



Företagsekonomiska Institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET

Kandidatuppsats
FEK 581
HT 2002

*Ägarformens påverkan i venture capital-bolag
- agerande och risktagande*

Handledare:
Hans Landström

Författare:
David Henriksson
Daniel Klaesson
Jonas Widerstrand

Sammanfattning

- Titel:** Ägarformens påverkan i venture capital-bolag – agerande och risktagande
- Författare:** David Henriksson, Daniel Klaesson och Jonas Widerstrand
- Handledare:** Hans Landström
- Nyckelord:** Venture Capital, ägarstruktur, investeringsfas, portföljbolag, risktagande, ägarstyrning
- Problemdiskussion:** Kan man genom att titta på ett VC-bolags ägarstruktur förvänta sig ett visst agerande från bolaget? Kanske kan en del företeelser i VC-bolagens agerande, med avseende på branschval, riskaversion och tidshorisont, förklaras med hjälp av deras ägarstruktur.
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att förklara ägarstrukturens påverkan på venture capital-bolags agerande vid val av investeringsfas, samt om venture capital-bolagets ägarstruktur påverkar dess val av portföljbolag.
- Metod:** Vi har valt att genomföra två stycken undersökningar. Dels har vi gjort en kvantitativ undersökning av Riskkapitalföreningens hemsida, där majoriteten av Sveriges VC-bolag finns representerade, dels har vi gjort en kvalitativ undersökning i form av telefonintervjuer. Intervjuerna har gjorts med representanter för ett antal utvalda VC-bolag.
- Slutsatser:** Vi kan utifrån denna uppsats konstatera att skillnaderna, avseende ägarstyrning, mellan de olika ägarkategorierna minskat. Detta beror på att rådande marknadsklimat gör dem mer försiktiga. Vidare har vi kommit underfund med att VC-bolagens investeringsfokus generellt har förskjutits till senare faser där risken är mer hanterbar. Dock har vi sett att koncernägda med branschfokus, satsar mer i tidigare faser. Anledningen till detta är naturligtvis att de även väger in strategiska kvalitéer i besluten. Vi tror även att de genom att gå in tidigt i portföljbolagen vill vara med och påverka inriktningen i bolagen och därmed styra utvecklingsarbetet mot koncernens intresseområden. Likaså de offentligt ägda regionala bolagen som har andra preferenser än enbart maximal avkastning, tenderar till att satsa i tidiga faser. Vi tror även att anledningen till att de privata bolagen i genomsnitt har ett färre antal portföljbolag främst beror på en generellt mindre kapitalbas än de andra kategorierna. I viss mån torde dock den ökade risk de tar i och med den sämre diversifieringen, kompenseras av att det inte existerar några informationsasymmetrier mellan ägare och ledning i dessa bolag.

Förord

Denna kandidatuppsats är skriven inom ämnet företagsekonomi, i gränslandet mellan finansiering och strategisk styrning, med inriktning på venture capital-branschen. Vi vill framföra ett tack till alla medverkande företag och ett speciellt stort tack till Susanne Olofsson, Sjätte AP-fonden.

Vi vill även tacka Anders Isaksson vid Umeå Universitet för att han ledde in oss på rätt spår samt vår handledare Hans Landström för värdefulla synpunkter i uppsatsarbetets slutskede.

Lund, den 22 januari 2003

Daniel, David och Jonas

Innehållsförteckning

1 Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Syfte	8
1.4 Avgränsningar	8
1.5 Centrala begrepp	9
1.6 Disposition	10
2 Metod	11
2.1 Val av ämne	11
2.2 Personliga referensramar	11
2.3 Övergripande angreppssätt	11
2.4 Val av undersökningsmetod	12
2.5 Validitet och reliabilitet	14
2.6 Urvalsmetod	14
2.7 Primärdata	15
2.8 Sekundärdata	15
2.9 Källkritik	15
2.9.1 Källkritik av primärdata	15
2.9.2 Källkritik av sekundärdata	16
3 Teori	17
3.1 Vad innebär corporate governance?	17
3.2 Corporate governance i Sverige	18
3.3 Den svenska modellen och venture capitals roll i denna	19
3.4 Vad innebär egentligen venture capital?	20
3.5 General- och limited partners	22
3.6 Kontrakten mellan general och limited partners	23
3.7 Venture capital-bolags olika investeringsfaser	24
3.8 Skillnader mellan venture capital och traditionellt kapital	26
3.9 Anknytning mellan teori och empiri	28
4 Empiri	29
4.1 Kvantitativ studie, arbetsgång	29
4.2 Ägarkategorier	30
4.3 Resultat av den kvantitativa undersökningen	31
4.3.1 Antal portföljbolag fördelat på ägarkategori	32
4.3.2 Investeringsfas fördelat på ägarkategori	33
4.3.3 Antal portföljbolag fördelat på investeringsfas	39
4.3.4 Branschfokus	40

