



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

# Den dynamiska processen som formar värderingen av startup- och tillväxtbolag

- vid en första investering av growth- och venture capital bolag

Kandidatuppsats i Industriell och finansiell ekonomi  
Företagsekonomiska institutionen  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Vårterminen 2021

*Handledare:* Gert Sandahl

*Författare:*

Simon Andersson

Matthias Eliasius

*Födelseårtal:*

1995

1988

## **Förord**

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Gert Sandahl för värdefulla synpunkter och feedback under uppsatsens arbetsgång. Vi vill även tacka de respondenter som tog sig tid att delta vid intervjuerna vilket möjliggjorde uppsatsen. Ett sista tack till vår opponentgrupp som under seminarierna givit oss bra kommentarer och förbättringsförslag.

Simon Andersson & Matthias Eliasius

Göteborg, juni 2021

## **Abstract**

**Title:** The dynamic process that shapes the valuation of startup and growth companies - at a first investment of growth and venture capital companies.

**Author:** Simon Andersson & Matthias Eliasius.

**Tutor adviser:** Gert Sandahl.

**Background:** There are several databases that provide data regarding investments made by growth- and venture capital companies in start-up companies and on what valuation the investment is made on. However, there is a lack of studies regarding the dynamic process, the negotiation itself, which leads to start-up companies and investors finally coming to a common valuation.

**Purpose of the essay:** The purpose of the essay is to describe the dynamic process that shapes the final and joint valuation of startup and growth companies in the first investment of venture capital companies and growth capital companies.

**Method:** The choice of method for this essay fell on qualitative interviews that were designed as semi-structured. Eight interviews were conducted with nine different respondents.

**Results and conclusion:** The results show that the negotiation process is dynamic and complex and that all negotiations are unique. This despite the fact that it has turned out that there is a clear basic process for how a negotiation generally looks from the first contact between the parties until a possible investment. During the dynamic process, comparative valuations with similar companies that have previously received investments are often used to reach a market valuation. This is because no valuation models can be applied to the companies due to the fact that there is too little information about relevant historical data. Distinctive factors that are considered important among the start-up companies that succeed in getting an investment are mainly that the team behind the company has great competence in their industry and that the entrepreneurs are driven and credible. This together with the fact that the start-up company needs to have a business idea that is scalable and that there is a large market in the industry with the potential to carry out a fast and large growth journey.

## **Sammanfattning**

**Titel:** Den dynamiska processen som formar värderingen av startup- och tillväxtbolag - vid en första investering av growth- och venture capital bolag.

**Författare:** Simon Andersson & Matthias Eliasius.

**Handledare:** Gert Sandahl.

**Bakgrund:** Det finns flertalet databaser som tillhandahåller data gällande investeringar som sker av growth- och venture capital bolag i startup bolag samt på vilken värdering investeringen är genomförd på. Dock saknas det studier avseende den dynamiska processen, själva förhandlingen, som leder till att startupbolag och investerarna slutligen kommer fram till en gemensam värdering.

**Syfte:** Syftet med uppsatsen är att beskriva den dynamiska processen som formar den slutgiltiga och gemensamma värderingen av startup- och tillväxtbolag vid en första investering av venture capital bolag och growth capital bolag.

**Metod:** Valet av metod till denna uppsats föll på kvalitativa intervjuer som utformades som semi-strukturerade. Det genomfördes åtta intervjuer med nio olika respondenter.

**Resultat och slutsats:** Resultatet visar att förhandlingsprocessen är dynamisk och komplex samt att alla förhandlingar är unika och ingen förhandling är den andra lik. Detta trots att det visat sig finnas en tydlig grundprocess över hur en förhandling generellt sett ter sig från första kontakt mellan parterna fram till en eventuell investering. Under den dynamiska processen används ofta jämförande värderingar med liknande bolag som tidigare fått investeringar för att komma fram till en marknadsmässig värdering. Detta då inga värderingsmodeller går att tillämpa på bolagen på grund av att det finns för lite information om relevant historisk data. Utmärkande faktorer som anses vara viktiga bland startup bolagen som lyckas få en investering är bland annat att teamet bakom bolaget har stor kompetens inom sin bransch samt att entreprenörerna är drivna och trovärdiga. Detta tillsammans med att startup bolaget behöver ha en affärsidé som är skalbar samt att det finns en stor marknad inom branschen man arbetar inom med potential att genomföra en snabb och stor tillväxtresa.

## Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Bakgrund</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Problemdiskussion</b> .....	<b>2</b>
<b>1.3 Syfte</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 Forskningsfrågor</b> .....	<b>4</b>
<b>1.5 Relevans</b> .....	<b>4</b>
<b>2. Teori</b> .....	<b>5</b>
<b>2.1 Venture Capital</b> .....	<b>5</b>
<b>2.2 Venture Capital processen</b> .....	<b>7</b>
<b>2.3 Deal flow</b> .....	<b>8</b>
<b>2.4 Investeringsbeslutet</b> .....	<b>8</b>
2.4.1 Utvärdering av investering .....	9
2.4.2 Värdering .....	10
2.4.3 Kontraktsförhandling .....	13
2.4.4 Finansiell strukturering .....	13
<b>2.4 Teorisammanfattning</b> .....	<b>13</b>
<b>3. Metod</b> .....	<b>14</b>
<b>3.1 Val av metod</b> .....	<b>14</b>
<b>3.2 Datainsamlingsmetoder</b> .....	<b>15</b>
<b>3.3 Presentation av empiri och analys</b> .....	<b>17</b>
<b>3.4 Urval</b> .....	<b>18</b>
<b>3.5 Forskningsetik</b> .....	<b>19</b>
<b>3.6 Kvalitet i kvalitativa studier</b> .....	<b>20</b>
<b>4. Empiri och analys</b> .....	<b>21</b>
<b>4.1 Delmoment 1 - Grundkrav och den första kontakten</b> .....	<b>21</b>
4.1.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 1 .....	22
4.1.1.1 Grundkraven .....	22
4.1.1.2 Första kontakten .....	25
4.1.2 Analys av empirisk data - delmoment 1 .....	27
<b>4.2 Delmoment 2 - Processen</b> .....	<b>28</b>
4.2.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 2 .....	28
4.2.2 Analys av empirisk data - delmoment 2 .....	30
<b>4.3 Delmoment 3 - Den ursprungliga värderingen</b> .....	<b>30</b>
4.3.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 3 .....	30
4.3.2 Analys av empirisk data - delmoment 3 .....	35

<b>4.4 Delmoment 4 - Diskussionen, forrådet och förhandlingen under den dynamiska processen som skapar den gemensamma värderingen .....</b>	<b>36</b>
4.4.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 4 .....	36
4.4.2 Analys av empirisk data - delmoment 4.....	41
<b>4.5 Delmoment 5 - Saminvesteringar .....</b>	<b>42</b>
4.5.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 5 .....	42
4.5.2 Analys av empirisk data - delmoment 5.....	44
<b>5. Slutsats .....</b>	<b>45</b>
<b>5.1 Diskussion.....</b>	<b>45</b>
<b>5.2 Förslag till fortsatta studier.....</b>	<b>47</b>
<b>6. Referenslista .....</b>	<b>48</b>
<b>Bilaga 1 - Intervjuguide .....</b>	<b>51</b>
<b>Bilaga 2 - Respondenter .....</b>	<b>54</b>

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Klimatet för startups i Sverige är glödhet för tillfället. Sedan 2016 har Sverige varit i topp i Europa gällande totalt investerat kapital per capita inom startup investeringar (Bloomberg, 2021). Trenden just nu är att man behåller topplaceringen då det en tredjedel in på 2021 har investerats 1,8 miljarder euro i svenska bolag finansierat via venture capital fonder jämfört med 2,9 miljarder euro under helåret 2020 (Bloomberg, 2021). Den senaste i raden av svenska tillväxtbolag att uppnå miljardvärdering i amerikanska dollar är Trustly vars VD Oscar Berglund menar att det finns ett positivt klimat i Sverige där svenskarna är intresserade av att snabbt testa och ta till sig nya tjänster och produkter. Det positiva klimatet i Sverige förklaras som att det existerar en typ av ekosystem för finansiering och expertis för startup bolag (Bloomberg, 2021).

Definitionen på startup bolag varierar beroende på vilken person som frågas men kan enkelt beskrivas som en ofta nystartad och snabbt växande verksamhet (Företagande.se, u.å.). Startup bolag är grundade av en eller flera entreprenörer som strävar efter att utveckla och erbjuda en innovativ produkt eller tjänst på en marknad där entreprenörerna räknar med en stor efterfrågan runt deras innovativa verk. Startup bolag är ofta kapitalkrävande i början av sin start och tillväxtresa vilket genererar i stora förluster eller begränsade vinster. Dessa förutsättningar leder till att traditionell finansiering inte är något alternativ vilket gör att startup bolagen söker sig till externt riskkapital via exempelvis venture capital bolag (Isaksson, 2006). Med hjälp av externt riskkapital kan startup bolagen fokusera på att utveckla sin produkt eller tjänst samt lansera sin ide på marknaden på bred front. När startup bolag väl lanserat och börjat generera omsättning så kan bolaget även häromkring benämnas tillväxtbolag, vilket är när företagets omsättning växer snabbare än övriga företags (Science Park, 2019).

Ett vanligt sätt för entreprenörer i startup- och tillväxtbolag att söka externa finansiärer är genom venture capital eller growth capital. Venture och growth capital är dock inte bara en investering i onoterade bolag utan investeraren tar även ett aktivt ägaransvar vilket oftast realiserar genom att de tar en plats i bolagets styrelse. Investeringar genom venture och growth capital är ofta tidsbegränsade då investerarna har som målsättning att sälja sin andel av investeringen inom en överskådlig framtid (SVCA, 2021). Det som särskiljer growth capital bolag från venture capital bolag är att growth capital bolag har som fokus att investera i relativt

mer mogna bolag som lanserat sin produkt eller tjänst på marknaden. Growth capital investeringen sker oftast med syftet att påskynda tillväxten genom att de till exempel hjälper bolaget att utveckla dess produkt, ger tillgång till nya marknader eller expanderar bolagets verksamhet (Corporate Finance Institute, u.å.). Under resterande del av uppsatsen kommer venture capital bolag och growth capital bolag att gemensamt presenteras och förkortas till VC-bolag.

Investerarna bakom VC-bolagen är ofta intresserade av att investera i startup- och tillväxtbolag som anses ha stor tillväxtpotential och som har nya intressanta och innovativa ideer på tjänster eller produkter (SVCA, 2021). Ofta är finansiering via VC-bolag avgörande för startup- och tillväxtbolag då dessa typer av bolag ofta har problem att få tillgång till mer traditionell finansiering som exempelvis via banklån. Detta beror på startup- och tillväxtbolagens korta livslängd, det stora behovet av kapital och de höga riskerna som är förknippade med det nystartade företaget. Det är utifrån dessa förutsättningar som VC-bolagens nisch vuxit fram då samtliga osäkerhetsfaktorer beräknas in i investeringsbeslutet (Isaksson, 2006).

Ett VC-bolag går oftast in som minoritetsägare hos startup- och tillväxtbolagen de väljer att investera i. Efter investeringen är VC-bolagen oftast en aktiv ägare i startup- och tillväxtbolagen och bidrar inte enbart med kapital utan även med sådant som ideer, kontakter, branschkunskap, rekrytering, affärsstrategier och finansiell uppföljning. Att VC-bolag mestadels är aktiva ägare i bolagen de investerar i beror på att de vill säkerställa att deras investering ger avkastning (SVCA, 2021).

För startup- och tillväxtbolag kan det förekomma både för- och nackdelar med att acceptera en investering från VC-bolag. Fördelarna kan vara att VC-bolagen bidrar med exempelvis branschkunskaper och kontakter medan nackdelarna kan vara att VC-bolagen ges en rätt till att bestämma om strategiska planer som exempelvis vilken riktning framåt bolaget ska arbeta mot (Tyebjee & Bruno, 1986). Det är således viktigt för startup- och tillväxtbolagen som funderar på att söka extern finansiering via VC-bolag att vara medveten om inflytandet och möjligheten till att påverka som VC-bolag oftast ges vid investeringar (SVCA, 2021).

## 1.2 Problemdiskussion

Ett startup- och tillväxtbolag i tidigt stadié saknar allt som oftast finansiella värden som kan användas för att värdera bolaget. Utan finansiell information är det svårt för både bolaget själva och VC-bolaget att göra en helt korrekt värdering av bolaget. Istället blir värderingen av startup-

och tillväxtbolaget ofta en förhandling som bygger på gissningar och magkänsla av vad värderingen borde vara. Detta leder allt som oftast till att uppfattningen om vad värderingen borde vara skiljer sig åt mellan entreprenörerna i startup- och tillväxtbolaget och VC-bolaget (Dhochak & Doliya, 2020).

Problematiken med värdering av startup- och tillväxtbolagen har existerat sedan uppkomsten av VC-bolag och trots det finns det ännu ingen systematisk metod som kan tillämpas för att lösa problemet (Miloud, Aspelund & Cabrol, 2012). Värderingen av startup bolag är viktig för båda parterna i förhandlingen. För entreprenörerna bakom startup bolaget är värderingen viktig då det ger ett värde på de resurser som bolaget hittills förädlat samtidigt som det även ger ett värde på deras ide med avseende på den nya tjänsten eller produkten. För VC-bolaget är värderingen viktig bland annat för att det avgör hur stor andel av bolaget de får för sin investering samt att det ger en indikation på vilken avkastning som investeringen kan ge. Att försöka hitta en systematisk lösning på värderings problemet är således viktigt för både startup bolaget men även VC-bolaget när en eventuell investering ska göras (Miloud, Aspelund & Cabrol, 2012).

Hur man värderar ett startup bolag är en vida omdiskuterad fråga som innefattar stor variation av resultaten (Köhn, 2018). Det finns flera faktorer som kan påverka värderingen och vilka faktorer som värderas högre än andra kan skilja sig från VC-bolag till VC-bolag (Dhochak & Doliya, 2020).

En vanlig utgångspunkt är att startup bolagen söker en så stor investering som möjligt i utbyte mot minsta möjliga procentsats av bolaget medan VC-bolagen önskar det motsatta (Tyebjee & Bruno, 1986). Samtliga studier inom området gällande hur ett startup bolag värderas utgår från och baseras på den faktiska investeringen som genomförts utan hänsyn tagen till diskussionerna som föranlett den slutgiltiga värderingen (Köhn, 2018). Eftersom den dynamiska processen ligger till grund för investeringsbeslutet flätas all analys och tillvägagångssätt av värderingsmodeller samman under denna process.

*The determinants of startup valuation in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research* skriven av Andreas Köhn (2018) sammanställer och beskriver vilka faktorer och värderingsmodeller som tidigare betydande studier har presenterat om hur värdering av startup bolag sker vid en första investering. Avslutningsvis presenterar Köhn (2018) fem intressanta förslag om fortsatta studier i ämnet som har lite eller ingen forskning alls i området. Ett av dessa förslag påpekar och uppmärksammar att det saknas studier avseende den dynamiska processen, själva förhandlingen, som leder till att startupbolag och VC-bolag slutligen kommit fram till en gemensam värdering vid en första investering.

Då den dynamiska processen är utforskad mark finns det ett intresse av att undersöka detta närmare vilket bland annat innebär att undersöka vilka de största förändringarna som skett under den dynamiska processen gång. Med start i vilket utgångsläget i förhandlingarna varit för att se hur värderingen har förändrats från sitt ursprungsläge och vilka faktorer som i så fall kan ha påverkat denna förändring från utgångsläget.

Uppsatsen avgränsas till att enbart granska den potentiella investeringar och förhandlingar där VC-bolag med huvudsäte i Sverige varit involverade. Den *dynamiska processen* som uppsatsen fokuserar på definieras som tiden mellan att första kontakt etableras mellan startup- eller tillväxtbolag och VC-bolag tills en investering överenskommelse blir av eller att förhandlingarna upphör.

### 1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att beskriva den dynamiska processen som formar den slutgiltiga och gemensamma värderingen av startup- och tillväxtbolag vid en första investering av venture capital bolag och growth capital bolag.

### 1.4 Forskningsfrågor

Utifrån syftet har följande forskningsfrågor formulerats:

*Hur ser den dynamiska processen ut vid förhandlingen som formar och bestämmer det slutliga värdet av startup- eller tillväxtbolaget före en eventuell investering?*

*Vid intresse från båda sidor av att ingå en överenskommelse, hur långt ifrån varandra i värderingen kan man vara när den dynamiska förhandlingsprocessen påbörjas?*

*Finns det några utmärkande faktorer hos startup- och tillväxtbolagen som passerar den dynamiska förhandlingsprocessen och landar i en överenskommelse om investering?*

### 1.5 Relevans

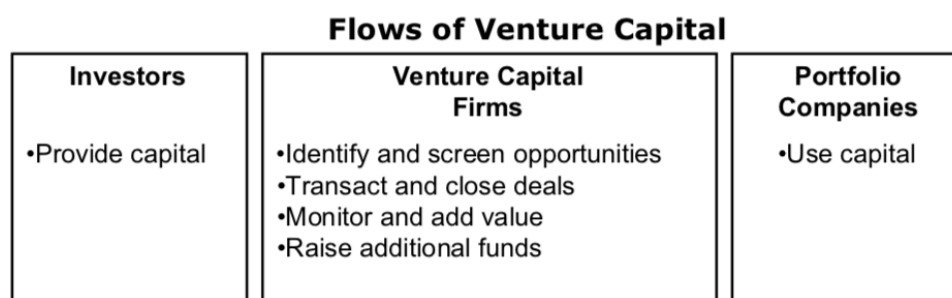
Eftersom det är knapphändigt med information om förhandlingsprocessen utan mestadels studier baserat på den slutgiltiga överenskommelsen av priset för investeringen så bör denna uppsats vara av intresse för både startup- och tillväxtbolag som söker sina första investeringar om händelseförloppet som vanligtvis sker under den dynamiska processen. Även venture capital bolag och growth capital bolag bör intressera sig för uppsatsen då det presenteras olika

perspektiv samt faktorer som formar och kan påverka värderingen under den dynamiska förhandlingsprocessen.

