på vilken investering jag kan säga så här det beror lite grann på därför att ja jag är lite så här med jakt alltså antingen har man ju... Det har funnits statliga riskkapitalbolag som nu man har ju avvecklat det för att man inte tycker inte att staten ska investera direkt i bolaget och nu finns det egentligen bara almi invests och industrifonden kvar. Men det har ju funnits flera innan. Och då kan man säga att man har ju funnits 2 investeringsfilosofier, den ena har varit att man plockar fram hagelbössan och så skjuter man berett små andelar i väldigt många innehav så har varit till exempel i inlandsinnovation som ett statligt riskkapitalbolag som bildades för 2012 och där man skulle investera i de 7 nordligaste länen. Där hade man som investeringsstrategi att man fyrar av en hagelsvärm och det innebär att man är man inte lead Investor men man har investerat väldigt många bolag medans ett andra statligt riskkapitalbolag som också är nedlagt som också har samma tidpunkt valde att ta fram älgstudsare istället och vara själva. Om man är statligt investerare så beror det faktiskt på vilket uppdrag du har fått av ägaren, staten. Då kan det vara så att ägarna staten vill att det ska kapitalet ska komma ut till så många som möjligt och då kan det ju inte vara lead Investor det går ju inte det finns ju ingen chans i världen då får det ju haka på i stället. Sen kan det också vara att staten tycker att uppdraget är att men vi vill att ni investerare just i det här specifika områden eller den här specifika marknaden och då måste man kanske vara i lead investor.

I: Ja men precis en fråga en fråga där var ju vi har ju läst en del i litteraturen att statliga venture Capital bolag i alla fall ja men i resten av världen går ju ofta in i marknader som har en lägre rate of return ställd mot risken som man tar ja de måste därför gå in i marknaden som har higher education där de här bolagen ofta bidrar till en hög social välfärd men det är en högre risk och en lägre avkastning. Men där måste ju ni då gå in som en lead investor eller?

R: Ja men återigen då, staten får inte subventionera ska inte subventionera. Då blir de blir en snedvriden marknads kontrollens. Däremot ska ju staten säga att vi vill att ni investerare i det här området för där är det för få privata investerare vi måste hjälpa till. Men att vi att staten skulle agera självsjäldigt och att vi så då är vi där att vi snedvrider konkurrensen igen, så att svaret är nej. Man kan fortfarande ha ett specifikt uppdrag i en marknad där man behöver se till att det kommer in mer kapital men det måste alltid ändå vara symmetri och på marknadsmässiga villkor.

I: Finns det en skillnad kring deras avsikter eller prioriteringar tror du —?

R: Ja men det gör det ju alltså om staten ska kliva in och investera i privata bolag så finns vad har man ju måste ju finnas en anledning till det. Varför måste staten investera skattebetalarnas pengar i bolag? Då är det ju för att man anser att man måste hjälpa till att få fram fler nya innovativa företag inom kanske speciellt geografiskt fokus, kanske inom en speciell geografisk bransch. Och då är det ju så att jag menar att staten skulle investera återigen ska staten ska inte konkurrera privat kapital utan möjliggöra att attrahera privat kapital till de här sektorerna eller branscherna eller områdena. Så det är klart det finns, är det privata kapitalet jagar ju avkastning bara men det kan inte staten göra för då behövs inte staten.

I: Ja precis vi har ju sett lite som spillover effect och lite sånt som man vill undvika som privatinvesterare men som man kanske gör som stats aktör, jag har en fråga kring synergieffekter i portföljen, är du bekant med begreppet?

R: Ja.

I: Tror du att man tittar olika på hur man kan kombinera företag för att skapa synergieffekter?