4.4 Kvalitativ studie	42
4.5 Resultat av den kvalitativa undersökningen	42
AB Novestra	42
B-business partners AB	44
Capman AB	45
Cimon Medical AB	46
Ericsson Business Innovation AB	47
Four Seasons Venture Capital AB	48
Gambro Strategic Development	49
Sjätte AP-fonden	50
Småföretagsinvest AB	52
Startupfactory AB	53
Z-Invest AB	54
Anonymt privat bolag	55
5 Analys	56
5.1 Investeringsbeslut	56
5.2 Investeringsfas	57
5.3 Ägarstyrning	57
5.4 Analys av respektive ägarkategori	58
6 Slutsatser	62
6.1 Investeringsbeslut	62
6.2 Investeringsfaser	62
6.3 Ägarstyrning	63
6.4 Övriga slutsatser	64
7 Källförteckning	65

Bilaga 1, Underlag för den kvantitativa studien

Bilaga 2, Intervjuunderlag

Figur- och tabellförteckning

Figur 1.1	Ägarförhållandet i venture capital-bolag.	5
Tabell 2.1	För- och nackdelar med telefonintervju.	13
Figur 3.1	SEB / Wallenbegsfären	18
Tabell 3.1	Skillnader mellan traditionell finansiering och venture capital.	27
Figur 4.1	De två olika undergrupperna av koncernägda venture capital-bolag.	31
Tabell 4.1	Antal portföljbolag fördelat på ägarkategori.	32
Tabell 4.2	ANOVA-tablå över sambandet mellan ägarkategori och antal portföljbolag.	32
Tabell 4.3	Investeringsfas fördelat på ägarkategori.	33
Tabell 4.4	χ^2 -test av skillnaden i investeringsfas mellan ägarkategorierna.	34
Figur 4.2	Investeringsfas - hela populationen.	35
Figur 4.3	Investeringsfas fördelat på ägarkategori.	35
Tabell 4.5	Andel som prioriterar investeringar i exp.fasen i börsnoterade resp. övriga bolag.	36
Figur 4.4	Andel som prioriterar investeringar i exp.fasen i börsnoterade resp. övriga bolag.	36
Tabell 4.6	χ^2 -test av skillnaden i andel som investerar i exp.fasen (börsnoterade och övriga).	37
Tabell 4.7	Andel som prioriterar inv. i tidiga faser i konc.ägda med branschfokus resp. övriga.	38
Figur 4.5	Andel som prioriterar inv. i tidiga faser i konc.ägda med branschfokus resp. övriga.	38
Tabell 4.8	χ^2 -test av andel som inv. i tidiga faserna (konc.ägda med branschfokus och övriga).	39
Tabell 4.9	Antal portföljbolag fördelat på investeringsfas.	39
Tabell 4.10	ANOVA-tablå över sambandet mellan investeringsfas och antal portföljbolag.	40
Figur 5.1	Ägarstyrningen enligt Helgesson.	57

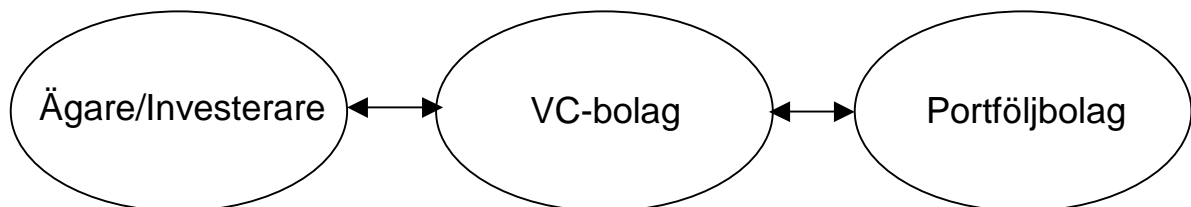
1 Inledning

1.1 Bakgrund

Venture capital-begreppet började bli känt i Sverige under mitten av sjuttioalet. Venture Capital (i fortsättningen förkortat VC) möjliggör för små företag med hög riskprofil att få tillgång till riskkapital utan att låna pengar till höga räntor. Ett VC-bolag skjuter inte bara till pengar utan bidrar även med ett aktivt ägarengagemang där man tillför kompetens och erfarenhet av olika slag till ett portföljbolag. Portföljbolagen är oftast onoterade högteknologiska bolag med hög risk men även med en stor potential. Det finns olika typer av VC-bolag, allt från enmansföretag med ett fåtal portfölj företag till stora koncernägda bolag med miljarder av riskvilligt kapital.

Venture capital-marknaden i Sverige har varit väldigt fluktuerande under sin relativt korta livstid. Den tog fart på riktigt 1982 då de så kallade exit-möjligheterna förbättrades avsevärt i och med införandet av OTC-listan på Stockholms fondbörs. Marknaden stagnerade dock under slutet av 80-talet då det ansågs vara mer lönsamt att satsa på fastigheter. Under finanskrisen i början av 90-talet minskade antalet aktörer ytterligare på grund av det extrema ränteläget. VC-marknaden sköt dock rejält fart i och med den rapida utvecklingen inom framförallt telekom- och IT-området. I dagsläget anser många att branschen mognat i och med att en del mindre seriösa aktörer slogs ut när IT- respektive telekombubblan sprack¹.