## 2. Teori

### 2.1 Venture Capital

Inom forskningen kring venture capital finns det många tomrum och svåra frågor vilket gör att det finns flera viktiga och intressanta aspekter som kan undersökas. Ett av dessa är processen hos VC-bolag när de investerar. Den består av allt från att resa pengar till deras investeringsfonder, själva investeringsprocessen, hanteringen av portföljbolagen samt till avkastningen av deras investeringar. Under venture capital processen är de främsta aktörerna fondinvesterare som bidrar med kapital till investeringsfonderna, VC-bolagen som sedan gör investeringar och entreprenörerna i startup- och tillväxtbolag, även kallade portföljbolag. För att få en bra förståelse av venture capital processen vid investeringar är det viktigt att dessa undersökningar beskriver relationerna mellan de olika aktörerna (Isaksson, 2006). De olika aktörerna och relationerna mellan dessa framgår av figur 1.



*Figur 1. Bilden ger en översiktsbild av aktörerna som ingår i penningflödet kring venture capital investeringar samt vad respektive aktör har för syfte i kedjan. Källa: Bygrave and Timmons, 1992, sida 11.*

Fokusområdet i denna studie belyser relationen mellan VC-bolagen och entreprenörerna i portföljbolagen. Dock finns det även en relation mellan fondinvesterare och VC-bolagen som är av stor vikt och ett intressant fokusområde men som inte undersöks i denna studie. Relationerna mellan dessa aktörer består både av avtal men även av ömsesidig respekt och skulle någon av aktörerna förlora respekt för någon av motparterna kan relationerna bli ohållbar för ett fortsatt långsiktigt samarbete (Isaksson, 2006). I en artikel av Shepherd och Zacharakis (2001) undersöker författarna vikten av tillit i relationen mellan VC-bolaget och entreprenörerna. För att båda parterna ska bygga tillit och förtroende mellan varandra behöver

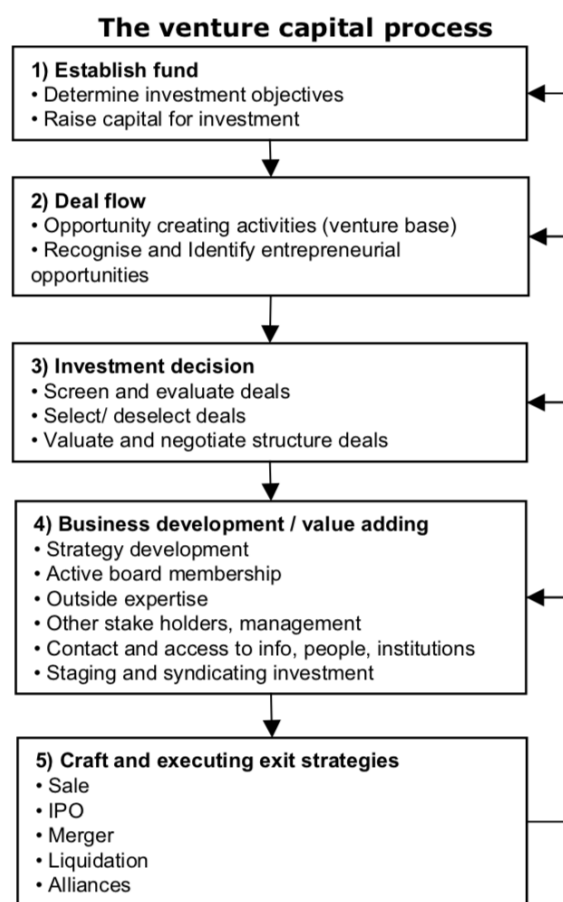
de visa deras engagemang i caset för motparten, vara ärliga och rättvisa mot varandra, att båda parterna kompletterar varandra bra samt att det finns en öppen och tät kommunikation mellan de båda parterna. Just öppen och tät kommunikation lyfts fram som en viktig faktor för att ytterligare förtroende och tillits byggande faktorer ska utvecklas. De båda parterna behöver även hitta en balans i kontrollen av startup-bolaget för att förtroende och tillit mellan varandra ska fungera optimalt. För låg kontroll funktion bidrar till att entreprenörerna får en känsla av att intresset från VC-bolaget är svalt medan för hög kontroll bidrar till att entreprenörerna kan känna att de inte har något förtroende av VC-bolaget. Även Bottazzi et al. (2016) undersöker vikten av tillit i relationen mellan VC-bolaget och entreprenörerna i startup-bolaget. Deras resultat visar att tillit påverkar sannolikheten för att det sker en investering av VC-bolaget och att brist på tillit är ett hinder för investeringar. De lyfter även fram att vikten av tillit mellan VC-bolag och startup-bolag inte är något som ska underskattas och att detta är en väsentlig faktor vid finansiella transaktioner.

I relationen mellan VC-bolaget och entreprenörerna i portföljbolagen har respektive aktör olika syften och ändamål, menar Isaksson (2006). För entreprenören är målet med relationen tillsammans med VC-bolaget att få tillgång till kapital, kompetens, nätverk och kontakter som VC-bolaget har tillgång till. VC-bolaget däremot vill få tillgång till en affärsidé och bolag som de anser har stor potential. Ett vanligt problem i denna relation handlar om hur kontrollen och ägarskapet av portföljbolaget ska utformas. Entreprenören vill oftast behålla största möjliga kontroll över sitt bolag medan VC-bolaget ofta vill ha en del av kontrollen och ägarskapet av bolaget för att kunna övervaka sin investering. Svårigheter i frågan om storleken på kontrollen och ägarskapet i portföljbolaget kan leda till problem i relationen mellan VC-bolaget och entreprenörerna (Isaksson, 2006). Studier från Bernile et al (2007) gjorda på amerikanska marknaden menar att den optimala ägarbildningen hos VC-bolag ska ligga mellan 30-32 % även om det finns stora variationer från *deal* till *deal*. En kvantitativ studie av Narayanan och Lévesque (2014) hävdar dock att den optimala ägarandelen hos VC-bolag ska ligga mellan 42-48 %. Fall som befinner sig under denna nivå ger entreprenören oproportionerligt stor andel av värdet skapat i bolaget medans fall som befinner sig över den optimala nivån medför att det totala värdet som skapas i bolaget blir betydligt lägre. Detta leder till att både entreprenören och VC-bolaget genererar mindre avkastning jämfört med det optimala intervallet på 42-48 %. Detta härleds i att entreprenören kan tappa engagemang vid en för låg ägarandel i bolaget. En annan klassisk fallgrop är att entreprenören inte är mentalt redo över att tappa kontrollen i bolaget under förhandlingsprocessen med VC-bolagen enligt Tyebjee och Bruno (1986). De uppmanar entreprenörerna att inte fastna i tanken över att tappa kontroll över bolaget då VC-

bolagen inte gör investeringar för att skaffa sig nya heltidsjobb och går in på detaljnivå för att styra och ställa, utan går allt enligt plan och budget behöver inte VC-bolagen agera.

## 2.2 Venture Capital processen

För att få en bild av hur venture capital processen kan se ut har Isaksson (2006) gjort en sammanställning av hur tidigare studier beskriver venture capital processen som visas i figur 2 nedan.



**Figur 2.** Bilden ger en översikt av venture capital processen enligt en sammanställning av Isaksson (2006) baserad på tidigare studier. Bilden visar att processen startas med att etablera en fond och avslutas med avyttring av portföljbolagen samt redogör samliga steg däremellan. Källa: Isaksson (2006) sida 44.

Det är viktigt att påpeka att dessa olika faser i venture capital processen inte alltid kommer i en efterföljande ordning. Venture capital processen är naturligt dynamisk och alla de olika faserna är sammankopplade och således kan det skilja sig från fall till fall hur dessa hänger ihop (Isaksson, 2006). De delar i venture capital processen som denna studie undersöker är 2) *Deal flow* och 3) *Investment decision*.

## 2.3 Deal flow

Under *deal flow* processen söker VC-bolagen efter nya intressanta och potentiella portföljbolag som de inte har varit i kontakt med tidigare. Tillvägagångssättet för VC-bolagen att upptäcka nya bolag sker främst genom två olika metoder enligt Sweeting (1981). Dessa kallas för proaktiv och reaktiv, där den proaktiva metoden innebär att VC-bolagen själva aktivt söker efter intressanta bolag, exempelvis genom att de besöker olika mässor eller söker inom sitt nätverk. Medan den reaktiva metoden innebär att VC-bolagen inte själva aktivt söker efter bolag, utan istället söker potentiella portföljbolag upp VC-bolagen. Det visade sig att de flesta *deals*, vilket förklaras som affärsmöjligheter, presenterades av utomstående aktörer såsom branschkollegor och finansiella rådgivare. Sweeting (1981) fann att den reaktiva metoden till stor del används av VC-bolag. När en *deal* presenteras från en utomstående aktör i form av ett annat VC-bolag görs det i syfte av att bilda ett syndikat för att gemensamt göra en investering, detta nätverk kan bestå i två eller flera VC-bolag (Bygrave, 1988). Mellan VC-bolagen som samarbetar genom syndikat finns det ett uttalat reversibelt åtagande om att man presenterar *deals* för varandra. McNally (1997) menar att saminvesteringar (*co-investments*) har fördelarna av att både bli presenterad en intressant *deal* där förarbetet och gallringsprocessen redan är utförd av det samarbetande VC-bolaget och dessutom att man breddar den analytiska investerings expertisen då man gemensamt med minst ett annat VC-bolag tillsammans undersöker en potentiell investering. Liksom McNally undersöker Engebretsen och Lundberg (2000) vilka de främsta tillvägagångssätten är för VC-bolagen att finna eventuella portföljbolag. Undersökningen visar att informella nätverk hos VC-bolagen och från entreprenörerna själva är det två största metoderna som VC-bolag kommer i kontakt med eventuella portföljbolag. Ytterligare metoder som framkommer i studien av Engebretsen och Lundberg (2000) är formella nätverk, finansiella intermediärer samt genom proaktiv sökning, det vill säga att VC-bolagen själva söker efter potentiella portföljbolag. Även Engebretsen och Lundberg (2000) kommer fram till att den främsta metoden för VC-bolag att komma i kontakt med potentiella portföljbolag är genom ett reaktivt tillvägagångssätt, det vill säga att entreprenörerna söker upp VC-bolagen.

## 2.4 Investeringsbeslutet

Den tredje delen i venture capital processen kallar Isaksson (2006) för investeringsbeslutet (*investment decision*). Under denna delen av venture capital processen undersöker och utvärderar VC-bolagen olika anbud från entreprenörer, väljer vilka anbud de ska fortsätta med och vilka de ska avsluta, samt värderar och förhandlar om strukturerna i de olika anbuden.

Investeringsbeslutet delas upp i fyra olika delar av Isaksson (2006), utvärdering av investering, värdering, kontraktsförhandling och finansiell strukturering.

#### 2.4.1 Utvärdering av investering

Under den första delen, utvärdering av investeringen, granskar VC-bolagen de potentiella portföljbolagen och dess entreprenörer. Denna granskning är ofta väldigt grundläggande och fullständig men även väldigt tidskrävande (Isaksson, 2006). Tybjee och Bruno (1981) fann att VC-bolag nästan lägger halva sin arbetstid på söka och granska potentiella bolag att investera i. Mason och Harrison (1999) visar i sin studie att de flesta av investerings förslagen från olika bolag blir avvisade av VC-bolagen. Tybjee och Bruno (1981) lägger fram i sin studie att av 100 bolag som söker investering kommer 10 vidare till ett möte för närmare granskning varav 1 resulterar i en investering. De bolagen där parterna kommer fram till ett investeringsbeslut behöver genomgå en komplett granskning av hela bolaget, denna process kallas due diligence (Isaksson, 2006). Ett framgångsrikt tillvägagångssätt enligt Tybjee och Bruno (1981) för att smidigt ta processen vidare till en due diligence granskning är att använda sig av ett dokument de kallar "*deal sheet*". Detta dokument ska sammanfatta de viktigaste villkoren som följer med investeringen samt överenskommelsen som gjorts kring investeringen, vilket ska ligga till grund för det slutgiltigt juridiskt bindande avtalet för investeringen.

Amit (1998) lyfter i sin artikel fram problematiken för VC-bolag när de ska undersöka potentiella portföljbolag beror på den stora osäkerhet som förknippas med dem. De potentiella portföljbolagen är svåra att bedöma och har en hög risk för att gå i konkurs. Dessa bolag är ofta relativt unga och outforskade samt att det finns begränsad information kring exempelvis deras produkter eller tjänster, affärsplaner, dess marknad och deras framtida kunder. Detta försvårar för VC-bolagen att bedöma om dessa potentiella portföljbolag kommer att lyckas eller inte.

Vid undersökningar gällande vilka kriterier som framgår som viktiga för att ett VC-bolag ska investera eller ej i ett potentiellt portföljbolag framgår det att team kriterier är en avgörande faktor (Köhn, 2018). I studien av Dhochak och Doliya (2020) framkommer det att bolagens interna resurser väger tyngst som huvudkriterie vid värderingar av VC-bolag i jämförelse mot bolagens nätverk och industriella resurser som exempelvis produktdifferentiering och industrins tillväxttakt. I huvudkriteriet interna resurserna ingår underkriterierna grundarnas meriter, grundarnas kompetens, ledningsgruppen samt ledaregenskaper. I en liknande enkätundersökning analyserar Connect (2002) hur investerare prioriterar olika faktorer hos potentiella portföljbolag beroende på var i utvecklingsfasen bolagen befinner sig. Resultatet av enkätundersökningen framgår av tabell 1 nedan där de tio viktigaste faktorerna är rangordnade

med viktigaste faktorn högst upp för respektive utvecklingsfas i form av sådd-, start-, utveckling- och tillväxtfas.

Såddfas	Startfas	Utvecklingsfas	Tillväxtfas
Entreprenören	Entreprenören	Ledningen	Ledningen
Ledningen	Ledningen	Entreprenören	Affärsidén
Affärsidén	Affärsidén	Produkterna	Affärsplanen
Immateriella rättigheter	Immateriella rättigheter	Affärsidén	Kunderna
Produkterna	Affärsplanen	Kunderna	Anställda
Affärsplanen	Kunderna	Affärsplanen	Kassaflöden
Kunderna	Produkterna	Anställda	Allianser
Anställda	Anställda	Immateriella rättigheter	Produkterna
Allianser	Allianser	Allianser	Entreprenören
Kassaflöden	Kassaflöden	Kassaflöden	Immateriella rättigheter

*Tabell 1. Tabellen visar vilka faktorer som investerarna bedömer som de tio viktigaste, i prioriteringsordning uppifrån och ner, under bolagens olika skeden. Källa: Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige (2002) sida 9.*

Från enkätundersökningen framställd i tabell 1 framgår det att exempelvis ledningen tillsammans med affärsidén alltid är två av de viktigaste faktorerna hos potentiella portföljbolag. Under de tidiga faserna sådd- och startfas visar undersökningen även att entreprenörerna är den absolut viktigaste faktorn för att sedan tappa en position under utvecklingsfasen och dala ner till en nionde plats under tillväxtfasen. Kunder och anställda är lågt prioriterade under såddfas för att sedan successivt öka i betydelse för varje fas som passeras. Bolaget kassaflöden är placerad i botten under de tre första faserna men ökar betydligt under tillväxtfasen.

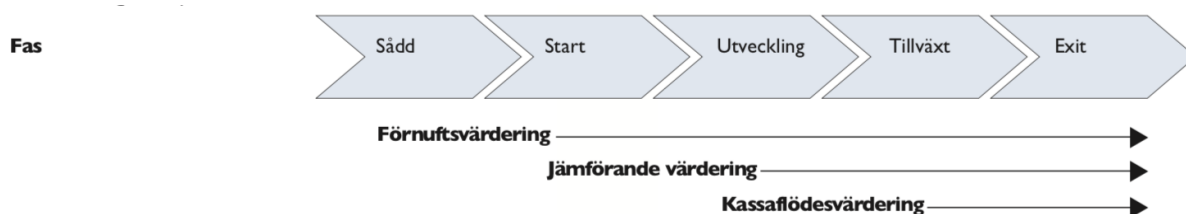
## 2.4.2 Värdering

Nästa steg under investeringsbeslutet som Isaksson (2006) lyfter fram handlar om värderingen av de potentiella portföljbolagen. Trots att värderingen av unga startup bolag som VC-bolagen gör är en viktig del av investeringsbeslutet har forskningen kring detta område varit begränsad. Målet med värderingen och värderingsprocessen av potentiella portföljbolag är att nå fram till ett pris för investering som båda parterna accepterar och är således en viktig del i förhandlingsprocessen. Damodran (2001) lyfter i sin bok fram att det finns flera olika problemområden när unga och privata bolag ska värderas. Exempelvis finns det oftast väldigt lite information om unga och onoterade bolag som kan användas till värdering. Vidare har inte onoterade bolag lika höga krav på redovisning som publika bolag har vilket också försvårar informations samlandet kring bolagen. I unga bolag finns det oftast inga historiska eller utvecklade värden för det egna kapitalet som gör det svårt att bedöma vad en eventuell

investering ger för värde i bolaget. Dessa olika problemområden är exempel på faktorer som kan påverka värderingsprocessen och den slutliga värderingen av det potentiella portföljbolaget (Damodran, 2001).

Tyebjee och Bruno (1986) kallar “*sweat equity*” för dolda tillgångar som inte syns i balansräkningar vid värdering av startup bolagen. Häri ligger ett ansvar på entreprenörerna att kunna presentera sina dolda värden som till exempel en utförlig affärsplan, utvecklandet av prototyp, etablerade kundkontakter, etablerade fysiska anläggnings stationer och rekryteringar av nyckelpersoner inom bolaget. Utöver att presentera sin dolda “*sweat equity*” poängterar Tyebjee och Bruno (1986) att det är viktigt att entreprenörerna håller kontakten med flertalet VC-bolag samtidigt när de söker efter investeringar. Detta för att visa VC-bolagen att det finns intresse från andra aktörer vilket ökar möjligheten att få till en investering och i bästa fall få upp värderingen under förhandlingen. En annan artikel som lyfter fram svårigheterna med att värdera startup bolag är skriven av Hering et al. (2006). Problematiken ligger i osäkerheten att prognostisera olika ekonomiska nyckeltal, till exempel vilka kassaflöden bolaget kommer generera i framtiden, vilket alltid kommer att vara ett dilemma vid värderingen av ett startup bolag. Slutsatsen som Hering et al. (2006) landar i är att det stora problemet vid värderingen handlar om att uppskatta de framtida intäkterna som ofta prognostiseras under due diligence-processen och inte vilka värderingsmodeller som eventuellt kan tillämpas.