R: Ja om därför att det privata kapitalet jagar avkastning primärt och det finns ingen statlig investerare som kan jaga avkastning primärt utan då jagar man någonting annat, man har ett annat uppdrag. Så att synergieffekter absolut har statliga bolag det, om man vill skapa synergieffekter inom nanoteknologi kanske säger att staten bestämmer sig för att vi måste hjälpa till att få fram fler nya startups innovativa bolag inom nanoteknologi ja då blir det ju per automatik och synergieffekt. Om det privata kapitalet kommer på att vi ska bara jobba inom nanoteknologi så gör man ju det för att man då skaffar man sig branschkunskaper så att man får synergieffekt på sin egen kunskap och investerings erfarenhet för att bygga det. Återigen, olika mål.

I: Ja tror du att det finns några kriterier där de verkligen skiljer sig åt som vi inte har tagit upp?

R: Ja det gör det ju jag skulle vilja säga, det finns någonting som heter varumärkesrisk. Ett bolag som almi Invest hade investerat i och som går i konkurs får ju mer negativ klang eftersom det har man ju använt sig av skattebetalarnas pengar och offentliga medel till någonting som har gått i konkurs och då blir det mycket mer nidsbild och varumärkes risk det privata kapitalet det är ju ingen som bryr sig om ett bolag som när sådana investerat i eller linara investerat i eller Alliance har investerat i om de går i konkurs då men det är ju tråkigt men det beror ju bara det blir knappast rubriker i dagens industri i och det tycker jag är det måste man förstå därför att man det är att vara statliga investerare så investerar man ju faktiskt pengar som skattebetalarnas pengar så det är inte konstigt att det blir så medans ett privat VC-bolag investerar investerarnas pengar och det är liksom ja det är en helt annan

sak.

6.12 Interview

PVC

I: Vi kommer börja med att fråga hur ni mäter risken innan ni går in i ett företag?

R: Före vi investerar har vi både metoder som att vi exkluderar vissa bolag från att överhuvudtaget ta sig in i vår investeringsprocess. Det innebär att vi inte överhuvudtaget investerar i gambling, om det är pengar som är svåra att försäkra sig om att det är vita eller rena pengar så går vi inte in där. Det kan ha att göra med krypto och det att göra. I dagens läge är det svårt att vara försäkrad om att de är vita. Vi investerar inte heller i vapentechnologi, eller sånt ja som gör världen till en sämre plats, som är vår investeringstes. Vi de-riskar även genom att känna grundarna väldigt väl innan vi investerar i dem, bara face-to-face eller online diskussioner. Vi gör ju due diligence på många olika plan, financial, esg [hållbarhetsaspekter], technical due diligence, commercial och ja you name it, vi går ganska djupt och gör då en riskbedömning där och ett verktyg som vi har inom vårt bolag är då att vi skriver en rapport, eller egentligen två stycken, varav den första är att kolla med pinnen lite lätt på isen att partners i investeringskommittén är med och kan tycka att det är en intressant investering och sen när man har gjort lite mera grävarbete gör vi en längre rapport, där man väldigt djupt går in på risker och alla fyra parter är med och diskuterar investeringsriskerna när vi investerar. Ofta kan det handla om såna risker som är svåra att kvantifiera, men likväl listar vi upp riskerna och recongniserar att: "det här kan bli en utmaning".

I: Kollar ni på diversifiering eller specialisering när ni skapar en portfölj?

R: Diversifiering i portföljen alltså... ja vi diversifierar över tid, då vi har en 4 årig investeringsperiod, så där blir det i olika tidpunkter och diversifierar i den avsikt att vi inte investerar i flera bolag som är lika varandra i en och samma portfölj. Så absolut.

I: Ehm okej, och eftersom ni är ett såpass stort företag, hur ska man säga, portföljen har inte en inriktning i en bransch?

R: Nej. Vi är vad man kallar generalist venture capital firm, så vi investerar väldigt brett i teknikbolag då. Så software technology är vårt investeringsfokus och för att snäva till det har vi egentligen en geografisk begränsning. Så norden är vårt investeringsområde. Så hade vi investerar väldigt snävt inom norden så hade det blivit för snävt i vår mening.