Tidigare forskning inom VC-branschen i Sverige har till stor del koncentrerats på aktiviteten mellan VC-bolagen och deras portföljbolag och hur den relationen har utvecklats över tiden. Andra undersökningar har belyst problem såsom hur investeringsprocesserna går till och olika problem som kan uppstå mellan VC-bolagen och portföljbolagen. Vad vi vill göra med det här arbetet är att lyfta ut fokus från den relationen och se vilken roll ägare respektive investerare har för det sätt VC-bolagen agerar. Kopplingen mellan VC-bolagen och ägarna/investerarna för svenska bolag har inte studerats särskilt ingående, se *Figur 1.1*. Det är oklart vilken roll ägarna respektive investerarna har och hur deras agerande förändrats på grund av de svängningar som skett på venture capital-marknaden.



Figur 1.1: Ägarförhållandet i venture capital-bolag.

Det finns forskning gjord på corporate governance inom venture capital i USA. Det finns flera anledningar att förmoda att denna teori inte är direkt applicerbar på den svenska marknaden. En anledning är att vår huvudkälla är skriven 1990. Den är erkänt

¹ Berggren Tom, *Venture capital-branschens utveckling i Sverige* (2001)

bra och ger en bra grundläggande förståelse för ämnet, men på en så pass turbulent marknad som ändå VC-marknaden i Sverige varit, finns det all anledning att misstänka att en hel del saker har förändrats sedan dess. Det finns även vissa stora skillnader mellan ägandets art i USA och Sverige. Sverige är till exempel ett av få länder som tillåter både olika aktieslag (A- respektive B-aktier) och pyramidliknande ägarstrukturer som till exempel Wallenbergsfären - Investor - ABB. Internationellt sett är normen antingen eller, inte både och. I USA har de stora pensionsfonderna mycket stor påverkan på VC-marknaden och den amerikanska VC-marknaden domineras till stor del av de fondförvaltande bolagen.

Genom att kombinera teori baserad på corporate governance inom venture capital i USA, den svenska corporate governance-forskningen och den svenska venture capital-teorin i allmänhet, vill vi få fram ett teoriunderlag som lämpar sig för svenska förhållanden mellan ägare/investerare och VC-bolag. Genom en kvantitativ studie av de svenska VC-bolagen undersöker vi huruvida det finns några skillnader vad gäller riskaversion och ägarinblandning mellan olika ägarkategorier. För att kunna förstå olikheter alternativt brist på olikheter mellan de olika ägartyperna, intervjuas några utvalda representanter för ett antal bolag ur de olika ägarkategorierna.

1.2 Problemdiskussion

Varför är en studie som berör venture capital-marknaden relevant?

En vanlig föreställning är att venture capital är en nymodighet som hör IT-branschen, ”den nya ekonomin” samt därmed också IT-boomen och historien till. En viss sanning ligger måhända i detta. VC-bolagen drogs med i den allmänna investeringshysterin i slutet av 90-talet och branschen växte kraftigt under den så kallade IT-eran. I det stora hela rör det sig dock om en vanföreställning eftersom den svenska VC-marknaden är en företeelse med cirka 25 år på nacken. Koncentrationen på IT, telekom och bioteknik beror inte på något annat än att dessa branscher betraktas som framtidsbranscher. Definitionen på venture capital är helt enkelt riskvilligt kapital och kompetens som under begränsad tid investeras i ickepublika bolag. Man kan som ett sammanfattat omdöme säga att detta kapital i slutet av 90-talet blev lite väl riskvilligt och även alltför tidsbegränsat. Investeringarna var många och kortsiktiga. VC-bolag fyller dock en viktig funktion även efter IT-kraschen våren 2000. Investeringarna har blivit färre men större. Få nya investeringar görs, istället görs följd- och återinvesteringar. I vissa fall för att rädda det som räddas kan, i andra fall där den initiala investeringen varit lyckosam.

I vilket fall som helst fyller VC-bolagen en viktig funktion, inte minst samhällsekonomiskt. Detta gäller även i dagens lite svalare konjunktur och ekonomiska klimat. Det kapital som finns tillgängligt kan med hjälp av VC-bolagens kompetens allokeras optimalt till framtidsbranscher och småföretag med utvecklingspotential. På så sätt kan högsta möjliga tillväxt nås. Att det allmänna ekonomiska läget, tillgången på kapital samt en bedömning av potential och risk hos den aktuella investeringen påverkar VC-bolagets agerande och investeringslusta är alltså redan utrett. Kan det finnas några andra faktorer som påverkar deras agerande och riskbenägenhet?

Varför är det nödvändigt att studera venture capital-bolagens ägarförhållanden?