I rapporten från Connect (2002) beskriver de tre olika värderingsmetoder som kan användas av VC-bolag vid värdering av potentiella portföljbolag. Dessa kallas för förnuftsvärdering, jämförande värdering samt kassaflödesvärdering. I figur 3 nedan ges en överblick över dessa tre olika värderingsmetoder och när de tillämpas beror ofta på i vilken fas det potentiella bolaget befinner sig i.



**Figur 3.** Bilden presenterar de tre vanligaste värderingsmetoderna och när under bolagens mognadsgrad de är vanligast att tillämpas. Källa: Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige (2002) sida 18.

Förnuftsvärdering är den metod som oftast används vid de allra tidigaste skeden i bolagens utveckling. Vid denna värderingsmetod använder sig investeraren av sina erfarenheter,

kunskaper, intuition och kombinationsförmåga för att försöka värdera ett potentiellt portföljbolag. Den andra av dessa värderingsmetoder, jämförande värdering, bygger på att det aktuella bolaget jämförs med andra liknande bolag. Vid jämförande värdering används ofta olika multiplar för att jämföra bolag. Exempel på olika multiplar är P/E (price/earnings) och då sätts priset på företag i förhållande till den förväntade vinsten kommande år. En annan multipel som kan användas är P/S (price/sales) multipeln och vid denna multipel sätts priset på företag i förhållande till dess försäljning. Hering et al. (2006) lyfter i sin artikel fram användandet av multiplar som en indirekt värderingsmetod av ett startup bolag. Genom att jämföra med liknande bolag och priset för dessa är målsättningen att skapa sig en bild av vad det potentiella portföljbolaget är värt. Författarna lyfter däremot fram att användandet av multiplar har vissa nackdelar vid en värdering. En av dessa är att multiplar endast värderar utifrån vad de liknande bolagen har för nuvarande eller tidigare finansiella värden och således värderas startup bolaget inte utifrån potentialen för dess framtid. En ytterligare nackdel som författarna lyfter fram är även svårigheten hitta jämförbara bolag. De anser att alla bolag är unika genom deras olika utformade strukturer och processer, de olika medarbetarna inom bolagen samt i deras olika relevanta försäljnings- och inköpsmarknader. Detta gör att det aldrig kommer gå att hitta två stycken helt lika bolag som kan jämföras vid en värdering. En värdering med hjälp av en jämförande värdering måste således göras mer eller mindre godtyckligt. Köhn (2018) lyfter även fram att startup bolag som verkar i branscher med hög differentiering och branscher med hög tillväxttakt ges en högre värdering av VC-bolagen.

Den tredje värderingsmetoden som Connect (2002) lyfter fram är kassaflödesvärderingen och där den vanligaste metoden kallas för DCF-metoden (discounted cash flow). Den lämpar sig bäst vid mer mogna bolag som har kommit tillräckligt långt i utvecklingen och att de har kassaflöden. Enkelt förklarar går denna metod ut på att det görs en prognos över bolagets framtida kassaflöden och sedan beräknas vad dessa kassaflöden är värda idag och således även vad bolaget då får för värdering. Prognoserna över de framtida kassaflödena som bolaget förväntas generera bygger på historiska kassaflöden i bolaget samt fakta om olika ekonomiska och branschspecifika faktorer.

Connect (2002) berättar i sin rapport även att investerare också gör olika riskanalyser och de lyfter fram främst fyra olika riskanalyser. Managementrisken, teknikrisken, marknadsrisken och den finansiella risken. Managementrisken analyserar till exempel om entreprenörerna i det potentiella portfölj bolaget har rätt kompetens för att kunna driva och utveckla bolaget. Teknik risken kan till exempel analysera om produkten eller tjänsten håller vad den lovar. Marknadsrisken analyseras för att till exempel se om det finns en efterfrågan på produkten eller

tjänsten. Slutligen den finansiella risken där investeraren analyserar till exempel hur stor risken är att deras investering misslyckas och hur mycket de då förlorar finansiellt.

### 2.4.3 Kontraktsförhandling

Kontraktsförhandling är den tredje delen i investeringsbesluts processen som Isaksson (2006) lyfter fram i sin avhandling. Vid den här fasen börjar VC-bolagen och de potentiella portföljbolagen att förhandla om en eventuell investering. En artikel som undersöker förhandlingsprocessen är skriven av Landström et al. (1998) där de beskriver förhandlingsprocessen som en process där målet är att nå en ömsesidig förståelse mellan VC-bolaget och det potentiella portföljbolaget. De olika kontraktsöverenskommelserna som förhandlas fram under förhandlingsprocessen har som syfte att exempelvis minska informationsasymmetri, undvika moral hazard samt att skydda investerarna från adverse selection. Amit et. al. (1998) skriver i sin artikel att moral hazard och adverse selection skapar ett marknadsmisslyckande rörande finansiering för entreprenör och att denna problematik ökar ju yngre bolagen är. En konsekvens av detta marknadsmisslyckande kan vara att många projekt som har möjligheten till att bli framgångsrika istället kasseras. Om ett avtal slutligen kommer på plats finns det en större transparens mellan de båda parterna och vad deras respektive förväntningar är (Landström et al., 1998). Även Sapienza och Korsgaard (1996) är inne på liknande slutsatser i deras artikel då de menar att syftet med förhandlingsprocessen är att de båda parterna ska kunna bygga en långsiktigt hållbar relation.

### 2.4.4 Finansiell strukturering

Finansiell strukturering är den sista fasen i det Isaksson (2006) kallar för investeringsbesluts processen. Den finansiella strukturen och överföringen av kapital från VC-bolagen till portföljbolagen kan ses som det slutliga steget i investeringsbeslutet. Kapitalet kan tillsättas bolaget på olika sätt, mest vanliga är att investeringen betalas ut i omgångar, ofta enligt fördefinierad milstolpar (*milestones*) (Kiholm & Smith, 2000). Genom denna uppdelning av utbetalningarna får VC-bolagen större kontroll över ledningen och det operativa arbetet i portföljbolagen (Sahlman, 1990).

## 2.4 Teorisammanfattning

Under teorin har tidigare forskning kring VC-bolagens *deal flow* och deras investeringbeslut presenterats. Syftet med detta har varit att försöka presentera vad tidigare forskning har resulterat i inom det aktuella området. Sammanfattningsvis presenteras flertalet faktorer som

kan påverka ett investeringsbeslut. Det finns flera huvudfaktorer som sedan kan brytas ner i ännu fler delfaktorer och som då överlappar varandra. Detta leder till ett brett forskningsfält där man inte kan separera faktorer från varandra. Vilket har lett till att intervjufrågorna har utformats för att omfatta bredden av den tidigare presenterade forskningen.

Vidare under uppsatsens gång kommer teorin dels att ligga till grund för frågorna vid primärdata insamlingen samt för analysen av det empiriska materialet. Utifrån teorin som inspiration och problemdiskussionen har frågorna för primärdata insamlingen formulerats med syftet att kunna besvara uppsatsens syfte och frågeställningar.

### 3. Metod

Hur en studie ska genomföras bestäms utifrån studiens syfte, frågeställningar samt problemformulering (Patel & Davidson, 2011). Denna uppsats syfte är att beskriva den dynamiska processen som formar den slutgiltiga och gemensamma värderingen av startup- och tillväxtbolag vid en första investering av venture capital bolag och growth capital bolag. För att besvara uppsatsens syfte och frågeställningar kan olika forskningsmetoder tillämpas vilket troligtvis resulterar i olika resultat för uppsatsen. Ofta delas forskningsmetoder upp i kvantitativ och kvalitativ metod, dock är skillnaden mellan dessa två olika metoder en levande debatt. En tolkning på skillnaderna mellan dessa båda metoder är att kvantitativ forskning betonar kvantifiering vid datainsamling och analys, medan kvalitativ forskning anses lägga fokus på ord vid datainsamlingen och analysen. Dock finns det många fler aspekter som berör skillnader och likheter mellan dessa två olika forskningsstrategier (Bryman, 2011).

#### 3.1 Val av metod

För att nå en djupare insikt om den dynamiska processen föll valet på att basera uppsatsen på ett antal djupgående intervjuer med respondenter från VC-bolag. Genom att intervjua och ta del av kunskaper och erfarenheter från dessa respondenter är förhoppningen att empirin ska resultera i djupare förståelse för den dynamiska processen.

Uppsatsens kan således ses som kvalitativ inriktad med metoden kvalitativa intervjuer. Vid kvalitativa intervjuer vill man nå fram till detaljerade och djupgående svar från respondenterna. Detta visar sig vid kvalitativa intervjuer bland annat genom att fokuset är riktat mot vad respondenterna anser är viktigt och relevant, inte vad forskaren anser är viktigt. För att nå fram till vad respondenterna anser är viktigt och relevant är det lämpligt att intervjun är flexibel och får röra sig fritt i olika riktningar utifrån respondenternas svar. Vid kvalitativa intervjuer som

metod kan intervjuerna således avvika från de ursprungliga frågorna som formulerats i en intervjuguide. Valet föll på semistrukturerade intervjuer där relativt specifika teman formuleras som sedan berörs vid intervjuerna. De semistrukturerade intervjuerna görs med öppna frågor för att ge respondenterna frihet att själva utforma svaren. Detta gör att frågorna som formulerats innan intervjuerna inte nödvändigtvis kommer att ställas i den ursprungliga ordningen om samtalet med respondenterna utvecklas i en något annorlunda riktning (Bryman, 2011). Denna uppsats kan även sägas utgå från ett deduktivt arbetssätt för att relatera teorin och empirin, då tidigare forskning ligger till grund för primärdata insamlingen samt även för analysen och diskussionen (Patel & Davidson, 2011). Detta förklaras vidare under avsnitt 3.2 Datainsamlingsmetoder.

De semistrukturerade intervjuer utformades genom att tre olika teman med ett antal frågor formulerades som berördes vid intervjuerna. Detta blev uppsatsens intervjuguide (bilaga 1). Att valet föll på semistrukturerade intervjuer grundades på att denna metod ansågs vara bäst lämpad för att kunna belysa de olika delarna i den dynamiska processen genom de tre olika teman som formulerades. Samtidigt som den semistrukturerade mallen ger intervjupersonerna utrymme till att fritt utforma sina svar utifrån vad de anser vara viktigt att belysa. De olika delarna i den dynamiska processen är alla rörliga och hänger samma vilket gör att de inte följer en strikt ordning utan kan flöda mellan varandra. Genom att använda semistrukturerade intervjuer gavs möjligheten till att belysa denna rörlighet mellan de olika delarna i den dynamiska processen. Vid de semistrukturerade intervjuerna fanns det även utrymme att exempelvis ställa följdfrågor som inte fanns med i intervjuguiden om intervjupersonerna gav svar som författarna ville gräva djupare i.

## 3.2 Datainsamlingsmetoder

Metoderna som användes i denna uppsats för att samla in information består av semistrukturerade intervjuer samt en litteraturgenomgång av uppsatsens forskningsämne. Primärdatan består av information insamlad genom de semistrukturerade intervjuerna tillsammans med respondenterna medan sekundärdatan består av information från artiklar och tidigare forskning. Datainsamlingen till denna uppsats inleds med en litteraturgenomgång som dels lägger grunden för uppsatsens teoretiska referensram samt gav inspiration till utformningen av intervjuguiden.

Litteraturgenomgången påbörjades genom att databaser via Göteborgs Universitetsbibliotek användes. De två databaser som användes var Scopus och Business Source Premier där olika

kombinationer av sökord användes för att hitta sekundärdata. Exempel på sökord som användes var “venture capital”, “startup”, “valuation”, “process”, “dynamic process”, “negotiation”, samt “valuation models”. Två sökkriterier som användes var att artiklarna skulle vara peer-reviewed och att artiklarna skulle finnas tillgängliga i fulltext. En viktig metod i litteraturgenomgången var även att utifrån relevanta artiklar och deras referenslistor leta vidare efter fler relevanta artiklar inom forskningsämnet.

Efter att grunden för den teoretiska referensramen var lagd började arbetet med insamlingen av primärdatan. Utifrån uppsatsens syfte samt resultatet av litteraturgenomgången av tidigare forskning under teorin formulerades en intervjuguide. Denna intervjuguide utformades genom att tre olika teman skapades som grund för att beskriva den dynamiska processen och således för att kunna besvara uppsatsens syfte. Under varje tema formulerades sedan olika huvudfrågor samt möjliga följdfrågor. Utifrån bredden som framgår under teorin formulerades intervjufrågorna brett för att kunna beskriva den dynamiska processen och för att kunna beröra de olika faktorerna som påverkar investeringsbeslut vilket presenteras under teorin. Intervjuguiden användes som grund och utgångspunkt vid de semistrukturerade intervjuerna.

Efter att intervjuguiden tagit form började arbetet med att hitta och kontakta potentiella respondenter till uppsatsen. Totalt kontaktades 47 möjliga respondenter med en förfrågan om att eventuellt ställa upp som intervjuperson till denna uppsats. De möjliga respondenterna som kontaktades hittades främst bland SVCAs ordinarie medlemmar (SVCA, u.å.) men även via författarnas kontaktnät. Det slutliga antalet respondenter landade till sist i nio olika intervjupersoner vid åtta olika intervjutillfällen. Om mer tid hade funnits hade det varit önskvärt att försöka få till fler intervjuer men då transkribering samt sammanställandet av empirin är en tidskrävande process är det tveksamt om det funnits tidsutrymme till fler intervjuer.

Intervjuerna skedde via videolänk där båda författarna deltog vid sju av åtta intervjuer. Vid en av intervjuerna hade den ena författaren tekniska problem vilket förhindrade deltagande vid denna intervju. Upplägget vid de övriga sju intervjuerna var att den ena författaren var mer aktiv och höll i intervjun medan den andre författaren var mer passiv och flikade in med eventuella följdfrågor om så behövdes. Att den ena författaren var mer aktiv medans den andre författaren var mer passiv var ett beslut som togs då det bedömdes höja kvaliteten på samtalet med respondenterna. Eftersom intervjuerna skedde via videolänk gjordes bedömningen att om båda författarna försökte föra ett samtal med respondenterna skulle tekniken göra det svårare att få till ett bra och naturligt samtal med respondenterna. Detta på grund av att det lätt blir störningar och fördröjningar på videolänk. Att intervjuerna skedde via videolänk var en naturlig följd av coronapandemin som rådde under uppsatsen genomförande. Utan en pågående

pandemi hade troligtvis intervjuerna istället gjorts via ett fysiskt möte beroende på distans och tid. Att hålla intervjuerna via ett fysiskt möte hade eventuellt kunnat höja kvaliteten på intervjuerna då det blir enklare att uppfatta sådant som kroppsspråk och tonläge. Dock bedömer författarna till denna uppsats att intervju via videolänk inte har någon påverkan på kvaliteten av den insamlade empirin.

Efter genomförandet av intervjuerna påbörjade arbetet med att transkribera de inspelade intervjuerna för att få fram ett textmaterial som kunde användas till uppsatsen empiri och analys. Samtliga respondenter gav sin tillåtelse till att intervjuerna spelades in för att underlätta datainsamlingen.

### 3.3 Presentation av empiri och analys

Hjerm, Lindgren och Nilsson (2014) beskriver den kvalitativa analysen genom tre olika steg som de benämner kodning, tematisering och summering. Dessa tre olika steg sker ofta parallellt med varandra. Kodningen innebär att det insamlade materialet från intervjuerna uppdelas grovt, medan tematiseringen innebär en något mer noggrann indelning av olika teman vilket sedan används som material för själva summeringen, där analysen och slutsatserna sker. De tre olika stegen har skett i samma följd som Hjerm et al. (2014) presenterar dem vilket faller sig naturligt och logiskt. Dock har vissa slutsatser framkommit tidigare under de olika stegens gång trots att det egentligen är det sista man gör i processen.

Transkriberingen av intervjuerna skedde ordagrant för att inte viktig information och feltolkningar skulle göras av respondenternas svar. Efter att all transkribering var färdigställd påbörjades det första steget i den kvalitativa analysprocessen som Hjerm et al. (2014) beskriver som reduktion av data eller kodning. Detta skedde genom att det transkriberade materialet först lästes flertalet gånger och sedan gjordes en preliminär ordning av det transkriberade materialet. Ordningen av detta material gjordes utifrån de tre olika teman som behandlades under intervjuerna och dessa markerades med var sin färg. Sedan färgades den text som ansågs passa in och besvara de olika teman och lades sedan in under samma teman för att ge en översiktlig bild av vad samtliga respondenter svarat kring respektive tema. Under detta arbete beslutade författarna att ytterligare två teman skulle skapas för att dels ge en bättre bild av den dynamiska processen och för att lättare kunna presentera respondenternas svar. När all text från intervjuerna med respondenterna som berör samma tema hade förts samman och sorterats var det sedan enklare att få en bild över olika inslag och synsätt kring det aktuella temat. Vid denna tematisering kunde datamaterialet finjusteras och reduceras ytterligare för att ge en grund till

ett empirimaterial som kan användas till ett resultatkapitel och för att besvara uppsatsens frågeställningar. Slutligen skedde en summering av datamaterialet under de olika teman där det viktigaste från intervjuerna presenteras för att beskriva den dynamiska processen. Senare under uppsatsens gång döptes de fem olika teman om till *delmoment* för att bättre beskriva resultatet och analysen.

I denna uppsats används även en teorikonsumerande metod. Hjerm et al. (2014) beskriver det som att teorin används för att se om den kan ge förklaring och samband till det som undersöks i uppsatsen och är en lämplig metod för en kvalitativ intervjustudie. Den teorikonsumerande metoden tillämpades under analysen där empirin kopplas ihop med teorin för att redogöra samband samt olikheter som framkommer.