I: Juste... Känner du till begreppet asymmetrisk information?

R: Ja.

I: Och hur förhåller ni er till det? Går det att säga någonting om det?

R: Ha-ha jag har inte reflekterat så mycket över det här. Alltså du menar asymmetrisk information med det här att vi vet någonting och företagen vi investerar i vet någonting annat och vi vet inte precis allting om investeringsobjektet när vi investerar.

I: Precis!

R: Vi... he-he det är ju så världen fungerar, men vi gräver ju ganska djupt för att vara en sån early stage investerare som vi är.

I: Mm.

R: Så jag skulle säga att vi arbetar lite mot PE hållet, alltså de som gör större investeringar. Våra investeringstickets är en halv miljon till två miljoner euro. Det är ju ganska lätta att räkna över till svenska kronor, flytta kommat, så 5-20 miljoner. Det finns ju också en del klausuler som ligger i investeringsavtalen som, gör det, reglerar risken med asymmetrisk information dvs att de som säljer en andel i sitt bolag och vi köper en andel av deras aktier, de är tvungna till att avslöja en hel del. Med det sagt så kan man aldrig veta allt och även om man vet allt är det inte alltid man har nytta av den informationen, kan jag kanske säga. Så det är ju riskinvesteringar vi gör det är riskkapital, mm.

I: Du var inne lite på screening processen och lite så, använder ni er av en punktlista? Hur kopplas ni ihop med företagen och hur ser resten av investeringsprocessen ut där?

R: Mm... Ja det är väldigt vanligt att vi kommer i kontakt med bolag före det att de är "eligible" för en investering från oss så vi investerar i en fas som kallas för "late seed early A". Och det betyder beroende på bransch och den typen av business det är. Om det är software-as-a-service som betyder det en omsättning på... låt oss säga... jag måste tänka efter den svenska kronan, så att det liksom 500.000 svenska per månad i recurring revenue.

I: Mm

R: Så vi talar ändå om ett bolag som har kunder och att gör vinst, eller kanske inte vinst men som omsätter en hel del och nu måste jag tänka tillbaka, vad var din fråga? Investeringsprocessen ja. Så ofta kommer vi över bolag i en tidig fas. Vi kanske ser dem under ett pitchevent och byter några ord, och är de för tidiga snackar vi igen senare och då är de kanske i den fasen som vi tycker är bra. Så efter den första diskussion så så går vi kanske till vår investeringkommitte, typiskt har vi möte varje måndag och frågar kollegorna: "Hej så här är ett intressant bolag, jag vill kolla mera på det. Får jag lov att allokeras mer tid?". För det handlar om tidsallokering från vår sida vad vi prioriterar och det finns väldigt mycket som man kan lägga sin tid på vilket är en konstant utmaning. Om man då får grönt ljus att allokeras mer tid kanske man tar ett till möte med bolaget, gräver lite i go-to-market, kanske försöka förstå mer av produkten och baserat på på det det är ganska yttlig information vid det