Något som vi intresserat oss för och som inte är utrett i någon större utsträckning är förhållandet mellan VC-bolaget och dess ägare samt tillika om detta eventuellt kan påverka dess agerande. Hur har ägarnas respektive investerarnas roll förändrats över tiden och vad har det inneburit för VC-bolagens verksamhet. Kan man genom att titta på ett VC-bolags ägarstruktur förvänta sig ett visst agerande från bolaget?

Kanske kan en del företeelser i VC-bolagens agerande, med avseende på branschval, riskaversion och tidshorisont, förklaras med hjälp av deras ägarstruktur. Det kan till exempel vara möjligt att en kapitalsökande entreprenör genom att titta på VC-bolagets ägarstruktur och ägarnas intressen, kan göra en första bedömning om huruvida det VC-bolaget kan tillföra entreprenören det denne söker och vice versa. Det kan även vara intressant att veta vad ägarstrukturen har för betydelse när VC-bolag skall saminvestera i portföljbolag.

VC-bolag kan efter ägarstruktur grovt indelas i fem olika former, börsnoterade, fondförvaltare, koncernägda, offentligt ägda och privatägda. I inledningsskedet funderade vi på vad vi förväntade oss för skillnader mellan de olika grupperna, vilket ledde till följande hypoteser:

- Närheten till ägarna avspeglar sig i beslutsgången vid ett investeringsbeslut.
- Bolag som investerar i tidiga faser kompenserar det höga risktagandet det innebär, med att ha fler portföljbolag än de VC-bolag som satsar i de senare mer kapitaltunga faserna och därmed minska risken på det sättet.
- Ägar-/investerarstyrningen i börsnoterade bolag och fondförvaltande bolag är svagare på grund av avståndet till ägarna.
- Börsnoterade VC-bolags val av inträdesfas och bolagstyp påverkas av pressen från aktieägarna då denna typ av ägare ofta har en snävare tidshorisont än övriga typer av ägare.
- Investerarna intar en liknande roll i fondförvaltarnas bolag som den roll ägarna har i övriga ägarkategorier och inte en passiv investerarroll.
- Koncernägda VC-bolag investerar ofta i projekt som på ett eller annat sätt är relaterade till koncernverksamheten i övrigt. Detta motiverar en initialinvestering i någon av de tidigare faserna, sådd eller uppstart.
- Koncernägda venture capital-bolag är mer branschspecifika än bolag med andra ägare.
- Offentligt ägda VC-bolag är mer riskaverta än de andra formerna. Dessa bolag är mer försiktiga då det är skattebetalarnas pengar man investerar.
- Offentligt ägda venture capital-bolag har förutom ett ekonomiskt även ett altruistiskt intresse och går därmed in i och stöttar entreprenörer i ett tidigare skede än vad som är motiverat ur ett rent ekonomiskt perspektiv.

- Privatägda bolag är mindre än övriga bolag, vilket påverkar deras investeringar.

Vår frågeställning är alltså: *Hur påverkar ägarförhållandet i ett venture capital-bolag dess agerande?* Med agerande avser vi dels vilken riskbenägenhet VC-bolagen har, det vill säga i vilket utvecklingsstadium de går in i ett företag samt hur väl bolagen differentierar sin portfölj. Dels hur pass styrda de är i sitt handlande. Vårt mål är alltså att bringa klarhet i vilka för- respektive nackdelar de olika ägarformerna har samt att utreda om den ena ägarformen är bättre än den andra, det vill säga om det för VC-bolag finns en optimal ägarform i hänseendet att finna framgångsrika investeringar.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att förklara ägarstrukturens påverkan på venture capital-bolags agerande vid val av investeringsfas, samt om venture capital-bolagets ägarstruktur påverkar dess val av portföljbolag.

1.4 Avgränsningar

Vi avser att begränsa oss till den svenska VC-marknaden av relevansskäl och informationstekniska skäl. Vidare har vi valt att tidsmässigt i möjligaste mån använda oss av aktuell data. Detta val har vi dels gjort av den anledning att VC-marknaden är väldigt föränderlig vilket gör en historisk undersökning irrelevant. Dels skulle den kvalitativa delen av undersökningen få begränsad reliabilitet då det av naturliga skäl är omöjligt för en intervjurespondent att hundra procentigt kunna återge verkligheten. Vi har för avsikt att utgå från Svenska Riskkapitalföreningens medlemsregister och därifrån tittat på de bolag som har en majoritet svenska ägare. Att vi gjort detta val är av praktiska skäl, informationsinsamlingen förenklas betydligt. Svenska Riskkapitalföreningen är en väl förankrad branschorganisation där majoriteten av de aktiva VC-bolagen är medlemmar. Alla fem ägarkategorierna samt alla möjliga bolagsstorlekar är väl representerade.

1.5 Centrala begrepp

Venture Capital: Med Venture capital avser vi investeringar med bolagets egna kapital i onoterade bolag. VC-bolagens investering är ett aktivt samt tidsbegränsat ägarengagemang. Investeringar av detta slag innebär högre risknivå vilket avspeglar sig på ett högt avkastningskrav.