För denna uppsats har författarna valt att presentera empiri och analys under samma kapitel vilket kommer ske under kapitel 4. Dock kommer empirin och analysen att presenteras skilda från varandra för att det tydligt ska framgå vad som är empiri som härrör från våra intervjuer och vad som är den teorikonsumerande metoden och analysen. Att tydligt skilja mellan empiri och analys under ett resultatkapitel och inte blanda dessa ses som en grundregel enligt Åkerlund (2017). Empirin är en sammanfattning av den insamlade primärdatan från intervjuerna som ska presenteras neutralt och inte med några egna tolkningar eller analyser. Under analysdelen däremot kopplas den presenterade empirin till den tidigare forskningen som presenteras under teorikapitlet, det är även viktigt att inga andra resonemang och erfarenheter utanför empirin och teorin förs under analysen (Åkerlund, 2017).

Författarna till denna uppsats anser att detta tillvägagångssätt för att presentera empiri och analys som skilda från varandra lämpar sig bäst för denna uppsats. Att det tydligt framgår vad som är empiri och som härrör från respondenternas svar vid intervjuerna anser författarna är viktigt för att det tydligt ska framgå vilken fakta det finns inom den dynamiska processen. Detta ger även läsaren möjligheten att själv kunna göra en egen analys av empirin då empirin presenteras med branschens egna språk och termer. Att presentera empirin med branschens egna språk och termer anser författarna ger en bättre inblick och ett större djup för kunskapen om den dynamiska processen.

### 3.4 Urval

Urvalet till uppsatsen gjordes utifrån vilka möjliga respondenter som kunde ge information om den dynamiska processen. Vid början av uppsatsen var tanken att fokuset skulle vara både utifrån VC-bolags perspektiv men även utifrån startup bolags perspektiv på den dynamiska

processen. Dock gjordes bedömningen en bit in i forskningsprocessen att tidsbegränsningen för denna uppsats inte gav utrymme för att kunna generera tillfredsställande empiri från båda perspektiven vilket gjorde att urvalet och fokuset i uppsatsen endast blev utifrån VC-bolagens perspektiv. Vid diskussionen om urvalet ansågs även att VC-bolagen besitter större erfarenhet inom den dynamiska processen då de arbetar med det dagligen och således har större kunskap inom uppsatsens område. Medan erfarenheterna och kunskaperna hos startup bolag inte är lika omfattande då det inte ingår i deras dagliga arbete. Urvalet bland VC-bolagen gjordes med ambitionen att få representanter inom olika sektorer då VC-bolag ofta kan vara ganska nischade mot vilka typer av bolag och branscher de investerar i. Fördelen ansågs vara att uppsatsen empiri får ett bredare perspektiv om det skulle visa sig att vissa sektorer skulle ha processer anpassade efter sin bransch och inriktning. Nackdelen kan istället leda till att man inte kommer fram till något specifikt och samlat svar som kan representera processen i stort bland VC-bolagen. Bryman (2011) beskriver ett sådant urval vid en kvalitativ studie som målinriktat eller målstyrt urval. Det innebär att urvalet till uppsatsen väljs utifrån de frågeställningar och syfte som författarna har formulerat.

Samtliga nio respondenter som deltog vid intervjuerna representerar venture capital bolag eller growth capital bolag. Sju av de nio respondenterna ville delta anonymt i uppsatsen. En av de anonyma respondenterna gav dock tillåtelse att berätta att denne representerar Zenith Group. De två respondenterna som är namngivna under uppsatsen representerar Luminar Ventures och eEquity.

### 3.5 Forskningsetik

Bryman (2011) beskriver i sin bok fyra stycken forskningsetiska grundprinciper rörande de personer som är kopplade till forskningen som genomförs, i vårt fall respondenterna vid intervjuerna. Dessa är informationskravet, samtyckeskravet, konfidentialitetskravet samt nyttjandekravet. Informationskravet innebär att respondenterna som deltar i uppsatsen ska ges information om uppsatsens syfte samt deras frivillighet till att delta, och deras rätt och möjlighet att hoppa av uppsatsen om de önskar. Samtyckeskravet innebär att respondenterna helt självständigt fick bestämma om de ville delta i uppsatsen eller ej. Dessa krav förmedlades till respondenterna genom kontakten som togs via e-post där en förfrågan ställdes till möjliga respondenter om intresse och möjlighet fanns till att ställa upp på en intervju för en kandidatuppsats. Tredje grundprincipen som Bryman (2011) lyfter fram, konfidentialitetskravet, innebär att alla uppgifter om respondenterna som deltog ska behandlas

med största möjliga konfidentialitet. Respondenterna fick information om detta både vid den första kontakten samt vid intervjutillfällena. Endast författarna till denna uppsats känner till uppgifterna för respondenterna som önskade anonymitet. Slutligen den fjärde principen, nyttjandekravet, innebär att uppgifterna som samlas in från intervjuerna endast ska användas till forsknings ändamålet för uppsatsen. Detta förmedlades till respondenterna både vid den första kontakten samt vid intervjuerna. Redan vid den första kontakten samt vid alla intervjuer framfördes det till respondenterna att deras deltagande kunde ske helt anonymt vid önskemål om det. Respondenter som önskat ställa upp anonymt har tilldelats fingerade namn i form av siffror vid presentationen under empirin.

### 3.6 Kvalitet i kvalitativa studier

Reliabilitet och validitet utgör viktiga kriterier för att visa på kvaliteten vid kvantitativa studier. Vid kvalitativa studier och metod som denna uppsats bygger på har dessa två kriterier inte samma mening. Vid kvalitativ forskning ges reliabilitet och validitet en lite annorlunda innebörd och istället lyfter Bryman (2011) fram andra kriterier som kvalitativa studier kan bedömas utifrån. Dessa är trovärdighet, överförbarhet, pålitlighet, en möjlighet att styrka och konfirmera, rättvis bild, ontologisk autenticitet, pedagogisk autenticitet, katalytisk autenticitet och taktisk autenticitet.

Trovärdigheten i resultatet skapas genom att undersökningen sker utifrån de regler som finns samt de personer som är med i studien får möjligheten till att ta del av resultatet för bekräfta att de som utför studien tolkar verkligheten på rätt sätt (Bryman, 2011). Under uppsatsens forskningsprocess har ambitionen alltid varit att på ett så gott sätt som möjligt följa de olika regler som lyfts fram i olika metodlitteratur. En nackdel är dock att det inte har funnits tidsutrymme till att kontakta respondenterna för att få bekräftat att författarna tolkar deras information rätt.

Överförbarhet berör hur resultatet från en studie kan överföras och brukas vid andra eller senare kontexter (Bryman, 2011). Då denna uppsats empiri är den största delen och beskrivs på ett utförligt sätt borde detta fungera som en bra databas för andra personer att använda vid andra kontexter.

Pålitlighet innebär att det finns en fullständig och tillgänglig redogörelse av hela forskningsprocessen och att det finns möjlighet att bedöma kvaliteten på de tillvägagångssätt som använts (Bryman, 2011). Under metodavsnittet har författarna så utförligt och effektivt

som möjligt försökt redogöra för alla de olika faserna genom denna uppsats genomförande. Detta för att det ska resultera i en så hög pålitlighet som möjligt för uppsatsen.

En möjlighet att styrka och konfirmera innebär att det ska vara uppenbart att utförandet och slutsatserna av undersökningen inte medvetet har påverkats av forskarens personliga värderingar eller teoretisk inriktning (Bryman, 2011). Vad betydelsen av teoretisk inriktning innebär är lite svårt att tolka, dock kan det finnas en risk att detta är en svaghet med uppsatsen då en tidigare studie har använts som utgångspunkt till denna uppsats vilket kan ha påverkat hur valet av utformning på uppsatsen valdes.

## 4. Empiri och analys

Den empiriska datan har delats in i fem olika delmoment med mål att försöka spegla hur förhandlingen gestaltar sig i kronologisk ordning. Delmoment 1 kommer belysa hur investerarna och bolagen kommer i en första kontakt med varandra samt förberedelserna som krävs innan ett första möte blir av vilket ses som att förhandlingen har startat. I delmoment 2 presenteras hur processen i stort ser ut från att man inleder med ett första möte tills man kommer fram till ett beslut huruvida man ska investera eller avsluta förhandlingarna under processens gång. Under delmoment 3 diskuteras den ursprungliga värderingen från både investerarnas håll samt bolagens egna värdering och hur de kan skilja sig åt. Diskussionen och förhandlingen av den slutgiltiga och gemensamma värderingen presenteras under delmoment 4. Avslutningsvis beskrivs i delmoment 5 hur saminvesteringar mellan investerare fungerar och respondenternas ställning och strategier kring det. Sammanfattningen av den empiriska datan för respektive delmoment kommer analyseras mot relevant tidigare forskning som presenterats under uppsatsens framlagda teorikapitel.

### 4.1 Delmoment 1 - Grundkrav och den första kontakten

Under detta delmoment redogörs hur investerare kommer i kontakt med intressanta bolag som det finns möjlighet att potentiellt investera i samt om det finns några kriterier och krav som bolagen behöver uppfylla innan en förhandling kan inledas. Vidare presenteras även om bolagen behöver redogöra en egen värdering vid den första kontakten för investerarna samt vilken information som samlas in innan en eventuell förhandling startar.

## 4.1.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 1

### 4.1.1.1 Grundkraven

För att få en inblick över bredden som är representerad bland uppsatsens respondenter inleds varje stycke med en presentation över respondentens fokusområde med en redogörelse kring vilka kriterier och krav som finns hos respektive respondent på bolagen som söker investeringar.

Intervjuperson 1, i fortsättningen benämnd som IP1, arbetar med venture capital investeringar övergripande i nordiska startup bolag med mjukvaran i fokus. Vidare har de tagit fram olika fundamentala kriterier som behöver bockas av *“för att vi tror att det är krävs för att bygga ett framgångsrikt bolag och det är liksom baserat på vad vi har sett i alla bolag under åren”*. Det handlar bland annat om teamet som utgör en väldigt stor del där man tidigare sett att det jätteviktigt att ha förstahands erfarenhet från industrin eller liknande relevant bakgrund i kombination med kommersiell och teknisk kompetens. Det är ett viktigt kriterium då teamet på egen hand kan komma längre själva innan det behövs rekryteras in dyra seniora personer externt. Entreprenörerna måste även ha ett väldigt stort incitament i bolaget för att ta bolaget framåt, IP1 utvecklar det genom uttalandet att *“i de allra tidigaste skedena så ser vi att entreprenörerna ska äga 80 % av bolaget när vi kommer in för att sedan länge hålla sig på en hög nivå”*. IP1 fortsätter med att utveckla sitt resonemang, *“fram till en A-runda försöker man ju hålla entreprenörerna i majoritet just för att det är dom som ska ha incitament att bygga bolaget vidare”*. Utöver teamet ska bolaget även från start ha en väldigt tydlig vision om hur de ska nå framgång, IP1 utvecklar; *“en tydlig väg till lönsamhet, för bolagen som vi går in i är inte lönsamma när vi går in, men man måste ändå ha en tydlig väg dit så vi ser att man kan nå det”*. Ytterligare fundamentala kriterier på bolagssidan är att bolaget måste lösa ett väldigt tydligt problem, ha en hållbar affärsmodell samtidigt som det måste finnas en stor marknadspotential. *“Sen så måste det ju vara en väldigt skalbar affärsmodell som man jobbar med i grund och botten annars kan du inte använda dig av venture capital helt enkelt för det är för höga return krav så att du hinner inte det annars.”* IP1 avrundar med att *“bolaget måste ha en riktig liksom wow faktor, vi vill ha bolagen som vi får rysningar av och som sticker ut från mängden”* med tillägg att bolagen måste ta in tillräckligt stora investeringsrundor så att kapitalet faktiskt kan göra skillnad.

Intervjuperson 2.1 och 2.2, i fortsättningen benämnda IP2.1 och IP2.2, är kollegor och representerar ett dotterbolag inom en stor koncern. Dotterbolaget arbetar inom growth capital med grundkrav om att bolagen ska uppvisa vinst och stark tillväxt, IP2.1 förtydligare med att

*“vi har ju väldigt svårt att gå in i ett pre-revenue bolag, har bolaget inga kunder och ingen försäljning och bara är en idé som kan vara briljant förvisso men liksom inte är bevisad, då kan inte vi engagera oss”*. De investerar endast i lite mognare bolag vilket förtydligas med aspekten *“att vi förvaltar ganska mycket kapital, runt 8 miljarder, så skulle vi sätta 5 miljoner i en startup så spelar inte det så stor roll på vårt nav, så det handlar lite om att allokerar resurser på ett klokt sätt”*. Bolagen ska helst ha en typ av marknadsledande potential, både inom produkt- eller tjänstesektorn. Affärsmodellen kan vara disruptiv men behöver vara trovärdig i det och samtidigt ha kapacitet för att nå en ledande position på marknaden, gärna med internationell potential. Ytterligare en viktig aspekt är entreprenören själv liksom teamet, *“det är ju dem man betar på”*. Ett sista tillägg, och ytterligare ett kriterium, är att de endast opererar på marknaden som en minoritets investerare *“och det gör också att i den fasen bolagen kommer till oss i så vill vi gärna se att det finns andra duktiga medinvesterar också som har investerat i bolagen”*. IP2.2 avslutar med *“vi vill inte bara vara en ensam professionell investerare utan behöver ha andra duktiga med oss”*.

Daniel Karsberg representerar Luminar Ventures vilket är en venture capital fond som investerar i tidiga skeden som kan liknas med sådd investering där normalt sett affärsänglar har störst representation. Daniel förklarar att Luminar Ventures främst investerar i team med digitala produktbolag som driver digitaliseringen inom stora marknader. Finansiella kriterier är att grundarna minst måste äga 60 % i bolaget samt att storleken på rundan inte får vara mer än tre miljoner euro.

Intervjuperson 4, i fortsättningen benämnd som IP4, har personlig erfarenhet från båda sidor av investeringarna då hen tidigare själv varit medgrundare i ett bolag som rest kapital där man slutligen genomförde en exit. Numera finns IP4 representerad som partner operativt inom en venture capital fond som investerar i nordiska mjukvarubaserade bolag, *“man kan säga att vi gör hårdvaru-investeringar men det är ofta mjukvaran som är den stora grejen”*. Gällande kriterier bolagen behöver uppfylla menar IP4 att *“det är ju mycket en helhet, det ska gärna va ett team av entreprenörer som har rätt så bra complementary skills och förstås saker som energi och sånt”*. Som investerare vill de även ha någon form av kommersiella bevis på att affärsmodellen fungerar, dock är det kanske inte möjligt på bolag med en affärsmodell inom deep tech men där önskar man se någon form av partnerskap som visar att det finns ett intresse för teknologin. *“Sen måste du vara egen, du måste ha egen teknologi, egen produkt, egen software på något sätt. För det hjälper otroligt mycket, man har mycket mer agilitet.”* Viktigast av allt behöver bolaget ha en value creation logic vilket IP4 förklarar som *“så att det finns en*

*affärsmodell som gör att det går att skala bolaget, det måste finnas en go to market som gör att det blir stort för det är otroligt höga krav som vi har på avkastning för de här bolagen”.*

Intervjuperson 5, i fortsättningen benämnd som IP5, är numera forskare på ett universitet men har tidigare erfarenhet från en av landets större mediekonglomerat som har en separat venture capital fond inom koncernen. Generellt så var de inriktade på mediebolag med mål om att *“hitta en match strategiskt och digitalt var ju mest spännande, men å andra sidan där var man ju väldigt bred så att säga, det var ingen media som man inte var intresserad av”.*

Intervjuperson 6, i fortsättningen benämnd som IP6, representerar ett investeringsbolag som *“delvis jobbar med att investera i tidiga skeden inom venture capital men även gör större investeringar i mer mogna bolag”* likt senare skeden inom growth capital. Det som gör investeringsbolaget lite unikt är att de är ett helägt dotterbolag till en koncern och *“vi är inte en fond på det sättet utan vi investerar koncernens egna pengar och vi har därför ingen exit strategi eller agenda för våra investeringar, vårt mål är snarare att bygga framgångsrika företag på lång sikt”.* De investerar främst inom fyra områden ganska koncentrerat *“varav hälsa friskvård är ett, teknisk säkerhet är ett, framtidens mat är ett och retail tech infrastructure är det fjärde”.* De har även en femte sektor som är väldigt bred vilket förklaras med *“att vi kan vara opportunistiska om vi tycker att det är tillräckligt intressant”.* Kriterierna för en investering är *“en marknad som är intressant över lång tid och som är tillräckligt stor”.* Dessutom ska affärsmodellen ha en inverkan att *“göra gott på något sätt i samhället”* då de har hållbarhetsaspekter prioriterat högt inom koncernen. IP6 avslutar med att *“ett viktigt steg för oss och kanske viktigare för oss än för många andra, det är att vi ska kunna bidra som ägare på något mer sätt än bara som en finansiell investering, vi vill kunna bidra med know how inom något område till bolaget som de behöver”.*

Aida Jammal representerar eEquity som hon klassificerar som en klassisk tillväxtfond. eEquity har främst investerat i e-handelsbolag och generellt brukar branschkollegor kategorisera dem som en sektorfond men *“jag vet inte om jag håller med helt för vi investerar i e-handel och tech och det är typ allt”.* Utöver e-handel investeringar har de även investerat i online-tjänstebolag såsom uthyrning av elscootrar och bokningar av begravning men även i en app där man kan följa sin graviditet, Aida förtydligar med att *“förutom heavy software och tech så det är verkligen allting som vi investerar i”.* De har sin strategi de investerar enligt med ett visst antal uppsatta kriterier som *“bland annat att bolagen helst ska omsätta minst 50 miljoner svenska kronor om året med ambitiösa entreprenörer som drömmer stort och vill att bolaget ska bli väsentligt större”.* Vidare förklarar Aida att *“bolaget ska helst ha proven contest, det*

*betyder att affärsmodellen funkar men bolaget behöver inte vara lönsamt samt ska ha ett team där entreprenörerna är coachingbara, just det ordet är väldigt viktigt för oss”.*

Intervjuperson 8, i fortsättningen benämnd som IP8, har över 25 års erfarenhet av venture capital investeringar inom biotech sektorn och opererar på marknaden som founding partner i dagsläget. Inom sin fond *“har vi faktiskt ett väldigt hårt, eller rimligt tajt definierat program för vad vi kallar för seed investeringar där vi har ett antal uppsatta krav, det handlar ju mest om spinouts från universiteten”*. Fördelningen på investeringar som görs via spinouts från universiteten och självständiga bolag är ca  $\frac{2}{3}$  i antal till universiteten och  $\frac{1}{3}$  självständiga bolag. IP8 är inne på att biotech branschen är annorlunda jämfört med VC-aktörer inom tech branschen, inom biotech *“handlar det om att försöka utveckla en produkt så långt som möjligt och sen säljer man den en gång, om man tänker på nån app utvecklare så gäller det bara att skala upp det så att man får många användare, här är det liksom, du har en kund oftast i de här bolagen som du säljer det för flera miljarder och så tackar man för kaffet och går hem, så det är rätt annorlunda affärsmodell”*. Kraven på bolagen de investerar i är *“att försöka få till ett alignment mellan oss och de som ska driva bolaget, vi vill att det finns någon tydlig person som driver caset och att vederbörande har aktieäggande”*. IP8 fortsätter med en längre utläggning; *“Grundkrav är att det ska finnas ett bolag bildat, att det ska finnas IP, någon form av möjlig patent att ansökan eller godkända patent samt att det ska finnas en tydlig struktur kring IP:t. Vidare är vi väldigt obsessed med milestones, om vi stoppar in X kronor så ska det räcka till någonting som vi tillsammans med grundarna definierar vad det är för någonting, det kan va olika saker men att man tar fram en prototyp, gör några försök eller något liknande. Så alignment och tydliga mål är väl liksom våra huvudkrav.”*

#### 4.1.1.2 Första kontakten

Det första steget under den dynamiska processen som denna uppsats undersöker är hur den första kontakten mellan bolagen och investerarna sker. Under intervjuerna framgår det att det finns olika vägar som investerare och bolag kommer i kontakt med varandra där samtliga respondenter har sina egna vägar och modeller de arbetar utefter.