skedet, men det som de mest kniviga frågorna lite sanity check, på en hög nivå och så skriver vi än vad vi kallar för "tallgate ett analys". Ett femsidigt dokument med ett ytskrap men man täcker de viktigaste delområden och se att det här kan faktiskt bli ganska stort. Och då handlar det om att att idén är tillräckligt unik, att marknaden är tillräckligt stor, kanske man touchar lite på konkurrensen inte väldigt mycket energi i den fasen men mest för att kolla att det finns en stor marknad och relativt unikt, så då är det liksom räcker vid detta skede. Sen får man ett grönt ljus i det från vår investeringskommitte vilket betyder att alla Partners måste säga "ja", då går arbetet vidare mot vad vi kallar en "tallgate två analys". Och det kan vara ett dokument som är upp mot 30 sidor, det är ganska omfattande och då för att få material till det så skicka över question-lists med olika delområden som vi vill ställa frågor om. Allt från governance av bolaget, frågor om teamet, frågor om affärsmodellen, frågor om försäljning; både historiskt och vad de förutspår att framtiden kommer att va, i pm hur deras teknologi är utvecklad, vad de har på plats, och det kostar att ta in en kund, hur länge en kund stanna kvar, om de har blivit av med kunder så väldigt brett. I samband med det frågar vi även extremt brett om hållbarhetsaspekten, alltså hur sustainable bolaget egentligen är. Om man då i en "tallgate två analys" alla partner fortfarande säger att ja vill vi se när vi investerar att egentligen alla bolag kan bli en Unicorn, det är egentligen det antagandet man måste ha när vi investerar med vår investeringsmodell. Då ser vi att vi i teorin, allting är ju teoretisk ändå, även risken, då ser vi i teorin att det här bolaget kan bli väldigt stort och teamet är bra, vi gillar idén, detta är något vi vill jobba med. Får det ett godkännande där och allt klaffar går man vidare till att diskutera med bolaget värdering, deal-struktur och i den fasen är då vi kanske tar in mer teknisk due diligence, alltså att en teknisk person går in och gräver djupt i teknologin och även kanske legal due diligence att man kollar att allt det juridiska är på plats och ibland finansiell DD, men det är ganska sällan. Ja så [slutligen] kommer det ett term-sheet på bordet med lite high level punkter för vad kontraktet skall innefatta och därifrån vidare till då shareholders agreement och slutliga investeringsavtal.

I: Juste, jättebra information. Ehm koller ni redan på exiten innan ni genomför investeringen?

R: Ja i den mån att vi, vi kollar på om det finns andra bolag i samma bransch som har gjort exits hur det har sett ut och så kanske vi kollar på bolag i USA, det är en naturlig väg att titta på vilka som reda nu gått till exit. Och sen gör vi också definitivt kalkyler på hur det skulle se ut för vi måste kunna räkna hem vår investering, så vi gör hypotetiska beräkningar där och funderar hypotetiskt vilken typ av aktör som skulle kunna vara vägen till en exit.

I: Då antar jag att ni också har ett visst antal år ni räknar på?

R: Ja vi är en ganska traditionell VC firma så vi gör investeringar under fyra år, av en fond och sen som tillägg till det sex år när det när vi gör follow on investments. Vi har nämligen också kapacitet att

fortsätta när ett bolag reser flera rundor så kan vi vara med där, så i princip bolagen som har kommit in i år 1 i vår fond har 10 år på sig att bli en Unicorn. Kommer du in i år fyra så har du bara sex år på dig att bli en Unicorn.

I: Har ni oftast lead investor rollen?

R: Ja ganska ofta kanske 70/30 så 70% lead.

I: Okej. Det kommer lite senare mer om detta senare. Vi ska bara gå vidare till, ja men helt enkelt kärnfrågan; vilka är de främsta kriterierna som påverkar era beslut i en investering?

R: Mm, det är ju kanske ett tråkigt svar. Alltså det är mycket att de löser ett verkligt problem att produkten verkligen löser ett problem. Att de gör världen till en bättre plats, detta är ju en väldigt bred definition, men eftersom vi har ett hållbarhetsfokus också så får det inte göra världen till en sämre plats, vi ska tro på teamet, vi ska tro på att de har vad som behövs för att göra det här riktigt stort och att de också okej med att de har en Venture Capital firma som flåsar dem i nacken och pushar dem och att de är med på vad den resan innebär. Marknaden måste vara tillräckligt stor, det måste vara teoretiskt möjligt att det kan bli jättestort och det betyder i princip att bolaget ska kunna omsätta ungefär alltså från nu talar jag euro, 50 mkr till 100 mkr på 6 års tid 6-7-8 års tid, så det är egentligen det teoretiska att det ska vara möjligt. Och hur vi gör det är då att vi gör lite finansiella prognoser för hur försäljningen har varit och prognostisera hur det skulle kunna se ut. Annat som är viktigt för oss är att teknologin driver framgång i de här bolagen. Vi kan också investera i hårdvara, och har gjort det, men det måste vara Software som ändå liksom är värdefulla och möjliggör expansion. Hmm har jag glömt något... Det har också en hel eller vikt vad de har för Go to market plan, alltså vi måste tro på hur de har tänkt gå ut i massan och hur de har tänkt bygga sin affär och det betyder att det måste klaffa i deras synsätt och deras kanske de har gjort lite initiala tester på internationalisering, försäljning och så här.