Venture Capital-bolag: Är det bolag som förvaltar kapitalet samt bistår med den kompetens som bolaget satsar.

Riskkapital: Är ett bredare begrepp där venture capital ingår och behöver till skillnad från venture capital inte innebära ett aktivt ägande och kompetensbidrag. Riskkapital kan även innefatta investeringar i börsnoterade bolag.

Limited/general partner: Två typer av ägare som tillsammans utgör VC-bolaget. Detta begrepp berör framförallt de fondförvaltande bolagen. General partner är organisatören av bolaget medan limited partner allt som oftast är investeraren som bistår med kapital. Limited partner har en passiv och general partner har en aktiv roll i det gemensamma bolaget.

Portföljbolag: Portföljbolag definieras som de bolag som VC-bolagen (riskkapitalbolagen) väljer att investera i. Portföljbolagen är inte börsnoterade och befinner sig ofta i en utvecklingsfas som är av intresse för VC-bolagen.

Fas: Definieras ofta olika beroende på författare, men vi syftar på de utvecklingsstadier som portföljbolagen befinner sig i. Vi har valt att dela in dem i 5 faser, sådd, start-up, expansion, replacement capital samt buyout/exit. Vi kommer även att nämna investeringsfas, då vi syftar på vid vilken tidpunkt i portföljbolagets livscykel VC-bolagen väljer att investera i.

1.6 Disposition

1. Inledning

Här ges en bakgrund till uppsatsen, därefter behandlas problemformuleringen, syftet, avgränsningarna och slutligen förklaras betydelsen av uppsatsens centrala begrepp

2. Metod

Här ges en beskrivning av vårt tillvägagångssätt och vad metodvalet haft för betydelse för uppsatsens validitet och reliabilitet.

3. Teori

I teoridelen presenteras den befintliga teorin inom corporate governance för venture capital-bolag.

4. Empiri

Här redogör vi för resultatet av vår kvantitativa studie och en presentation av de olika företagen i våra fallstudier och vad som framkommit i intervjuerna.

5. Analys

Här jämförs teorin med utfallet av våra undersökningar och vi belyser avvikelserna mellan de båda.

6. Slutsats

Här presenteras de slutsatser vi dragit av studien och vad uppsatsen bidragit med.

2 Metod

I följande kapitel kommer vi att presentera vilken metod vi bestämt oss för att använda oss av. Vi kommer även att diskutera kring de val vi gjort och varför vi valt bort alternativa vägar. Metoden är den del av undersökningen som lägger grunden för att kunna nå slutmålet, det vill säga svara på problem- och syfteformuleringen. Likaså kommer vi att i detta kapitel även kritiskt granska våra källor.

2.1 Val av ämne

Valet att göra en undersökning inom venture capital-området kom sig av en slump. Vi fann att det fanns en del undersökningar inom området men att undersökningarna var koncentrerade i huvudsak kring området hur VC-bolagen agerade. Vi fann dock inga studier om deras ägarstruktur hade någon påverkan. Venture capital-bolag har funnits i Sverige i ca 25 år, vilket medfört att deras agerande vid uppgångar och nedgångar har kunnats studeras. Riskkapitalmarknaden är väldigt intressant i det avseendet att dess intressenter är inflytelserika aktörer, allt från multinationella företag och staten till privatpersoner. Vår utgångspunkt i studien att se om VC-bolagen är styrda av sina ägare vid val av investeringstidpunkt eller portföljval och se om tendenser kan tydas beroende på vald ägarstruktur.

2.2 Personliga referensramar

En uppsats kan till stor del bero på författarnas referensramar, eftersom deras kunskaper eller brister lätt kan återspeglas i tolkningar av materialet. Således kan två författare få helt olika bedömningar av tillförlitlighet och giltighet trots att de använt samma material.

Vi, författarna till denna uppsats har en relativt lika utbildningsbakgrund i och med att vi alla har finansiering som fördjupningsområde. Därtill innehar vi olika inriktningar såsom handelsrätt, data samt studier inom maskinteknik. Vår relativt likartade utbildningsbakgrund skulle kunna innebära att vi kan ha förbisett relevanta synpunkter på grund av ett alltför likformigt synsätt. Dock behöver det inte bara vara negativt utan snarlika teoretiska bakgrunder kan även underlätta diskussioner och meningsutbyten.

2.3 Övergripande angreppssätt

En grundläggande fråga för arbetet är vilken övergripande vetenskaplig ansats vi valt. Det som avses är förhållandet mellan teorin och empirin. Vanligtvis framförs i vetenskaplig metod två grundläggande ansatser för förhållandet, teori och empiri. Dessa ansatser är den induktiva respektive den deduktiva ansatsen. Det finns även en tredje ansats, det så kallade abduktiva² angreppssättet vilket växelvis skiftar mellan teori och empiri. Denna ansats är inte lika vanlig som de två föregående.