IP1 berättar att de jobbar väldigt aktivt med något som kallas för deal sourcing som innebär att investerarna letar efter potentiellt intressanta bolag. Dels gör investerarna något som de kallar för *“outbound search”* där investerarna själva är ute och letar efter specifika bolag som de anser är intressanta. Det kan handla om bolag som investerarna har hört talas om och som de sedan letar upp men det kan även vara att investerarna deltar i olika event och liknande. IP1 berättar även att de har en stark *“inbound lead final”* som innebär att det är många bolag som

hör av sig direkt till investerarna och berättar om sina egna bolag och söker efter finansiering. Ett liknande svar ger även Daniel Karsberg som berättar att det är ungefär *“fifty-fifty”* att de själva hittar bolag kontra att bolagen söker upp dem. Även IP6 och Aida Jammal nämner att de både själva aktivt letar efter bolag samt att de varje vecka via mejl blir kontaktade av bolag som är på jakt efter kapital. IP6 berättar vidare att de försöker bygga ett eget varumärke bland annat genom att de utåt via exempelvis föreläsningar på inkubatorer och universitet vill visa att de är framgångsrika investerare och försöker visa vilka fördelar det finns med att ha dem som partner. IP6 berättar även att många case kommer in via personliga kontakter som de bland annat fått vid tidigare investeringar. Slutligen sammanfattar IP6 att de besöker och träffar många bolag hela tiden kontinuerligt, *“om vi läser om ett bolag i tidningen som vi tycker verkar intressanta så kan vi skicka ett mejl och fråga, hej vill ni ta en kaffe”*. Aida lägger till att det även kan hända att de blir kontaktade av rådgivare som håller på och reser pengar för bolag.

Andra halvan av respondenterna svarar å andra sidan att de själva inte aktivt söker efter bolag utan istället att de väldigt ofta blir kontaktade av olika entreprenörer som söker efter finansiering. IP2.1 förklarar även att det är vanligt att andra investerare kontaktar dem och frågar om de är intresserade av investera tillsammans i bolag. IP4 är inne på samma spår och förtydligar att nästan alla investeringar som de gör kommer från deras eget nätverk på något sätt. Men det kommer även väldigt många förfrågningar från bolag, mellan 500 och 1000 bolag per år, som det titar på. Detta kallar IP4 för *“deal flow”* och dessa landar alltid hos någon partner eller investment manager som arbetar i VC-bolaget. Dessa gör sedan en egen bedömning på om bolagen som kommer genom *deal flowen* är bra eller inte *“och säkert i 80 % av fallen så svarar man till bolaget att nej tack för detta men ni vi skulle gärna se den här typen av utveckling så här innan vi är redo att investera”*. Ofta kan det vara att det är för tidigt att investera i bolagen. IP4 berättar att även om de tackar nej till bolag så försöker de ändå skicka med något till bolagen som hjälper dem på traven. Att säga att det är för tidigt kan även vara en enkel ursäkt om investeraren tycker att nåt bara känns fel eller om bolaget inte känns tillräckligt bra. IP8 är inne på samma spår, av alla som kontaktar deras VC-bolag får ungefär en fjärdedel av bolagen chansen att presentera sig. Dock berättar IP8 att oddsen till att faktiskt få en investering är ganska låga för bolagen. Från att deras senaste fond startade har de fått in cirka 500 investeringsförslag från bolag där omkring 100 har fått presenterat sig närmare varav fyra av dessa fått en investering. IP8 avslutar med att det är märkligt hur flödet runt *deal flowen* fungerar. För ett och ett halvt år sen när ingen knappt visste om att de höll på och arbetade med uppstarten av den nya fonden var det inga bolag som kontaktade dem. När det senare började *“komma ut i världen att det kanske började koka kring vår grupp”* då började det komma in

*“grejer och nu när vi har en miljard i runda slängar så kommer de en ny propo varje dag och jag vet gudarna hur dom hittar oss men hehe, men det är som sockerbit och flugor där, när man har en pengapåse som ska investeras”.*

Vid den inledande kontakten mellan bolagen och investerarna berättar IP1 att bolagen skickar något som de kallar för *“pitch deck”* som är en powerpoint där bolagen presenterar *“allt från affärsmodeller, intäktsmodeller och strategier framåt och hur mycket pengar man behöver, och där indikerar man ju ofta en värderingsnivå”*. IP1 förklarar vidare att om investerarna anser att den föreslagna värderingsnivå från bolaget är orimligt hög försöker de korrigera den redan vid det första mötet för att visa att de inte är intresserade av en fortsatt dialog vid den föreslagna värderingen från bolaget. Om bolaget *“är villiga att gå ner i värdering till omkring den här nivå då kan vi fortsätta att ha en dialog. Det är liksom steg ett, om det är helt miss match i tankarna kring värderingen”*. Samtliga respondenter hävdar att det i de flesta fallen finns en förväntad prisbild hos entreprenörerna, Daniel Karsberg förtydligar *“det måste man ha klart för sig, men det måste inte vara skrivet i sten då”*. I de fallen där det inte finns presenterat brukar de be bolagen fundera på det och återkomma. Det är ett startskott enligt IP1, *“bolaget måste ändå någonstans kommunicera vad de tycker är att de är värda så att man börjar dialog någonstans”*. Aida och IP4 utmärker sig genom att de inte behöver presenteras en värdering förens i ett senare skede. IP4 menar att *“det är så många frågor innan det ens är lönt att snacka värdering egentligen så att vi tar värderingsfrågan ganska sent”*. Risken blir då att *“det händer att man träffar bolag som är totalt fel ute med värderingen och det är ganska avtändande”*, i dessa fall läggs locket oftast på och diskussionerna avslutas, *“vi har rätt bra koll på vad bolagen ska kosta liksom”*. En annan aspekt som undersöks i tidigt skede enligt respondenterna är hur ägarbilderna i bolaget ser ut. Daniel Karsberg exemplifierar det med att de *“inte vill investera i ett bolag där grundarna till exempel äger 20 % och någon passiv ägare äger 80 %”*. Om så är fallet tipsar de istället om andra vägar framåt för bolagen och sedan lägger de inte mer tid på bolaget.

#### 4.1.2 Analys av empirisk data - delmoment 1

Utifrån intervjustavaren framgår det att den första kontakten med potentiella bolag att investera i helt överensstämmer med studier enligt Sweeting (1981), vilket förklaras genom den proaktiva och reaktiva metoden. Respondenterna delar dock upp sig på mitten då hälften svarar att de använder sig utav båda metoderna medans andra hälften endast använder den reaktiva metoden. Då samtliga av uppsatsens respondenter nämner att de arbetar enligt reaktiv metod stämmer det helt överens med Engebretsen och Lundberg (2000) som menar att den reaktiva metoden är den

som används i störst utsträckning bland VC-bolag. Respondenterna syn över hur ägarbilden ser ut i bolaget går i linje med det Bernile et al (2007) och Narayanan & Lévesque (2014) presenterar i sina artiklar. Artiklarna presenterar optimala intervall för VC-bolag att ligga inom medans respondenterna helst ser att grundarna är i majoritet upp till nivåer på minst 80 % ägarandel. Att respondenterna sinsemellan har olika nivåer för minsta ägarandel har bland annat att göra med att de investerar i olika faser bolagen befinner sig i samt olika strategier på hur framtida rundor och kommande investeringar ska ske.

## 4.2 Delmoment 2 - Processen

Under detta delmoment redogörs hur processen fortskrider efter det att bolagen kommit till en första kontakt med investerarna samt uppfyllt samtliga krav och kriterier hos respektive respondent.

### 4.2.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 2

Förhandlingsprocessen ser i stora drag liknande ut hos samtliga respondenter. Generellt och sammanfattat inleds processen med ett första möte där man har för avsikt att lära känna bolaget lite djupare varpå man sammanställer ett dokument som *“beskriver bolaget, grundaren, affärsmodellen, vad man gillar med bolaget, vad man inte gillar med bolaget och lite initiala tankar kring värdering och så”* enligt Aida. Detta tar man vidare till kollegorna internt varpå det kan uppstå intressanta diskussioner. Vid fortsatt intresse så håller man kontakten genom uppföljningsmöten och gör en djupare analys där beräkningar kommer in i bilden, beroende på hur långt bolaget har kommit granskar man historisk data, men främst genomförs prognoser och beräkningar framåt. Detta material framläggs sedan under ett *“advising meeting”* vilket innebär att man presenterar det för ett antal externa konsulter och tjänstemän inom industrin som är kunniga och har kompetens inom segmentet bolaget tillhör. I detta steg inkommer feedback som man värderar högt och tar hänsyn till även om de som uttalat sig inte har någon rösträtt i beslutsfattandet kring investeringen.

All insamlat material läggs sedan fram till en investeringskommitté med mål att förhandla fram ett mandat om att få fortskrida i processen. Detta då processen härifrån och framåt för med sig stora kostnadsposter samtidigt som perioden är väldigt arbetsintensiv från investerarnas perspektiv. Enligt IP6 arbetar man med att få ett mandat så tidigt som möjligt *“så vi inte gör någonting som är dödsdömt från början”*. Vid godkänt mandat att fortskrida i investeringsprocessen så sammanställs ett *“term sheet”*, även kallat *“letter of intent”* förkortat

*LOI*, ett icke-bindande kontrakt mellan investeraren och bolaget med pris och villkor som i stora drag kommer följa med vid en eventuell kommande investering samt en exklusivitet att investera inom närmaste 2-4 månaderna. Det är mellan framläggandet och signering av *LOI* som den största delen av förhandlingen och diskussionen mellan parterna sker gällande pris, värdering och vilka villkor man gör investeringen på. IP1 förklarar att "*LOI är ett kondenserat format av det framtida aktieägaravtalet, det är i LOI som man kommer överens om alla huvudsakliga villkor för affären, är man inte överens här då är ingen idé att man går vidare och lägger mer tid och pengar på det*". Efter signering av *LOI* påbörjas ett kostsamt förlopp då en *due diligence process*, förkortat *DD-process*, startar. En *DD-process* innebär att man anlitar revisionsbolag som gör en finansiell *DD*, advokatbyråer som gör en legal *DD*, experter inom branschen som gör en teknisk *DD* som granskar eventuell mjukvara och patent samt en kommersiell *DD* där man ofta anlitar managementkonsulter som gör sin objektiva analys av bolaget som inkluderar pris, värdering och framtidsprognoser. Såvida det inte dyker upp något anmärkningsvärt, så kallade "*red flags*", som kan avskräcka från en investering eller motivera en rabatt på priset så sammanställs informationen vilket slutligen presenteras för investeringskommittén en sista gång för att verkställa beslutet huruvida man ska genomföra investeringen i bolaget eller inte. Vid beslut om investering sammanställer advokaterna ett aktieägaravtal samt ett köpeavtal för transaktionen som i stort ska återspegla *LOI* som tidigare signerats om inget annat diskuterats. Vid signering av aktieägaravtalet och köpeavtalet från samtliga parter så är investeringen formellt genomförd.

Vilka personer som finns representerade i investeringskommittén skiljer sig lite i svar mellan samtliga respondenter, men generellt så är det allt från partners som operativt arbetar i investeringsbolagen, externa större investerare i fonden, externa affärsmän med lång erfarenhet utan några incitament i fonden, styrelseledamöter i investeringsbolagen till den verkställande direktören. Enligt Aida Jammal är det "*rätt ovanligt att det bara är interna personer som sitter i investeringskommittén*".

Andelen bolag som investerarna inleder kontakt med och tar sig fram till steget att bli presenterade ett *LOI* (även kallat *term sheet*) är omkring 1-5 %. Daniel Karsberg utvecklar med att "*vi inleder diskussion med jättemånga, term sheet däremot, när vi väl kommer till det, för oss så är det ett investeringsbeslut att vi vill investera och först då lägger vi fram ett term sheet på bordet och det är ungefär 1-2 % som får det*".

#### 4.2.2 Analys av empirisk data - delmoment 2

Likt det Tybjee och Bruno (1981) och Isaksson (2006) lyfter fram vid utvärderingen av investeringen berättar även respondenterna att det ligger stor vikt vid att utforma ett term sheet (deal sheet) inför potentiella investeringar. Term sheet utformas som ett kortfattat avtal vilket har som avsikt att spegla hur parterna tänkt att fullfölja investeringen i stort. Detta då den fortsatta granskningen i form av djupare analyser som görs i en due diligence process är väldigt kostsam och tidskrävande vilket artiklarna och respondenterna poängterar samstämmigt. Utifrån vad respondenterna berättar är det en väldigt liten andel av bolagen som söker efter investering som når fram till att bli presenterade ett term sheet som kan ses som ett investeringsbeslut enligt Daniel Karsberg. Andelen ligger omkring 1-5 % vilket stämmer överens med vad Mason och Harrison (1999) samt Tybjee och Bruno (1981) lyfter fram i sina artiklar att de flesta investerings förslagen som VC-bolagen får in blir avvisade och att endast 1 % resulterar i en investering.

#### 4.3 Delmoment 3 - Den ursprungliga värderingen

Under detta delmoment redogörs hur VC-bolagen värderar potentiella investeringar och hur värderingen påverkas av finansiella och icke-finansiella faktorer. Vidare presenteras hur VC-bolagens värdering brukar skilja sig från bolagens egna värderingar.

##### 4.3.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 3

På frågan hur investerarna själva värderar bolagen framgår det från i princip alla respondenter att det inte finns något enkelt eller tydligt svar på hur bolagen värderas, vilket förtydligas med följande citat:

*“Ja, det är också en väldigt bra fråga utan ett väldigt tydligt svar” -IP1*

*“Ja det är ju, det finns ju, de är ganska komplicerat faktiskt helt enkelt” -IP4*

*“Det är lite komplext” -Daniel Karsberg*

Respondenterna berättar att det typiskt sett för bolagen i de tidiga skedena nästan aldrig finns några siffror som de kan jobba med för att försöka skapa en värdering på bolaget. Av den anledningen menar IP1 att *“det blir ju väldigt ofta en godtycklig värdering i de tidiga skedena, man lär sig, man får ju en magkänsla, du träffar ju otroligt mycket bolag”*. Vidare berättar IP1 att de vid värderingen kollar på *“hur duktiga teamet är, och hur mycket produkt har man byggt,*

*har man redan nu höga tillväxtsiffror, eller har man inte det, och har man några intäkter överhuvudtaget, eller liksom hur ser det ut. Men det är väldigt svårt att säga så här går det till, för det finns inget vetenskapligt sätt att värdera en startup''.*

Den vanligaste metoden enligt samtliga respondenter att värdera ett bolag vid en potentiell förstagångs investering är genom en jämförande metod. Tillvägagångssättet med den metoden är att värdet bedöms baserat på hur bolaget ligger till jämfört med andra liknande bolag som befunnit sig i ungefär samma skede när tidigare investeringar i branschen genomförts. IP5 förtydligar med *“att använda sig av jämförbara bolag och transaktioner väger väldigt tungt när värdet på ett bolag ska bestämmas”*.

IP6 berättar också att metoderna för att värdera ett bolag beror på vilket skede bolaget befinner sig i. Vid tidiga skeden är det enklast för investerarna att göra en egen bedömning på värderingen som bolaget själva har gjort utifrån exempelvis budget och affärsplaner för de kommande åren. Vidare berättar IP6 att de alltid jämför deras egen värdering med liknande transaktioner (*comps*) som gjorts. Utifrån vad andra har gjort för värdering försöker investerarna att få en känsla om vad som kan vara en *“marknadsmässig värdering”* av det aktuella bolaget. Även IP6 nämner att de kan använda sig av värderingsmetoder som DCF (*discounted cash flow*) för att försöka få en känsla över bolagets värdering. De flesta andra respondenterna har inget till övers att använda olika värderingsmodeller likt DCF, IP8 utvecklar med att *“den här branschen är ju väldigt skum, man kan ju räkna discounted cash flow baklänges och framlänges, det är mycket mindre väsentligt vad du kommer fram till med en DCF modell än den risk adjusted du lägger på din DCF modell, så att liksom om du säger så här, men det är 37 % probabilitet eller 15 %, då spelar ingen roll vad du har för siffra på DCFn liksom”*. Det är just känsligheten i riskjusteringen som används i värderingsmodellerna som gör att de avfärdas från att användas då endast några procentenheter i ändring av probabiliteten kopplad på modellen kan ge extrema utfall på resultatet i form av värderingen.