I: Hm en fråga jag har, är om ni påverkas i någon utsträckning av personerna eller entreprenörerna och deras tidigare kunskaper och kanske erfarenheter, men också om ni påverkas [av denna kännedom]. Det finns ett fenomen som heter familiarity Bias, där man väljer människor som är lik en själv. Eftersom ni är ett såpass stort företag kanske ni inte har det problemet, men förklara gärna lite hur du tänker kring det.

R: Jag tror att mitt svar på det här är väldigt annorlunda från mina kollegors he-he. Och då refererar jag främst till partners som är män i åldern 45-62. Jo alltså team är jätteviktigt. Jag börjar därifrån. När man investerar i bolag det är ju egentligen lite som ett äktenskap på sätt och vis att man kommer att jobba tillsammans under en väldigt lång period, då vi är hands-on-investerare, vi tar en styrelseplats i alla bolag som vi investerar i, och sitter och jobbar tillsammans med dem, och ifall du inte gillar de

här personerna så kommer du få det hemskt, i värsta fall i 10 år, så det är jätteviktigt att man kommer överens och har personkemi. Med det är sagt, eftersom vi behöver den personkemin så kan jag ibland tycka att det är en viss typ av personlighet som vi investerar i och att det finns en viss homogenitet i viss mån, i en del av en dessa founders vi investerar i. Och det har kanske åtminstone historiskt sett varit lite olika läger eftersom båda partner också har olika kunskaper och styrkor så det blir kanske så att det blir att en viss typ av partner går in för en viss typ av person. Den mer tekniska kategorin går in för ingenjörer i åldern 40-50 och... mm ja... men med det sagt så har vi väldigt bra könsbalans i kvinnliga founders i våra portföljer så i våra portföljer tre och fyra, fyra är den som vi investerar i nu. Där ligger vi på 35% kvinnliga CEO och founders så det är väldigt högt faktiskt så det är vi stolta över. Med det sagt så kan vi bara ha mer spridning i diversitet också.

I: Självklart... Är det en kvot ni använder er av eller säger ni mer generellt att ni ska ha fler?

R: Vi har ingen kvot. Nu har ju EU gått ut med en ny lagstiftning i höst som jag inte riktigt är helt säker på när den träder i kraft, men det här är egentligen vi själva som pushar och det är en av våra hållbarhetsmål också, att ha bättre könsbalans.

I: Har ni en grön impact kvot, om man inte tar med jämställdhet?

R: Jag är inte helt säker på att jag förstår din fråga och du menar om vi tackar nej till bolag för att de har dålig gender diversity?

I: Nja du sa förut att ni bara investerar i företag som har en positiv inverkan på planeten, så ni har kanske en 100% grön impact kvot?