² Ejvegård, R. Vetenskaplig metod, (1996)

Induktiv metod innebär att man formar teorier baserade på observationer av verkligheten. Metoden kan generellt liknas vid en upptäckares väg och används ofta inom nya områden som det tidigare inte forskats inom. Kritik mot denna metod riktar sig framförallt mot att det inte går att göra det stora antalet observationer som behövs för att skapa generella lagar och att det inte går att göra förutsättningslösa observationer.³

Deduktiv metod innebär att verkligheten baseras på teorier och forskaren ägnar sig åt att bevisa hypoteser. Generella regler görs alltså gällande för enskilda fall av intresse. Med hjälp av empiriska undersökningar kan forskaren förstärka eller försvaga redan etablerade teorier.

I denna uppsats har vi valt att använda oss av den deduktiva ansatsen, då vi har som mål att utifrån teoristudier identifiera ett antal problemområden, för att sedan studera dessa empiriskt. Utifrån vårt syfte har vi utvecklat ett antal hypoteser som vi hoppas kunna göra iakttagelser efter och kunna dra slutsatser med stöd av de empiriska studierna.

2.4 Val av undersökningsmetod

Vid genomförandet av en studie är det viktigt vilken metod man har för avsikt att använda, det vill säga om man väljer en kvantitativ eller en kvalitativ undersökning. Vår avsikt är att använda oss både av en kvalitativ och en kvantitativ undersökning, då vi anser att det lämpar sig bäst i för att uppnå vårt syfte. Vårt syfte är att undersöka om ägarstrukturen har någon påverkan på VC-bolagens agerande samt undersöka ägarstrukturens påverkan på VC-bolagens företag- och portföljsval. Med hjälp av intervjuer i alla tilltänkta indelningar av VC-bolag hoppas vi undersökningen ska ge oss den djupgående bild av företagets agerande som vi är ute efter.

Kvalitativ undersökning bygger på att återge variation i det aktuella forskningsprojektet. Fördelen med en kvalitativ undersökning är chansen till att få mer uttömmande svar än om vi valt att göra en kvantitativ undersökning. Det ger oss en möjlighet att ställa om frågan då vi ansett att respondenten varit införstådd i vår frågeställning. På detta sätt ökar validiteten vid respondentens svar. Vidare har vi möjlighet att fördjupa vår fråga med följdfrågor och därför kunnat få ut mer relevanta svar. Dock finns risk för att vi som intervjuare leder respondenten till svar som vi vill åt. Denna fara har vi varit väl medveten om under hela arbetsgången och försökt undvika i den mån vi kunnat.

Med telefonintervjuer finns det både fördelar och nackdelar vilka var avgörande i valet av intervjuteknik, se *Tabell 2.1*. För att i största möjliga mån nå intersubjektiv testbarhet⁴, var det ej samma person i författargruppen som genomförde intervjuer med representanter från bolag i samma kategori. Om byte av intervjuare leder till

³ Wallén Göran, *Vetenskapsteori och forskningsmetodik* (1996), s 90f

⁴ Kriterie som innebär att byte av subjekt (försöksledare) ej skall påverka testresultatet

samma svar kan man utesluta att testledarnas personligheter har påverkat respondenterna⁵.

Tabell 2.1: För- och nackdelar med telefonintervju.⁶

Fördelar:	Nackdelar:
+ Går fort att använda	- Svårt att ställa alltför komplicerade frågor
+ Hög svarsfrekvens	- Intervjuareffekter kan förekomma
+ Låg kostnad per intervju	- Svårt att ställa känsliga frågor
+ Oberoende av geografiskt läge	
+ Intervjuaren kan följa upp frågor	

En kvantitativ undersökning bygger, till skillnad från en kvalitativ, på en stor mängd undersökningar. Detta anser vi vara svårare att genomföra, mycket beroende på osäkerheten i svarsfrekvensen hos företagen. Vårt alternativ skulle ha varit att genomföra en enkätstudie i e- post format. Men enligt tidigare erfarenheter tenderar dessa att bli obesvarade. Enligt Holme och Solvang finns det viktiga skillnader mellan dem. Kvantitativ lämpar sig vid en bred forskning, där hänsyn tas till variation i de olika undersökningsenheterna.⁷ En enbart kvantitativ studie skulle ha inneburit att vi varit tvungna att utarbeta en konkret plan. Denna plan skulle vi senare varit tvungna att följa under insamlingen av materialet. Kunskapen som erhållits hade inte fått leda till några ändringar. Det hade även inneburit att styrningen från vår sida blivit mycket tydlig och uttalad vilket vi velat undvika.⁸

Vi har likväl valt att göra en kvantitativ undersökning, men en undersökning som bygger på att vi går igenom de företag som är registrerade på Svenska Riskkapitalföreningens hemsida⁹. Med utgångspunkt från materialet undersöker vi bolagens form av ägarstruktur, val av inträdesfas samt val av bransch. Denna information ger oss förhoppningsvis tillräckligt med kött på benen för att kunna dra slutsatser som senare skall verifieras av den kvalitativa undersökningen.