IP5 sticker ut kring hur de arbetar med att värdera de potentiella bolagen genom att de använder sig av en egenutvecklad finansiell modell som sedan ligger till grund för värderingen av bolaget. För att bygga den finansiella modellen används affärsplanen som bolagen skickar över som input. Dock köper de inte affärsplanen som bolagen skickar rakt av utan istället försöker investerarna internt bygga en egen syn om affärsplanen framåt, vad som är realistiskt, vad de tror kommer att hända, deras egen *“best guess”* om affärsplanen. IP5 berättar vidare att de vill *“triangulera in saker, det är en sån inexakt vetenskap så det du vill göra, du vill dels ha en affärsplan som säger, men om vi säljer det här bolaget om si och så många år till den här och den här multipeln och vi vill tjäna säg 30 % på ett venture capital case, hur mycket kan vi*

*då betala idag, det är ett sätt å värdera det på*”. Sedan fortsätter hen med *“ett annat sätt är att kolla på jämförbara transaktioner, du vill hitta så många du bara kan och säga okej vilken multipel jämför vi dom hära på, ska det vara en försäljningsmultipel eller en vinstmultipel, så då har du två-tre värden för att triangulera in det hära på så många sätt. Så du kommer inte bara få en siffra utan man brukar presentera, vad man kallar, en football field och det är olika intervall. Med den här värderingen och approachen då hamnar vi inom det här intervallet, med den här värderingsapproachen hamnar vi inom det här intervallet*”. IP5 avslutar med att *“vi har inte bara ett värde på bolaget utan vi liksom gör en slags bedömning i olika intervall, och där är det klart att då vill du ju alltid säga att det här priset kan vi försvara om vi kollar på den här värderingen, vi kan försvara om vi kollar på den här värderingen och så vidare*”. Denna metod finner de mest lämpad *“och det är bara för att man inte kan bättre egentligen*”. VC-bolagen som Aida, IP2.1 och IP2.2 representerar investerare en del i senare skeden då det oftast finns lite mer siffror som kan användas för att värdera ett bolag. Aida berättar att om bolagen inte är lönsamma brukar de använda en multipel på bolagets nettoförsäljning som en värderingsmodell.

Gällande de viktigaste faktorerna, både finansiella och icke-finansiella, som kan påverka en värdering nämner IP5 att konkurrens om bolaget mycket väl kan påverka värderingen uppåt och att det kan snabba på processen om det är ett bolag de är intresserade av att investera i, vilket samtliga respondenter bekräftar med sina utsagor förutom IP8 som hävdar att de kan tänka sig samarbeta med samtliga branschkollegor och vägrar delta i ett *“budkrig”* gällande ett potentiellt bolag att investera i. Aida förtydligar med att *“om det är ett techbolag i en sexig bransch”* där det finns stort intresse kan bolagen bli väldigt högt värderade även om de inte har siffror som står för det. Vid sådana tillfällen tar man hänsyn till potentialen, segmentet och hur pass skalbart bolaget är och *“ju mer skalbart ett bolag är desto mer tar man in det i värderingen*”. IP4 fortsätter på liknande spår med att man *“på något sätt värderar ju möjligheten framåt liksom, när vi betalar en hög multipel så finns det mycket tillväxt och det finns nån form av tillräckligt stor market revenue bas så att man vet att det är ett substantiellt bolag, och när det är tyngre teknologi bas som har mycket unikiteten så kanske de bara omsätter ett par till fem miljoner liksom och vi kan ändå betala okej för det, för då går det att trycka bolaget mycket snabbare globalt*”.

Faktorn som samtliga respondenter nämner och belyser som viktig är själva entreprenörerna bakom bolaget, oftast benämnt som *“teamet”* av respondenterna. Daniel Karsberg berättar att *“enda gången vi accepterar att en värdering sticker iväg och blir högre är om bolaget har ett exceptionellt team som har en väldigt bra uppsättning*”. IP8 anser att kvaliteten på människorna

och själva iden är viktigare än finansiella faktorer. Aida håller med om att teamet är väldigt viktigt då *“vi investerar liksom i teamet”* men fortsätter med *“dock kommer inte faktorer som är kopplade till teamet att ha så stor påverkan på själva värderingen, istället kan ett bra team med bra erfarenhet bedömas som mer valida”*. Sammanfattat är det viktigt att personerna i teamet har en bra förståelse för vad de gör och förutsättningar som finns inom branschen. Vidare ses det som viktigt att teamet har ett stort driv och är på hugget och verkar trovärdiga. Just trovärdigheten berättar respondenterna kan reflekteras ur många olika perspektiv vilket gör att de måste göra en bedömning av helheten på något sätt. IP2.1 menar att det är *“svårt att sätta fingret rörande trovärdigheten då det är många små faktorer som verkligen spelar in där”*. Hen fortsätter med att *“det är en ganska omöjlig grej att bedöma egentligen men återigen, där får man bara gå på sin erfarenhet och lite också sin magkänsla återigen tror jag”*. Trovärdighet är ett ord som oftast används när teamet kommer på tal. IP5 berättar att det handlar om att personerna inom bolaget visar att de går att lita på, att de är kompetenta och kommer kunna driva bolaget. Dessa egenskaper kan man enkelt upptäcka om teamet lyckas försvara sin affärsplan vilket visar att den verkligen är genomtänkt. Om investerarna har svårt att sticka hål på bolagets affärsplan genom att bolaget lyckas besvara alla frågor från investerarna med logiska och tydliga argument så bygger det förtroende för affärsplanen från investerarens sida. Utöver trovärdigheten så tillägger IP1 att teamet helst ska ha både en stor uppsida men även en stor nedsida i bolaget. *“Det vet man ju själv om man gör nånting, du jobbar ju hårdare om du kan förlora mycket, än om du inte har någonting själv att förlora. Så det är ju alltid väldigt positivt om entreprenörerna själva har investerat riktiga pengar i bolaget eller satsat allt, hela sitt liv på det”*. Det finns varningsflaggor att se upp med också, till exempel om teamet består av en för dominant entreprenör som ska göra allt själv. Det är ganska avslöjande om entreprenören till exempel bara omger sig med ja-sägare eller om det finns en dynamik där de faktiskt kan bli ifrågasatta. *“En duktig ledare måste kunna omge sig med duktiga människor som man har förtroende för, det går inte att göra allting själv”* förklarar IP2.1. IP8 berättar även att entreprenörer med tidigare erfarenheter från att bygga upp och sälja bolag är en väldigt positiv faktor, *“kommer det ett team med ett folk som har gjort det förut och säger att dem ska göra det igen, det kommer åtminstone leda till att fler blir intresserade”*. Det blir även lättare att anförtro personer med tidigare erfarenheter med mer pengar då. *“Man märker ju att man pratar med folk som har gjort det förut, som vet, kan språket, kan den här världen”*.

Gällande frågan hur den ursprungliga värderingen brukar skilja sig mellan investerarnas egna och bolagens så svarar samtliga att startup bolagen oftast har en högre värdering som

utgångspunkt. De flesta respondenter förklarar såsom Daniel Karsberg att *“det brukar vara ganska så bra alignment mellan vårans förväntan och deras förväntan”*. Generellt brukar de vara 10-40 % ifrån varandra kring den ursprungliga värderingen och det är någonstans däromkring man behöver vara för att det ska vara intressant att inleda en förhandling. IP4 utvecklar med att *“det blir ju ganska avtändande när något bolag tycker att dom är värda multum och det finns liksom inget, en early prototype av nånting och sen tycker dom att dom är värda en halv miljard, det blir bara löjligt. Det kommer vara svårt att jobba med sådana entreprenörer, så att då faller ju förtroendet för teamet ganska kvickt”*. Aida förklarar även att *“ibland så kan man träffa en entreprenör som kanske inte är jätte kunnig när det kommer till just värderingar, som inte fått tillräckligt mycket råd liksom, har ingen rådgivare, och bara slänger ur sig en siffra. Då får man utbilda den entreprenören och säga att nämen så här ligger det till inom ditt segment, man får utbilda dem helt och hållet”*. Aida fortsätter med att förklara att problematiken ofta kan bero på att *“entreprenörer vill ha en värdering som är forward looking, det vill säga att man värderar bolaget på hur omsättningen kommer att se ut om ett år eller så, och då brukar ju värderingen vara lite högre och ibland kan entreprenörerna tro lite högt om sig själva, eller sitt bolag och så har dem en fine värdering baserat på det”*. Sedan finns det även tillfällen då parternas värderingar stämt överens från första början enligt samtliga respondenter. Men i de fallen är det nästan alltid *“nån annan investerare som redan har committat som sagt att det här är värderingen, och frågar om vi vill vara med som medinvesterare”* enligt IP2.1.

Samtliga respondenter nämner att villkoren som inkluderas i avtalen vid en eventuell investering har en väldigt stor påverkan på värderingen. IP8 sammanfattar det i en längre utsaga med att *“ett term sheet eller ett avtal där man investerar, det är så många komponenter, det är inte så här att ni får 10 miljoner på 100 miljoners värdering, punkt. Vi pratar ändå om ett avtal som i term sheet fas kanske har ett 30-tal klausuler som vi vill ha, får vi en styrelseplats, får vi rätt att investera, får vi preferensaktier eller stamaktier, vad får vi för down side protection, vad kan vi förhandla oss till för benefits and wissels så att säga. Det är väldigt många komponenter i ett sånt här term sheet som inte bara är priset, faktiskt. Du kan ju i för sig få ett pris att se högt ut, men sen längre ner i avtalet har du grejer som gör så att priset går ner, och ner, och ner. Så att, har du fördefinierade trancher som du har prissatt redan innan så, det går ju att förhandla, det är mycket mer komplext än att det är ett pris man förhandlar om sen är det punkt liksom”*.

### 4.3.2 Analys av empirisk data - delmoment 3

Precis som Damodran (2001) lyfter fram i sin bok förklarar även respondenterna att det är väldigt svårt att kunna göra en värdering på ett bolag i tidigt skede då det finns få historiska data att värdera bolaget på. Även Hering et al. (2006) berättar om problematiken vid värdering av ett startup bolag då osäkerheten är stor i prognostiseringen av olika ekonomiska faktorer. Därav följer uttryck från respondenterna att man värderar bolag baserat på magkänsla och godtyckliga värderingar vilket överensstämmer med Connect (2002) principer under metoden förnuftsvärdering.

Samtliga respondenter lyfter fram jämförande värdering som den vanligaste metoden för att värdera ett startup bolag. Jämförande värdering lyfts fram av både Connect (2002) samt av Hering et al. (2006) som möjlig värderingsmetod. Vid jämförande värdering nämns användandet av multiplar som en metod av IP5, IP2, Connect (2002) och Hering et al. (2006). En motsättning mellan IP5 tillsammans med övriga respondenter och Hering et al. (2006) är att IP5 lyfter fram att jämförande värdering väger väldigt tungt när ett startup bolag ska värderas. Medan Hering et al. (2006) menar att en jämförande värdering görs mer eller mindre godtyckligt då det aldrig går att hitta två bolag som är helt lika och som kan jämföras vid en värdering.

Vid kassaflödesvärdering skriver Connect (2002) att den vanligaste metoden är DCF (*discounted cash flow*). Dock är det bara IP6 som nämner att de kan använda sig DCF som värderingsmetod, de övriga respondenterna är inte lika noga med att använda värderingsmetoder som DCF. Känsligheten i riskjusteringen som används i dessa värderingsmodeller gör att de avfärdas som värderingsmetod av respondenterna.

Samstämmiga uppgifter från respondenterna menar att teamet ses som den viktigaste faktorn och även kan generera en högre värdering än planerat vilket även framhävs enligt studierna av Dhochak och Doliya (2020) och Connect (2002). Det är trots allt "*dem man bettar på*" när man väljer att gå in med en investering som Aida säger. Konkurrens som uppstår när flera VC-bolag är intresserade av att investera i samma bolag är också en faktor som kan påverka att värderingen blir högre vilket alla respondenter förutom IP8 instämmer har hänt. Detta poängterar även Tyebjee och Bruno (1981) i sin artikel att det är viktigt för entreprenörerna att diskutera med flera investerare samtidigt, dels för att processen ska gå snabbare men även med möjligheten att värderingen kan öka vilket bekräftas av respondenterna. Utifrån respondenternas svar är trovärdighet hos teamet något som ofta lyfts fram. Att teamet verkar trovärdiga och visar ett stort driv och är på hugget ses som viktigt. Detta stämmer överens med

vad Shepherd och Zacharakis (2001) och Bottazzi et al. (2016) lyfter fram i sina artiklar där de undersöker vikten av tillit mellan VC-bolagen och startup bolagen. Tilliten påverkar sannolikheten för att det sker en investering och vid brist på tillit är det ofta ett hinder för investering.

#### 4.4 Delmoment 4 - Diskussionen, formandet och förhandlingen under den dynamiska processen som skapar den gemensamma värderingen

Under detta delmoment redogörs hur förhandlingen av värderingen kan te sig. Detta i form utav hur diskussionen mellan parterna sker, både praktiskt och i detalj, vilket i sin tur leder fram till beskrivningen om hur själva formandet av den slutgiltiga och gemensamma värderingen genomförs.

##### 4.4.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 4

Formandet av värderingen startar i samband med att man inleder det första mötet med bolaget och diskussionen om värderingen kommer oftast till sin absoluta spets ju närmare man kommer i anslutning till framläggning av *term sheet* enligt samtliga respondenter. Samtliga respondenter ger olika svar om förhandlingsprocessen då varje förhandlingsprocess i sig är unik och skiljer sig åt från fall till fall. Men det kan samtidigt sammanfattas med att *“det är ju en förhandling som allt annat. Om man väl sitter där och vi har bestämt från vår sida att vi gärna investerar och tycker att det här verkar vara ett väldigt attraktivt bolag och dem tycker detsamma om oss, att vi verkar vara en attraktiv investerare. Då blir det ju en förhandling som vad som helst annat”* enligt IP1. Hen fortsätter med att *“då får vi diskutera det tills man landar i en nivå som känns bra för båda parter. Men sen när man väl har signat terms sheets, då är det ju den värderingen som gäller. Såvida det inte sen kommer fram några materiella saker i due diligence processen, som gör att man skulle kunna motivera en rabatt. Eller liknande, då är det ju det man har kommit överens om.”*

IP1 får medhåll från samtliga respondenter att när man väl har signerat *term sheet* så är det den värderingen, även om *term sheet* inte är bindande juridiskt sett, som ligger till grund vid kontraktsskrivningen om processen slutar med en investering. Fram till att startup bolagen blir presenterade ett första utkast av *term sheet* av VC-bolagen kan vägen och förhandlingen dit skilja sig åt. IP2.1 förklarar att det är en process från första mötet där man kollar på bolaget ur alla möjliga perspektiv och försöker sticka hål på deras presenterade värdering, *“i breda termer är det ju så att man samlar ju på sig information och man blir klokare allt eftersom man gör*

*sina egna analyser och så bildar man sig en egen uppfattning*". Hen fortsätter med att belysa problematiken genom att *"startup bolag kan man hänga upp värderingen på så få konkreta parametrar så det blir som en diskussion, liksom vad förväntar ni er för värdering, hur motiverar ni den, vad kan ni hänga upp den på, vad finns det för relevanta peers, vad finns det för precedens, vad finns det för liknande bolag som kanske är i samma skede som er som har rest pengar och vilken värdering var det då till exempel. Det blir ofta en diskussion där man har en viss guidance som man ska förhålla sig till"*. Detta belyser dynamiken i förhandlingen om värderingen.

Daniel Karsberg förklarar att man *"brottas lite fram och tillbaka"* men efter *"lite allmän diskussion hur marknaden ser ut och vilken värdering man kan ha i nästa runda, vi brukar göra en forecast på två-tre finansieringsrundor framåt och att diskutera kring det så brukar man landa till slut"*. Genom att göra framtida kalkyler på kommande finansieringsrundor för när startup bolagen kommer behöva ta in mer kapital kan man beräkna en värdering genom att kalkylera baklänges. Samtliga respondenter använder liknande termer då man förklarar hur slutfasen av förhandlingen brukar te sig, att man *"bollar fram och tillbaka"*, *"brottas lite"*, det ska *"svida lite för samtliga parter"* och att det ska göra *"tillräckligt ont för alla inblandade så hittar man rätt till slut"*. Majoriteten av respondenterna är även inne på att villkoren i avtalen har en stor påverkan på värderingen. IP4 förtydligar med att det *"handlar väl lite om hur man strukturerar term sheets och själva avtalen, vi vill inte ha mycket jobbiga preferenser och sånt där för founders, för det blir bara problem i slutändan iallafall av det. Men om man har såna saker så orkar man kanske betala lite mer ibland"*. IP5 är inne på liknande spår, *"vad är dem andra villkoren som är viktiga, för dom måste du naila, för du vill inte komma överens om ett pris utan att veta vilka villkor som följer med investeringen, utan du vill ta allt på samma gång som priset"*. Gällande diskussionen kring värderingen fortsätter IP5 med sägningen att *"det är lite kohandling över det hela, det är den känslan man får, liksom vart kom den där siffran ifrån"*. Hen fortsätter med att *"det brukar oftast aldrig vara att man går in och snackar modellantaganden och sånt där för det fattar man, det blir ganska pajigt för det går inte, det finns så mycket frihetsgrader inom en värdering, visst händer det men i regel så biter det inte riktigt. Men jag skulle säga jämförbara värderingar"*.