R: Ehm vi investerar i bolag som gör världen till en bättre plats, när man säger planeten så känns det som att det blir väldigt CO2 fokuserat, det kanske är i mitt huvud. Vi investerar i software based tech, så vi investerar i... vad är ett bra exempel... Skulle vi investera i spotify hade man kunnat argumentera för att det gör världen till en bättre plats. Vi vi inte tillverkar CD-skivor och skapar massa waste. Samtidigt finns det kanske problem med hur musikerna behandlas. Så vi investerar inte i impact bolag, eller bolag som bara är gröna. Du har kanske hört om SFDR [lagstiftning], som tvingar fonder som oss att kategorisera oss som artical 6, 8 eller 9. Vi är 8, vilket betyder att vi är en light green fund. Det innebär att hållbarhet är viktigt för oss men det är inte vårt enda kriterium när vi investerar. Är du artical 9 är det liksom de gröna skiftet, där gröna investeringar i absolut viktigaste och då investera du enligt det. För oss eftersom vi investerar i Nordiska bolag så blir det för snävt ifall vi hade varit nine. Nu flummar jag väldigt brett här och svara knappt på din fråga men vad gäller fallet bolag som liksom gör illa... vi har tackat ned till bolag som håller på med vapenteknologi, vi har tackat nej till bolag som uppmuntrar till överdriven konsumtion av billiga Kina-producerade produkter. Där säger vi stopp, det ger vi oss inte in på. Men så kan vi investerar i bolag som kanske inte helt

uppenbart gör någonting positivt, till exempel "once upon a time" som en photo book producer som hjälper till att skapa snygga böcker i en mobilapp, så får du en fotobok så en fysisk bok. Gör världen till en bättre plats? Alltså du kan spara dina minnen på ett snyggt vis. "Once upon a time" gör mycket arbete med hållbarhet men världen ska ju vara en bättre plats, och då kanske såna här böcker inte borde finnas, alltså ur ett helt krasst klimatperspektiv. Poängen är att det inte alltid är svartvitt [om något gör planten till en bättre plats]] vilket kan vara utmanande.

I: Mm, det var ett jättebra svar. Hur tror du dessa beslut kan påverka er prestation. Alltså besluten kring hållbarhet och jämställdhet?

R: Positivt he-he... Det finns massa undersökningar som påvisar att mångfald i team leder till bättre finansiell avkastning och mer välmående organisationer. Så vi tror absolut att financial return och hållbarhet går hand i hand.

I: Skulle du säga att det finns några red flags i en investering, finns det några såna?

R: He-he ja det finns väldigt många.

I: Finns det någonting som får er att säga nej direkt? Du var inne på vapentillverkning och så förut...

R: Ja alltså vapen, eller har det med barnarbete eller icke etisk produktion på något sätt, överdriven användning av naturresurser, så här svart ekonomi, orättvisa arbetsförhållanden, pengar som är svårt att säga varifrån de härstammar. Detta är definitivt väldigt mycket red flags. Mindre allvarliga saker som ändå skulle få oss att rygga tillbaka är om grundarna inte känns samarbetsvilliga, det finns överraskande många såna. Att grundarna inte lyssnar på klokheter från oss, det kan vara att många arbetstagare har dragit från bolaget nyligen. Vi kollar även google reviews och är det många dåliga är det klart en red flag. Vi fact checkar och kollar referenser, om det kommer upp något märkligt där är det också en red flag vi tar fasta på. Det är ju mycket personspecifikt också då.

I: Är det någonting ni kollar på i tallgate 1?

R: Ja precis och inför tallgate 2 definitivt aa och också om det är många kunder som drar "churnar" är det också en red flag.

I: Den primära avsikten med en investering, vad kan det vara?

R: Primära avsikten med att vi investerar?

I: Ja precis.

R: Ehm avkastning för våra ägare. Samtidigt som vi gör världen till en bättre plats [är primära avsikten].

I: Ehm och vad har ni för krav på samarbetet med entreprenörerna?