T D Jick (1979) betonar i Holme och Solvangs bok, de fördelar med att genomföra en kombination av de olika metoderna. Han menar att olika tillvägagångssätt får samma resultat om samma undersökningsobjekt visar att informationen kan anses vara giltig. Om det skulle visa sig mynna ut i olika resultat är detta en sporre till nya tolkningar.¹⁰

⁵ Vetenskapsteori för nybörjare, s 22

⁶ Torstensson Eriksson Lars, Wiedersheim-Paul Finn, *Att utreda, forska och rapportera* (1997), s 87

⁷ Holme Idar M. och Solvang, Bernt K., *Forskningsmetodik* (1997), s 78

⁸ Holme Idar M. och Solvang, Bernt K., *Forskningsmetodik* (1997), s 81

⁹ www.vencap.se, (02-11-10)

¹⁰ Holme Idar M. och Solvang, Bernt K., *Forskningsmetodik* (1997), s 86

2.5 Validitet och reliabilitet

Validitet eller giltighet kan vi definiera som ett mätinstruments förmåga att mäta det som skall mätas. Det man mäter måste ge ett trovärdigt svar. ”Har man anledning att ifrågasätta giltigheten eller validiteten kan man ifrågasätta hela undersökningen”¹¹. I vårt fall mäts validiteten i antalet respondenter. Är antalet respondenter tillräckligt för att kunna dra slutsatser och är de representativa för vår undersökningsgrupp?

Likasa är det viktigt att mäta det som vi har för avsikt att mäta, reliabilitet. Mätningen skall ske med sådan korrekthet att det slumpmässiga felet inte blir större än nödvändigt. Alltså spelar det inte någon roll hur viktigt det är med validitet om inte mätinstrumentet ger tillförlitliga och stabila utslag. I vårt fall bör vi nog ha en hög reliabilitet då vi genomför en kvalitativ intervju med berörda tjänstemän i våra tilltänkta företagsrespondenter. Men även i informationen som vi inhämtar från årsredovisningar då informationen granskas av marknaden.

2.6 Urvalsmetod

Vid vår kvantitativa undersökning är det nödvändigt att avgränsa den population som vi har för avsikt att undersöka. Vi har använt oss av de företag som finns representerade i Svenska Riskapitalföreningens medlemsregister, då vi anser det vara representativt för den svenska venture capital-marknaden. Detta register har använts vid ett flertal tidigare undersökningar som studerat fenomen på den svenska VC-marknaden. Vid den kvantitativa undersökningen delade vi upp företagen i fem delpopulationer efter en lämplig stratifieringsvariabel. Detta gjordes eftersom vi var intresserade av att kunna se om det finns någon signifikant skillnad mellan ägartypernas agerande vid portföljval samt inträdesfas. Därför eftersträvade vi att inkludera så många företag som möjligt. I stycket avgränsningar förklarade vi att vi enbart såg till den svenska marknaden. Därför har vi valt att sortera bort de företag som har en majoritet utländska ägare. Likasa fann vi att alla företagen inte var aktiva vilket gjorde att vi inte tog med dem i vår undersökning. Slutligen var vår totala målpopulation 112 st. bolag.

Vid vår kvalitativa undersökning är det än mer nödvändigt att begränsa antalet respondenter jämfört med den kvantitativa undersökningen. Detta på grund av att denna typ av undersökning är en mer djupgående och kräver mer tid per respondent. Vi ville att urvalet skulle vara så heltäckande som möjligt så att de företag som stack ut från de andra VC-bolagen skulle komma med. Denna metod fann vi vara tillfredsställande då vi ansåg dessa vara intressanta som bolag. Metoden kallas medvetna selektiva urval¹² och används när inte slumpmässigt urval lämpar sig. Vi var dock noga med att alla kategorier skulle vara representerade i vårt urval. Många VC-bolag fann vi vid vår kvantitativa undersökning vara intressanta och ville då få en mer djupgående bild av dessa. Vi kunde då använda den information vi fått fram och jämföra de olika bolagen mellan de olika kategorierna för att se om vi såg några tendenser. Vi jämförde även bolag i samma kategori där bolagen skiljde sig åt från

¹¹ Körner Svante, *Praktisk Statistik* (1993), s 25

¹² Körner Svante, *Praktisk Statistik* (1996) s 34

varandra i vissa avseenden. Vi kom därför fram till att ca 12 stycken respondenter var tillräckligt. Som vi nämnt tidigare stötte vi på problem, men efter ihärdigt arbete anser vi att vi fått tillräckligt med respondenter för att kunna testa våra hypoteser.

2.7 Primärdata

I vår undersökning består primärdata av intervjuer med de utvalda respondenterna, det vill säga venture capital-bolagen. Insamlingen av primärdata skedde i huvudsak i form av telefonintervjuer med bolag inom de kategorier som vi valt att dela in venture capital-marknaden i. För att underlätta processen och få så många respondenter som möjligt villiga att ställa upp på intervjun, ställde vi först en intresseförfrågan via telefon, därefter skickades ett e-postbrev till respondenterna med en presentation av de frågor som vi var intresserade av att få svar på. Därefter genomfördes en telefonintervju.