Samtliga respondenter nämner att man använder jämförbara bolag som tidigare fått en fastställd värdering som ett riktmärke vid förhandlingen av värderingen, det ses oftast som den viktigaste faktorn. IP5 utvecklar resonemanget med att *"det bästa är ju om man hittar väldigt tydliga referenspunkter på liknande bolag, det här bolaget hade den värderingen, de hade den här tillväxten, vi tycker att ni är ganska lika, ni har haft lite bättre eller sämre tillväxt så det*

*här betyder si och så. På något sätt försöker man ju hitta rationals, det allra bästa för bolaget är att dem får rätt värdering, det är inte bra för bolaget att få varken för hög eller för låg värdering. Är det för låg värdering så späds grundarna ut liksom, och det händer ibland i early stage innan oss att de har fått helt fel värdering så det blir liksom ganska ointressant för oss att investera i ett bolag där grundarna äger för lite, hur ska vi då få deras commitments då liksom, så det är dåligt. Och om vi har spätt ut grundarna och så ska vi gå till nästa instans då tycker dem att va fan, varför ska ni ha så här mycket, grundarna har så här lite, it's not okay, och där mitigerar man ganska mycket med optioner och liknande. Så man försöker verkligen hitta en vettig nivå”.*

IP2.1 betonar även att VC-fonder “vill ha väldigt stort inflytande och upprättar ofta aktieägaravtal som är ganska styvt hållna, man går in i ett äktenskap som ofta är ganska obalanserat, så värderingen är en sak men man släpper ofta ganska stor kontroll över sin lilla baby, så att det är liksom kanske ofta lika viktigt som en värdering”. Hen fortsätter med att “vi brukar gå in och vilja ha en styrelserepresentation så att vi kan gå in och sitta med på styrelsen och sen vill vi ha sedvanliga rättigheter enligt ett aktieägaravtal men på intet sätt går vi in och tar över. Så det ska man ju ha med sig som entreprenör, att liksom värderingen är inte allt. Och det har vi märkt i vissa processer att bolagen tackar nej till Creandum eller EQT Ventures och hellre går med en aktör som oss just av det skälet. Trots att dem kanske skulle kunna få högre värdering med en annan investerare”. Övriga respondenter ger liknande svar gällande att entreprenörerna ska vara uppmärksamma och inte stirra sig blinda på enbart värderingen utan även sätta det i relation till vilka villkor som följer med en presenterad investering från ett VC-bolag. Ur VC-bolagens perspektiv menar samtliga respondenter att ett villkor man allt som oftast vill ha är en styrelseplats i bolagen vid en investering och ibland även vetorätt i vissa frågor. Detta för att VC-bolagen ska få en inblick i bolaget operativt och samtidigt ges möjligheten att lotsa bolaget framåt.

För bolagen man finner intresse av att investera i har samtliga respondenter generellt en stor träffsäkerhet gällande att få till ett signerat *term sheet* för att kunna gå vidare till en DD-process. De bolagen man presenterat ett första utkast av *term sheet* och som slutligen landar i ett signerat avtal efter lite förhandlingar menar samtliga respondenter att man lyckas i 90-98 % av fallen. IP1 förklarar det genom att “*man pratar ju hela vägen liksom, man har ju otroligt tät dialog under hela den här perioden. Man ska ju bli ganska förvånad om, om man lägger fram en term sheet och de inte accepterar det till slut. Om det inte är så att man vet, att nu är det hård konkurrens om det här objektet*”. Rent praktiskt brukar förhandlingen av *term sheet* ske mejlledes och man liknar det med att man “*ju bara tecknat en ram för transaktionen*” enligt

IP5. Hen avslutar med att *“det är under kontrakt förhandlingarna som man sitter i rum och nöter paragraf, för paragraf, för paragraf, för paragraf, men inte så mycket vid diskussionen av term sheet, det är en roligare förhandling då, den är mycket enklare, det är ju bara ett dokument”*.

På frågan om hur långt man i procent brukar kunna sträcka sig i värderingen jämfört med sitt första presenterade utkast till bolagen, allt annat lika, ges det svävande svar. Daniel Karsberg säger att *“vi kan acceptera en högre värdering om det blir rätt set up i en finansieringsrunda, det vill säga det blir rätt investerare som kommer in som ger annan value än bara pengar”*. Med *“rätt investerare”* menar Daniel att de tillför värde i bolaget genom till exempel deras erfarenhet från branschen och ett brett kontaktnät som kan gynna bolaget att växa snabbare. Aida berättar följande, *“exemplet jag drog innan gällande entreprenören som tagit flera veckor på sig att komma tillbaka med svar, det är för att han har fått en högre värdering av någon annan och med mycket bättre terms, och då har vi gått tillbaka och höjt vår värdering väldigt mycket”*. IP4 utmärker sig med att svara rakt på sak *“men det är ju säkert 10-20 %”*. IP5 delar med sig av ett annat perspektiv hur hen ser på flexibiliteten kring den första presenterade värderingen genom att säga att *“jag skulle skilja på värdering och pris. Värdering är så att säga vår modell, vad vår bedömning av värdet är, pris är något annat, där vill ju vi såklart få en marginal emellan så vi har en högre värdering än priset och entreprenören tänker ju förmodligen precis tvärtom, det är det klassiska. Vi snackar antingen om en värdering av bolaget eller så snackar vi om en prispförhandling av hur mycket vi ska köpa det för, och där vill vi ju inte gå över vår värdering. Man säger att man vill kunna försvara priset, det är liksom så man tänker”*. IP1 tillägger *“men om det handlar om några miljoner hit eller dit, då kan man ju kanske tänka att det inte är det som kommer göra den stora skillnaden långsiktigt om man ändå siktar på att det här bolaget ska bli 10, 20 eller 30 gånger större i värdering. Då handlar det också om att komma tillbaka till strategin, hur ska den långsiktiga finansieringsplanen se ut? Om vi nu tar in pengar på den här nivån nu, vad kan vi då ta in pengar på på nästa nivå och vad innebär det och så vidare. Så allting, det hänger ihop liksom”*. IP8 förklarar det genom att *“det är som alla förhandlingar, man börjar ju inte på samma punkt i allmänhet men man konvergerar till någonting som alla är rimligt missnöjda med. Så bestämmer man sig för att ah, det här gör ont men det gör inte jätteont säger alla och då har man bestämt sig liksom”*. IP8 fortsätter med *“hur hamnar man där då, man hamnar där bland annat genom det här med syndikatet. Jag menar det kan hända som så att vi tycker att bolaget är värt 100 pengar och så vänder vi oss till venture fonden Elolisa och dom säger, det är ett jättebra case men vi tycker 80 pengar är det värt. Ja men då får man gå tillbaka till bolaget*

*och säga att vår saminvesterare Elolisa venture inte är villiga att gå med på mer än 80. Då får bolaget bestämma sig för vad dom tycker, att det är intressant eller att man vill titta åt andra håll så att säga. Så att det är ju rätt bra där i förhandlingssituationen att vara ett syndikat också”.*

En faktor som samtliga respondenter unisont lyfter fram som kan påverka att värderingen blir större än ursprungsvärderingen är att det finns ett stort intresse kring bolaget på marknaden vilket gör att man vill avsluta förhandlingen så fort som möjligt. IP4 utvecklar med att *“om du har en competitive situation så får du bara lägga ner allt annat och bara göra den här processen oerhört snabbt, man kanske lämnar lite mer saker till slutfasen då”*. Förtroendet till entreprenörerna är även det en faktor som värderas högt och ofta avgörande att en affär blir av, *“givet att det finns så få konkreta fakta att faktiskt luta sig på så blir det förtroende, man måste bygga förtroende för varandra genom den här processen”* enligt IP2.1. IP8 ser än längre framåt och likställer det med att *“det är ju liksom ett långt äktenskap när man investerar i ett bolag, vi går in i styrelsen, vi kommer jobba med dem i fem år, det ska funka. Det är inte som att köpa aktier på Avanza liksom, det är en tight relation med varandra och även över tid”*.

Vid tillfällen där man inte riktigt kommer överens om en gemensam värdering men fortfarande finner intresse utav att investera i bolagen så finns det även alternativa lösningar där VC-bolagen kan arbeta med milstolpar och konvertibellån. IP4 förklarar ett alternativt upplägg genom milstolpar genom att *“vi försöker hitta ett sätt att mitigera just värderingen. Vi kan betala det du vill, men vi kan först betala det om ett år, idag betalar vi detta, men vi committar och betalar den värdering, du får den värderingen för hela ditt bolag, men vi betalar först den här värderingen, och lyckas du med dina milestones så får du 50 % högre värdering än vad du har sagt för andra rundan, för då blir det samma värdering. Så du kan göra såna saker om nu entreprenören tror så mycket på sig själv. Det blir inte nödvändigtvis superbra för att det ska vara realistiska mål och sådär, man sätter ju inte målen som inte nån kan uppnå”*. Hen fortsätter med att försöka förklara andelen av affärerna, *“men det kanske är 30 % av fallen, där nån sån här milestone baserad sak är med”*. IP8 sticker ut när det gäller startupbolag och poängterar att alla fall är unika men de har ingen lust att diskutera värdering i flera månader, i de fallen de inte kommit överens *“då har vi faktiskt ofta lämnat ut ett konvertibellån i dem riktigt tidiga bolagen, så får värderingen ge sig till nästa runda”*.

När parterna landat i en gemensam värdering med tillhörande villkor signeras *term sheets* och processen går vidare med due diligence process. Samtliga respondenter säger att det är sällsynt att det dyker upp något anmärkningsvärt under DD-processen som leder till att affären

avbryts. Oftast fortlöper DD-processen enligt plan och resulterar i en investering enligt pris och villkor som framgår i dem signerade *term sheets*.

Avslutningsvis belyser en del respondenter att förhandlingen även kan återupptas om det framkommer anmärkningsvärda saker under DD-processen. IP8 förklarar att en sådan åtgärd leder till att *“det blir ett jävla ramaskri då och anledningen är väl att man tycker att bolaget var sämre underbyggt än vad de hade presenterat först. Ni behöver ju lägga ner en massa pengar för att komma dit där ni sa att ni faktiskt är, så det stämmer ju inte”*. IP5 lägger till att om *“det dyker upp saker som har negativ påverkan på priset, det man ofta brukar försöka göra är att istället för att förhandla, köpeskillingen kan bli lite helig att det ska stå dom här ex miljonerna i kontraktet, men man skriver in andra villkor och säger, i fall att det här händer då kommer vi komma och ni kommer behöva betala det här, det kallas garantikatalogen, man har alltid någon form av garantikatalog”*. IP2.1 tillägger att det även kan komma in en tredje utomstående part i förhandlingen, i form av investeringskommittén, som kan komma att ha invändningar på investeringen efter de analyserat samtliga handlingar och prognoser framställda under DD-processen. Detta kan leda till att förhandlingen behöver tas upp för ytterligare genomgång. IP2.1 förklarar att *“det kan vara ytterligare uppföljningsfrågor såsom, har ni tänkt på det här, vi måste ju gå till botten med den här frågan. Det kan också vara värderingen, ja men vi är fine med allt runt bolaget men få ner värderingen 10 % på grund av X och Z. Det är oftast en väldigt dynamisk diskussion faktiskt”*.

#### 4.4.2 Analys av empirisk data - delmoment 4

För startup bolag som söker sin första investering från ett VC-bolag belyser flertalet respondenter att en diskussionspunkt under förhandlingen handlar om kontrollen över bolaget. De flesta respondenter hävdar att de vill ha med sedvanliga rättigheter inom branschen i samband med en eventuell investering men IP2.1 berättar att bolagen ofta släpper ifrån sig en ganska stor kontroll över sitt bolag när hen refererar kring marknaden i stort. Detta är något Isaksson (2006) lyfter som ett möjligt problem som kan leda till svårigheter i relationen mellan VC-bolaget och entreprenörerna framöver.

I likhet med vad respondenterna berättar skriver Isaksson (2006) att venture capital processen är naturligt dynamisk och alla de olika faserna är sammankopplade, vilket framgår av empirin då de olika delmomenten överlappar med varandra. Det kan skilja sig från fall till fall hur de hänger ihop (Isaksson, 2006). Detta förtydligas även av IP1 när hen påpekar att *“Då handlar det också om att komma tillbaka till strategin...Så allting, det hänger ihop liksom”*. Även IP2.1 avslutar med *“det är oftast en väldigt dynamisk diskussion faktiskt”*.

Shepherd och Zacharakis (2001) betonar vikten utav att ha en öppen och tät dialog mellan varandra. Detta förtydligas av respondenterna då de har en hög träffsäkerhet, mellan 90-98 %, på att genomföra investeringar där VC-bolagen presenterat ett investeringsförslag. IP1 säger att de har en otroligt tät och öppen dialog och därför skulle de bli förvånade om ett bolag tackar nej till ett erbjudande om investering.

Landström et al. (1998) beskriver förhandlingsprocessen som en process där målet är att nå en ömsesidig förståelse mellan VC-bolaget och det potentiella portföljbolaget. Under tiden som de för en dialog med varandra ökar kännedomen om bolaget och på så sätt minskar bland annat informationsasymmetrin. Samtliga respondenter nämner hur slutfasen av förhandlingen brukar te sig, att de *“bollar fram och tillbaka”*, *“brottas lite”*, det ska *“svida lite för samtliga parter”* och att det ska göra *“tillräckligt ont för alla inblandade så hittar man rätt till slut”*.

Även under detta delmoment nämner respondenterna att förtroendet till entreprenörerna värderas högt och ofta är avgörande för att en affär ska bli av. IP2.1 berättar *“man måste bygga förtroende för varandra genom den här processen”* och detta stämmer överens med vad Shepherd och Zacharakis (2001) samt Bottazzi et al. (2016) kommer fram till i sina artiklar. IP8 likställer det med ett *“långt äktenskap”* när de investerar i ett bolag, *“det är en tight relation med varandra och även över tid”*. Sapienza och Korsgaard (1996) lyfter fram liknande slutsatser i sin artikel då de menar att syftet med förhandlingsprocessen är att de båda parterna ska kunna bygga en långsiktigt hållbar relation.

Vid tillfällen där båda parterna är intresserade av att genomföra en investering men inte riktigt är överens om värderingen berättar IP4 att man kan använda sig utav alternativa lösningar med hjälp av milstolpar. Detta går i linje med det Kiholm och Smith (2000) presenterar i sin studie att investeringarna utbetalas efter fördefinierade milstolpar som uppnås.

## 4.5 Delmoment 5 - Saminvesteringar

Saminvesteringar är tillfällen då två eller flera investerare går ihop och investerar i ett bolag vid samma tillfälle. Under detta delmoment presenteras hur uppsatsens respondenter ser på möjligheten att saminvestera, hur en sådan process går tillväga samt vilka för- och nackdelar som förekommer vid en saminvestering.

### 4.5.1 Sammanfattning av empirisk data för delmoment 5

Saminvesteringar ses generellt som en viktig del inom branschen från samtliga respondenter. IP1 utvecklar med att *“det är jätteviktigt att hela investerings-communityt är väl connectat så*

att säga, inte bara i Sverige och på hemmamarknaden, utan också egentligen globalt. För det handlar om att säkerhetsställa fortsatt finansiering av sina bolag”. Samtliga respondenter har varit delaktiga i saminvesteringar men frekvensen skiljer sig en del baserat på respektive respondents investeringsfilosofi och interna kriterier. Respondent 2 har som krav att inte vara ensamma investerare då deras filosofi bygger på att enbart gå in som minoritets investerare, enligt IP2.1 grundar sig detta på att “om du ska vara en duktig majoritet investerare och ta kontroll över bolaget så behöver du fler folk helt enkelt och du behöver större resurser, vi är så pass få, vi fixar inte det, då kanske vi kan ha tre portföljbolag, men vi vill ha en portfölj av fler bolag, vi vill sprida riskerna och då tycker vi att den här strategin lämpar sig bättre”. Medan IP6 och Aida Jammal påpekar att de absolut gjort och till viss del gör saminvesteringar “men det är inte riktigt någonting vi vill, oftast så vill vi vara de enda investerarna i ett bolag” förklara Aida och fortsätter med “rent strategiskt så har vi ju våra tankar och mål vad vi vill göra med bolaget, och om vi saminvesterar med någon annan så innebär det att fler röster behöver bli hörda”. Övriga respondenter berättar att saminvesteringar är väldigt vanligt i branschen vilket främst har att göra med de positiva effekter som medföljer vid saminvesteringar, vilket förklaras genom följande citat;

*“Det är bra att vara flera kapitalstarka investerare i ett case också, därför att om det börjar krisa, då vill du sällan vara den enda med plånbok.” - IP1*

*“Vi får deals från dem och dem får deals från oss” - Daniel Karsberg. Vilket innebär att de presenterar affärsmöjligheter för varandra och på så sätt utökar sin deal flow.*

*“Är en saminvesterare villiga att betala det här priset, då blir man ju tryggare i sin egen värdering, genom att vi har gjort samma bedömning och analys av bolaget.” - IP5*

En annan positiv effekt som de flesta respondenterna är inne på genom olika förklaringar är att saminvesteringar leder till att resurserna i respektive respondents investeringsfond får en bättre spridning av kapitalet vilket samtidigt gör det enklare att budgetera framtida investeringsrundor för fonden. IP4 utvecklar sambandet genom följande utläggning, “det finns en ganska noggrann tänkt tanke hur mycket pengar man ska deploya (dela ut) i första investeringen, och hur mycket man ska deploya under hela bolagets livstid. Vi deployar runt 30 % om man tänker on average i första investeringen, det gör att det handlar om 5-15 miljoner. Men sen deployar vi 70 % on average i senare faser vilket innebär att de bästa bolagen kommer ju få extremt mycket pengar från oss, det bästa bolaget kanske får 100 miljoner från oss under livstiden trots att de kanske bara fick 10 miljoner första gången. De sämsta får ju bara för sin

*första ticket, sen finns det förhoppningsvis någon annan foul som investerat tillsammans med oss eller innan, hehe, som kan stoppa in pengar”.*

Processen vid saminvesteringar kan se väldigt olika ut men de två vanligaste tillvägagångssätten enligt respondenterna är att man dels kan påbörja förhandlingen och DD-processen tillsammans från start till mål där den investeraren som har för avsikt att investera störst andel av rundan oftast tar täten i förhandlingarna vilket benämns *“lead-investor”*. Det är en fördel då det *“annars blir det fullt med små investerare och det blir jäkligt plottrigt att göra massa mini förhandlingar”* enligt IP5. Den vanligaste processen är dock att startup bolagen på egen hand brukar gå ut och leta efter en *“lead-investor”* för rundan. Daniel Karsberg fortsätter med att *“det är lead-investorn som sätter villkoren inklusive värdering, aktieägaravtal och såna saker samt även driver DD-processen och så vidare. Sedan finns det de som är co-investor, de är mer eller mindre inblandade, lite olika, och egentligen mest tar rygg på den som är lead-investor.”* IP8 tillägger att *“den som tar lead är oftast störst, får en styrelseplats och så beroende på hur syndikatet ser ut”*.