R: Vi tar alltid en styrelseplats i bolaget. Vilken betyder att vi då har liksom influence. Också i våra investeringsavtal så så begränsar vi... Ofta det liksom grundaren som fortfarande är majoritetsägare i bolaget, men i investeringsavtalet så vill vi begränsa grundades makt i den mån att den inte egenväldigt kan fatta beslut, så det är ju någonting som vi begränsar. Det låter lite grymt, men det är för att de inte kan köra iväg i vilken riktning som helst utan det måste vara en viss del av styrelsen som tycker på ett visst sätt och så har vi ju krav på att de måste leverera vissa typer av rapportering till oss, egentligen det. Och ber vi dem ställa upp på att snacka på en evenemang som vi ordnar eller något sånt så förväntar vi oss att de går med på det. Ofta så gör de det gärna för att det är marknadsföring för dem.

I: Har ni en sån metodik att de får en viss summa i början och sen får de mer när de uppfyllt vissa kriterier?

R: Ibland, ibland så trancherar vi investeringen ja, men inte alltid. Det är en ganska ovanligt kanske två fall av 20.

I: Okej, och om du med egna ord skulle gissa på punkter där ni skiljer er från ett statligt VC bolag?

R: Ehm, ja detta är min uppfattning så jag flummar på. Enligt mig är de sakerna så kallade evergreens, det vill säga att de har egentligen inte tidsbunden investeringshorisont på samma sätt som vi har. Vi funkar ju nämligen i en fondstruktur. Just nu investerar vi vår fjärde fond, det betyder att vi har tre fonder sedan innan och det funkar som så att vi fundraiser, vilket innebär att det är vi som knackar dörr och samlar in pengar och så har vi en pengasäck som vi sitter på och vi investerar de pengarna under fyra år i olika bolag som tar in nya investeringar. Sen stänger vi fonden och gör follow-on-investments, när bolagen reser mer pengar så har vi samma pengasäck som vi fortsätter tryck in då. Medan statliga bolag som har en, en liksom inte en fundraising, enligt min uppfattning, utan de pengarna kommer statligt och de gör investeringar kontinuerligt och kanske inte fondspecifikt utan det fortsätter utan början och slut i princip. Vi har då med andra ord en större pool av investerare. Så det kan vara privatpersoner det kan vara family offices, alltså välbärgade individer, försäkringsbolag. Vi har också statliga aktörer som borde finnas, saminvest är en av dem. European investment fund är en annan och de här ställer ju krav på oss vilket är bra. Samtidigt som jag tror att statliga också har en massa krav på sig speciellt att hålla på med hållbarhet och sånt. Vi kanske gör det mer på eget bevåg om vi beslutar att hållbarhet är viktigt för oss, då satsar vi på det och vi har lite mera frihet ska jag tro än statliga och ja så tror jag vi har högre compensation utan att veta det. Det är möjligt att jag har fel men jag tror ju det. Och att partners har liksom en annan kompensationsstruktur. Partners är ju delägare på ett annat sätt. Carry är ju egentligen det bonus heter i VC världen, alltså då vi gör en exit ur ett bolag så får vi som arbetar någon sorts returns. Jag tror ju att det är större returns för oss

förutsatt att det går bra vs någon statlig.

I: Är det eftersträvansvärt att behålla leadinvestor rollen i framtida rundor eller är det bättre att förändra den?

R: Ja vi brukar förändra den rollen, ofta är vi lead investor när vi går in en första gång. Eller så är vi cold lead, väldigt ofta. Så ifall man räknar cold lead som lead så är det nästan 100% av våra investeringar så är vi lead Investor eller cold lead tillsammans med en annan venture capital fond. Vår investeringsstrategi är att gå in i "Late seed early A" och totalt per bolag så har vi några miljoner euro att investera. Totalt. När vi kommer in i följande runda då reser bolaget som regel kring 3-4 miljoner euro och följande runda från det förhoppningsvis 10 miljoner. Och i en sådan runda så kan vi inte leda längre. Det är inte liksom... Vi kan, vi kan leda men då är vi inte den största som investerar i den rundan. Det är inte alltid så att den som investerar störst summa som är lead men ofta är det så. Ofta är det så vi är ganska prestigelös där och det är inte viktigt för oss att leda en runda efter vår första ingångs investering.