Största fördelarna med att saminvestera har enligt IP8 att göra med *“sunt förnuft, fyra ögon ser mer än två, och fyra öron hör mer än två också. Så att med kloka saminvesterare så får man fler vinklar, kan tänka lite på tvären, kan komma med uppslag som kan bidra till värdebyggande helt enkelt”*. Samtidigt fortsätter IP8 med ett viktigt tillägg *“men, det är inte så att ju fler man är desto bättre blir det, jag tror att det finns någon slags optimum mellan tre och fem hyfsat stora saminvestera för att bygga framgångsrika bolag”*. IP2.1 betonar att *“det är lika viktigt att utvärdera saminvesterarna som själva bolaget och entreprenören. För oss är det otroligt viktigt att vi sätter oss i samma båt med parter som vi verkligen tror på och känner tillför värde”*. IP2.1 fortsätter med att *“det finns många nackdelar, för att things change och saker man kommer överens om inledningsvis kanske förändras på grund av externa faktorer, marknad, dynamik eller vad som helst”*. IP2.2 flikar in och avslutar med att *“det är ju därför aktieägaravtal blir så viktiga också, för det ska ju nånstans vara det som ska styra vad som händer om things changes, och där ska man ta höjd för alla dem nackdelarna man eventuellt ser längre fram med ett samägande”*.

#### 4.5.2 Analys av empirisk data - delmoment 5

En aspekt flertalet respondenter nämner är att saminvesteringar genererar en stor del av *deal flowen* på potentiella bolag att investera i. Daniel Karsberg säger att det presenteras deals till varandra inom ett syndikat vilket överensstämmer med Bygrave (1988) studie som hävdar att

det finns ett reversibelt åtagande i form utav att det presenteras deals till varandra inom syndikatet.

McNally (1997) menar att genom en saminvestering utförs en bättre analys av den potentiella investeringen då det blir fler expertiser som gör sina egna bedömningar. Detta stämmer överens med IP5 och IP8 som menar att man blir tryggare i sin egen bedömning av värderingen samt det är sunt förnuft genom att *“fyra ögon ser mer än två, och fyra öron hör mer än två också”*.

## 5. Slutsats

### 5.1 Diskussion

Konkurrens om att investera i bolag är en faktor som kan påverka den slutgiltiga värderingen. Det förekommer ofta budgivning på bolag som det finns ett stort intresse av att investera i och som slutligen ofta får värderingar över VC-bolagens egen framräknade ursprungsvärdering. Med denna information är det underligt att den proaktiva metoden inte är mer vanlig att använda hos respondenterna för att komma i kontakt med potentiella bolag att investera i. Detta då den proaktiva metoden medför att VC-bolagen på ett eget initiativ tar kontakt med bolagen samtidigt som bolagen då inte förhandlar med lika många VC-bolag, om något alls, vilket gör att konkurrensen minimeras och en potentiell budgivning undviks vid en möjlig investering i bolaget. Gällande ägarandelen verkade de flesta respondenter ha i åtanke att grundarna ska äga tillräckligt mycket för att en investering ens ska vara utav intresse att genomföra, dock var de långt ifrån de optimala nivåerna på 30-48 % som uppsatsens presenterade tidigare forskning ansåg vara de mest optimala nivåerna att ligga på. En aspekt kan vara att nivåerna slutligen hamnar på de optimala nivåerna efter de planerade framtida finansierings rundorna.

Av alla startup bolag som kommer i kontakt med VC-bolag för att få en investering är det enbart 1-5 % som resulterar i en investering vilket var en lägre andel än förväntat. Detta går däremot i linje med tidigare forskning och deras resultat. Vid denna låga andel finns det dock en risk att bra bolag gallras bort då enbart 10-20 % får chans till ett första möte för vidare presentation. Den låga andelen beror på de höga avkastningskraven som VC-bolagen kräver för att kunna investera.

Sammanfattningsvis så har denna uppsats genom ett kvalitativt tillvägagångssätt försökt beskriva den dynamiska processen som formar den slutliga och gemensamma värderingen av startup- och tillväxtbolag vid en första investering av VC-bolag. Slutsatsen som kan dras är att

förhandlingsprocessen verkligen är dynamisk och att alla förhandlingar är unika och ingen förhandling är den andra lik. Detta trots att det visat sig finnas en tydlig grundprocess över hur en förhandling generellt sett ser ut från första kontakt mellan parterna fram till en eventuell investering. Delmomenten presenterade i uppsatsen har visat sig kunna uppstå i en blandad följd och även tidsramen för en förhandling kan variera stort mellan olika förhandlingar baserat på skilda faktorer som påverkar från fall till fall.

Inga kända och faktiska värderingsmodeller går att tillämpa på bolagen bland annat på grund av att det finns för lite information om relevant historisk data att ta ställning till. Detta leder till att en godtycklig värdering får accepteras och användas där investerarnas erfarenhet har en stor påverkan på den slutgiltiga värderingen. Detta bekräftas även i tidigare forskning där det beskrivs att konsten i att värdera ett startup bolag förblir en "best guess" eller "black box" med anledning av att det inte finns några modeller som ger exakt samma värdering. I empirin framgår det även tydligt från samtliga respondenter att villkoren i aktieägaravtalet som följer med en investering formar och påverkar den slutgiltiga värderingen. Då utformningen av villkoren kan variera och är en lika stor del av förhandlingen som själva priset är det även viktigt att nämna. Detta är något som inte finns presenterat i tidigare forskning utan något som framkom som en viktig aspekt vid beskrivningen av den dynamiska processen under intervjuerna med respondenterna.

För att en förhandling ska kunna inledas krävs det att båda parter vid intresse inte är allt för långt ifrån varandra gällande värderingen. Det kan variera stort men ett riktmärke är att parterna kan vara upp till 40% ifrån varandra för att en förhandling ska kunna påbörjas. Då samtliga inblandade parter har bra inblick i branschen finns en uppfattning om vad en rimlig värdering kan tänkas vara. Detta görs oftast genom jämförande värderingar med liknande bolag som tidigare fått investeringar. Vid bristande erfarenhet hos startup bolagen kan investerare ibland behöva utbilda entreprenörerna i vad en rimlig marknadsvärdering för bolaget bör vara. Det finns flertalet faktorer i startup bolaget som anses vara viktiga hos investerarna men de utmärkande faktorerna bland bolagen som lyckas få en investering är att teamet bakom bolaget har stor kompetens inom sin bransch som de verkar inom samt att entreprenörerna är drivna och trovärdiga. Utmärkande faktorer hos startup bolaget är att affärsidén är skalbar samt att det finns en stor marknad inom branschen man arbetar inom med möjlighet att genomföra en snabb och stor tillväxtresa.

På grund av den höga osäkerheten kring att sätta värderingen ses saminvesteringar som en viktig aspekt inom branschen hos de flesta aktörer då det förutom att de ger en extra säkerhet i sin egen värdering även innebär att investeringen får ett större nätverk för att lyckas.

## 5.2 Förslag till fortsatta studier

Genomförandet av denna uppsats har lett fram till många intressanta diskussioner och nya vinklar och angreppssätt att ta sikte på för fortsatta studier inom området.

Det första är en rekommendation att utföra en liknande studie likt denna uppsats, dock med motsatt perspektiv med mål att finna och göra ett urval bland entreprenörer som respondenter med bred erfarenhet inom området och som deltagit i minst en genomförd investering alternativt flertalet långtgående förhandlingar med olika VC-bolag.

En annan studie byggd på vår uppsats kan vara att undersöka vilka villkor som anses som viktigast att få med i samband med en investering i aktieägaravtalet som skrivs samt att försöka prissätta villkoren i förhållande till de genomförda värderingarna.

Slutligen ett sista förslag på en studie som hade varit av intresse för hela VC-branschen. Vilket skulle vara en undersökning om bolag som har två-tre större VC-bolag som saminvesterat har lyckats prestera bättre med sitt portföljbolag än liknande bolag med enbart ett ensamt VC-bolag som investerare.

## 6. Referenslista

Amit, R., Brander, J. & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? theory and canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466. doi: 10.1016/S0883-9026(97)00061-X

Bernile, G., Cumming, D., & Lyandres, E. (2007). The size of venture capital and private equity fund portfolios. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 564–590. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2007.04.004

Bloomberg. (2021). *From Spotify to Minecraft, Sweden Proves Fertile Ground for Unicorns*. Tillgänglig: <http://bloomberg.omniekonomi.se/from-spotify-to-minecraft-sweden-proves-fertile-ground-for-unicorns/a/zgKjoq> (Hämtad: 2021-05-14).

Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2016). The importance of trust for investment: Evidence from venture capital. *The Review of Financial Studies*, 29(9), 2283–2318.

Bryman, A. (2011). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Stockholm: Liber.

Bygrave, W. D. (1988). The structure of the investment networks of venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 137-157. doi: 10.1016/0883-9026(88)90023-7

Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

Connect Sverige & Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien. (2002). *Förnuftsvärderingar*. Stockholm: OH-Tryck AB.

Corporate Finance Institute. (u.å.) *Growth Equity*. Tillgänglig: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/growth-equity/> (Hämtad: 2021-05-07).

Damodaran, A. 2001. *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. London: Financial Times Prentice Hall.

Dhochak, M., & Doliya, P. (2020). Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 27(1-2), 39-49. doi: 10.1002/mcda.1703

- Engebretsen, O., & Lundberg, K. (2000). *The venture capital investment decision process*. Master's Thesis in Financial Economics. Stockholm: Stockholm School of Economics.
- Företagande.se. (u.å.). *Startup*. <https://www.foretagande.se/tag/startup> (Hämtad: 2021-05-06).
- Hering, T., Olbrich, M., & Steinrucke, M. (2006). Valuation of start-up internet companies. *International Journal of Technology Management*, 33(4), 406-419.
- Hjerm, M., Lindgren, S., & Nilsson, M. (2014). *Introduktion till samhällsvetenskaplig analys*. Malmö: Gleerups Utbildning AB.
- Isaksson, A. (2006). *Studies on the venture capital process*. Diss. Umeå: Umeå University. ISBN: 912641606
- Kiholm Smith, J. & Smith L. R. (2000). *Entrepreneurial Finance*. New York: Wiley.
- Köhn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: A systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3-36. doi: 10.1007/s11301-017-0131-5
- Landström, H., Manigart, S., Mason, C. & Sapienza, H. (1998). Contracts between entrepreneurs and investors: Terms and negotiation processes. *I BabsonKauffman Entrepreneurship Research Conference*. Gent, Belgium.
- Mason, C., & Harrison, R. (1999). Editorial. Venture Capital: Rationale, aims and scope. *Venture Capital*, 1(1), 1-46. doi: 10.1080/136910699295974
- McNally, K. (1997). *Corporate Venture Capital: Bridging the equity gap in the small business sector*. London: Routledge.
- Miloud, T., Aspelund, A. & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture capital*, 14(2-3), 151–174. doi: 10.1080/13691066.2012.667907
- Narayanan, M., & Lévesque, M. (2014). Venture capital deals: beliefs and ownership. *IEEE Trans Eng Manag*, 61(4), 570–582. doi: 10.1109/TEM.2014.2338211
- Patel, R., & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera om en undersökning*. Upplaga 5. Lund: Studentlitteratur.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521. doi: 10.1016/0304-405X(90)90065-8

Sapienza, H. J., & Korsgaard, M. A. (1996). Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations. *Academy of Management Journal*, 39(3), 544-574. doi: 10.2307/256655

Science Park. (2019). *Ordlista*. Tillgänglig: <https://sciencepark.se/blogg/ordlista/> (Hämtad: 2021-05-07).

Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship: Control, trust and confidence in co-operative behaviour. *Venture Capital*, 3(2), 129-149. doi: 10.1080/13691060110042763

SVCA. (2021). *Om private equity*. Tillgänglig: <https://www.svca.se/om-private-equity/> (Hämtad: 2021-04-06).

SVCA. (u.å.). *Ordinarie medlemmar*. Tillgänglig: <https://www.svca.se/ordinarie-medlemmar/> (Hämtad: 2021-04-06).

Sweeting, R. (1981). Internal Venture Management: Analytical Aspects. *Journal of General Management*, 7(1), 34-45. doi: 10.1177/030630708100700104

Tyebjee, T., & Bruno, A. (1986). Negotiating Venture Capital Financing. *California Management Review*, 29(1), 45-59. doi: 10.2307/41165226

Åkerlund, D. (2017). *Guide till akademiskt skrivande: om att skriva rapporter, uppsatser och självständiga arbeten på universitet och högskolor*. Upplaga 2. Karlstad: Creative Commons. ISBN: 978-91-639-4865-7

## Bilaga 1 - Intervjuguide

### *Innan intervjun börjar:*

- *Kort presentation av oss.*
- *Vill ni ställa upp anonymt under uppsatsens presentation av resultatet?*
- *Får vi spela in intervjun med er?*
- *Är det okej med att en av oss är den mer aktiva under intervjun och den andra mer passiv och flikar in med följdfrågor under intervjuns gång vid behov?*

### **Bakgrund**

Namn:

Företag:

Befattning:

Antal års erfarenhet:

Utbildning:

Fakta om respondenten, vad har ni för erfarenhet inom investeringsbranschen (VC, Growth, startups- och tillväxtbolag)?

*Hur många aktiva investeringsfonder har ni för tillfället?*

*Har ni några fokusområden och tidsram kring era investeringsfonder?*

*Vad har ni för mål att investeringsfonden i genomsnitt ska ge för avkastning?*

### **TEMA 1**

#### **Första kontakten och inledningen av en förhandling vid en eventuell första investering:**

Hur brukar den första kontakten mellan er och startup bolagen ske?

Finns det några kriterier och krav som startup bolagen måste uppfylla innan en eventuell förhandling kan inledas?

*-Behöver startup bolaget presentera en egen värdering av sitt bolag vid detta steg?*

Vilken information brukar ni samla in innan en eventuell förhandling startar?

#### **Processen:**

Om intresse finns, hur brukar förhandlingsprocessen inledas?

Kan ni i stort berätta hur förhandlingsprocessen kan se ut?

*Vad är er personliga åsikt om vad som är viktigast i en startup, the donkey (affäridén) eller the jockey (entreprenörerna)? Procentuell fördelning?*

## **TEMA 2**

### **Den ursprungliga värderingen:**

Hur värderar ni startup bolaget?

Hur påverkas värderingen av finansiella och icke-finansiella faktorer?

- Om finansiella: Vilka? Ge exempel.
- Om icke-finansiell: Vilka? Ge exempel.
- Finns det ytterligare faktorer som påverkar värderingen?
- *Vilka faktorer anses som viktiga hos startup bolaget? Ge exempel.*

Hur brukar er värdering skilja sig från startup bolagets egna värdering?

- *Finns det tillfällen då era värderingar överensstämmer från början?*
- *Hur långt ifrån kan man vara för att fortsatt kunna förhandla?*
- *På vilka grunder brukar startup bolagen bygga sin värdering?*

## **TEMA 3**

### **Diskussionen, forandet och förhandlingen under den dynamiska processen som skapar den gemensamma värderingen:**

Hur ser processen och diskussionen ut mellan parterna när man formar värderingen?

Hur kan tidsramen se ut under förhandlingen?

- *Finns det tillfällen där tidsramen kan påverkas på grund av yttre omständigheter? Såsom stort intresse utav att investera från andra i branschen.*
- *Om ja, kan det påverka värderingen?*

Granskar och värderar man om finansiella och/eller icke-finansiella värden på nytt och djupare för att försöka närma sig varandra under en förhandling?

-Vilka är de viktigaste faktorerna som kan påverka att man närmar sig varandra i värderingen?

*-Vilken part brukar ändra sig mest ifrån sin ursprungliga värdering?*

Hur kan värderingen påverkas med avseende på relationen med entreprenörerna bakom iden?

Finns det några riskmoment under förhandlingen som påverkar värderingen av startup bolaget?

### **Saminvestering:**

Hur ser ni på möjligheten att saminvestera med branschkollegor i samma bolag och vid samma investeringstillfälle?

Hur ser processen ut vid en saminvestering?

Vem bär huvudansvaret i bolaget?

*-Inleder ni processen på varsin sida?*

*-Vem styr i förhandlingen kring värdering av bolaget? Kör ni med öppna kort sinsemellan och investerar på samma nivå?*

*-Vilka för- och nackdelar finns det med saminvestering?*

Finns det andra delar i förhandlingsprocessen som ännu inte har tagits upp innan en överenskommelse blir av?

Finns det tillfällen och faktorer som kan leda till att en överenskommelse bryts?

*-Om ja, kan detta leda till en omförhandling med ny värdering?*

*-Om nej, vad gjorde att förhandlingen inte togs upp på nytt?*

### **Avslutande frågor:**

- Finns det något mer ni vill berätta?
- Vad tycker ni generellt om ämnet kring värdering och förhandling, är det relevant?

## Bilaga 2 - Respondenter

### **Intervjuperson 1**

Förkortning: IP1

Befattning: Partner & Head of Investments

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Zoom

Tidpunkt för intervju: Onsdag 21:a april kl. 13:15 - 14:15

### **Intervjuperson 2.1**

Förkortning: IP2.1

Befattning: Investment Director

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Microsoft Teams

Tidpunkt för intervju: Tisdag 27:e april kl. 10:00 - 11:00

### **Intervjuperson 2.2**

Förkortning: IP2.2

Befattning: Investment Manager

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Microsoft Teams

Tidpunkt för intervju: Tisdag 27:e april kl. 10:00 - 11:00

### **Intervjuperson 3**

Namn: Daniel Karsberg

Företag: Luminar Ventures

Befattning: Partner

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Google Meet

Tidpunkt för intervju: Tisdag 27:e april kl. 15:00 - 15:30

### **Intervjuperson 4**

Förkortning: IP4

Befattning: Partner

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Zoom

Tidpunkt för intervju: Tisdag 27:e april kl. 16:00 - 16:50

### **Intervjuperson 5**

Förkortning: IP5

Befattning: Forskare & tidigare Associate

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Zoom

Tidpunkt för intervju: Onsdag 28:e april kl. 10:00 - 11:00

### **Intervjuperson 6**

Förkortning: IP6

Befattning: Investment Professional

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Zoom

Tidpunkt för intervju: Onsdag 28:e april kl. 14:00 - 14:50

### **Intervjuperson 7**

Namn: Aida Jammal

Företag: eEquity

Befattning: Associate

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Microsoft Teams

Tidpunkt för intervju: Onsdag 28:e april kl. 15:00 - 15:50

### **Intervjuperson 8**

Förkortning: IP8

Befattning: Founding Partner

Intervjuns tillvägagångssätt: Online över Zoom

Tidpunkt för intervju: Tisdag 4:e maj kl. 11:00 - 12:00