I: Juste... Tror du att det är ett problem att andra VC bolag kan ta rygg på er merit och värdering?

R: Mm... Vi har en sådan strategi där vi gärna investerar med andra. Så det är önskvärt för vår del. Om vi går in i en runda som är 3-4 miljoner euro, så är det en så pass stor runda att vi kan inte ta den ensam och det är också bra med tanke på de ekonomiska klimatet just nu och att vi har flera fickor att gå till ifall bolaget behöver bryggfinansieras, dvs att de inte kommer hela vägen till nästa finansieringsrunda utan behöver extra kapital. Då är bra att vi har flera personer som kan trycka in pengar på bordet om man har ett starkt konsortium av investerare. Ja och att de lever på vår värdering... Nej vi tycker ju att vi diskuterat fram en bra värdering och då vill vi ju att de andra kommer in på samma värdering som vi. Vi tycker att andra investerare ska ha samma värdering som vi när man investerar samtidigt. Det rättvist och fair play och det är så vi är verksamma. Vad gäller informationen vi delar med nya aktörer... Väldigt mycket delar vi med oss av definitivt, vi delar med oss av våra tankar. Vi delar inte med oss av det här långa investeringsdokumentet som vi skriver, för är liksom vår interna IP egentligen men annars ganska transparenta.

I: Okej om du skulle vilja tillägga som jag har missat att fråga om eller så när kommer till kriterier där ni skiljer er [från statliga].

R: Nej egentligen, alltså jag tycker att vår styrka som en venture capital fond är att vi har väldigt mycket follow-on kapacitet, det vill säga att den första investeringen vi gör, bara utgör en bråkdel av vad vi kan investeras totalt så vi är en långsiktigt partner. Vi har ett väldigt erfaret team så vi kan tillföra väldigt mycket kunskap och värde vad gäller internationalisering, försäljning, teknologi alltså väldigt bred front kan vi tillföra väldigt mycket för att vi har varit med i gamet väldigt länge. Vi är

väldigt well connected bland andra investerare och vi kan hållbarhet ganska bra, vi jobba med väldigt mycket med tanke på hur små vi är, sex personer i vårt team, det är ett litet team kan jag ju tillägga. Ja men annars tycker jag väl att jag sagt det var jag tror eller ha-ha hoppas att ni har nytta av.

I: En fråga jag kom på spontant, hur ser du på economies of scale, är det svårt för nya VC företag [att etablera sig]?

R: Det beror på vad svårigheterna har att göra med och när i tiden man snackar. Just nu så alltså det kan om du har liksom väldigt skarpt investeringsfokus och du kan formulera dig och marknadsföra dig väl, alltså det också marknadsföring som för med sig bolag. Vill ju nå ut till många founders. Vi vill ju att de väljer oss som investerare. Som överallt är det hård konkurrens om de bästa dealsen. Så om du kan branda dig väl tror jag att du som uppstickare kan komma långt för att i många mer traditionella, kanske äldre VC, så är det ofta... Ursäkta men gubbar i åldern 40-60 att det kanske inte av de anses vara det mest fräscha å andra sidan i dagens ekonomi när det är väldigt osäkra tider så både nu, redan nu, så ser man många VC fonder som har det utmanande och troligen kommer ha det ännu mer utmanande i form av att deras portföljbolag inte presterar för att det ekonomiska läget är utmanande. I ett sånt fall så kan det vara ganska skönt att va en mer konservativ venture capital firma som har lite, så där, gamla rävar som har sett såna här konjunkturer. Så, du får ett tudelat svar. Det kan vara utmanande att vara ung men det kan också vara en fördel att vara ung ifall din liksom nya approach tilltalar de bästa grundarna. För vi vill ju investera i de bästa bolagen, och dem är det fajt om.