2.8 Sekundärdata

Sekundärdata är teori som insamlats vid ett tidigare tillfälle till ett annat ändamål.¹³ Vår undersökning är till stor del baserad på denna kategori av information. Vi valde att i ett tidigt skede använda oss av diverse databaser runt om i landet. Vi studerade på NUTEK:s kvartalsrapporter om riskkapitalbolagens aktiviteter och Svenska Riskkapitalföreningens medlemmatrikel och databaser vid andra universitet runt om i landet. Till en början var det nyttig information då vi skapade oss en relativt bred grund att stå på. Dock kom vi underfund med att utbudet av liknande studier var tunt men inhämtad information gjorde att vi ansåg oss kunna gå vidare. I tidigare publicerade arbeten fann vi även referenser till andra artiklar, vilket ledde oss vidare i våra studier. Likaså har vi genom att studera hemsidorna hos alla de bolag som är inkluderade i undersökningen, upptäckt företeelser som vi senare med intervjuer verifierat eller falsifierat.

2.9 Källkritik

Vi har valt att dela upp källkritiken i två delar, källkritik av primärdata och källkritik av sekundärdata. Problematiken med källhantering tas även i viss mån upp i metodavsnittet.

2.9.1 Källkritik av primärdata

Vi anser att informationen som erhållits från våra respondenter har varit relativt god. Dock hade den kunnat vara bättre men på grund av vårt geografiska läge hade det varit svårt att genomföra någon annan form av intervjuteknik. Vi är väl medvetna om de nackdelar en telefonintervju medför men vi har i största mån försökt undvika dem, se avsnitt 2.4. Vidare hade det varit en fördel om vi kunnat intervjua fler bolag för att med större säkerhet kunna se de tendenser som vi gjort. Trots, enligt oss själva, en väl

¹³ Torstensson Eriksson Lars, Wiedersheim-Paul Finn, *Att utreda, forska och rapportera* (1997), s 65

genomtänkt strategi fann vi att det var svårare än väntat att finna villiga respondenter. Närheten till den stundande högtiden och det rådande marknadsklimatet anser vi vara anledningen till vår problematik i ärendet.

2.9.2 Källkritik av sekundärdata

Tidigare har en stor mängd forskning bedrivits av fenomenet venture capital, såväl i Sverige som i USA. Forskningen har dock varit av det slag att den skildrat förhållandet mellan VC-bolaget och portföljbolaget, som till exempel investeringsstidpunkt. Men även forskning om vad VC-bolagens inflytande i portföljbolagen såsom styrning av framtida ageranden och vilken urvalsprocess av investeringskandidater de använder sig av. Mycket av den information som vi tagit del av har gjorts på den amerikanska marknaden och huruvida den är applicerbar på den svenska marknaden kan vi inte säga. Vi anser dock att den data vi haft tillgång till och de personer som vi fört en dialog med under tiden gjort att vi med relativt stor säkerhet kunnat använda oss av inhämtad information på rätt sätt.

Vidare har vi använt oss av information som kan tänkas vara vinklad information, som till exempel informationen från Svenska Riskkapitalföreningens hemsida. När vi gjort efterforskningar i tidigare gjorda arbeten inom den svenska venture capital-marknaden, har vi noterat att denna källa ofta i stor utsträckning har använts av författarna. Vi var i kontakt med Barbra Bohannan på Svenska Riskkapitalföreningen för att försäkra oss om data som är publicerad på föreningens hemsida var aktuell. Bohannan menade att uppgifterna nyligen var uppdaterade då den nya medlemsmatrikeln var under slutförande. Trots detta fann vi i vissa fall uppgifterna vara ouppdaterade, samt att de i vissa fall gav en missvisande bild av en tilltänkt respondent. Detta är något som vi blivit allt mer medvetna om ju längre vi använt oss av källan. Därför har vi försökt verifiera all data som hämtats från Svenska Riskkapitalföreningens hemsida via VC-bolagens hemsidor, VC-bolagens årsredovisningar samt Affärsdatas databaser.

Under informationssökandet blev vi varse att mängden information var begränsad, framförallt den konkreta teorin angående ägarnas påverkan i venture capital-bolag. Vi har sökt i källor vars teori angränsar till denna kärnteori, och i många fall refererar författarna till Sahlmans artikel, *The structure and governance of venture-capital organizations*, när ägarförhållandena i VC-bolagen skall behandlas. Detta medför att mycket av den information vi använt oss av är hämtat utifrån samma källa. Detta är inte enbart negativt utan visar att källan sedan tidigare är vedertagen av forskare på betydligt högre nivå än oss.

3 Teori

Den allmänna teorin på corporate governance-området kan i stora delar tillämpas på venture capital som ju består både av finansiering (kapital) och styrning (kompetens). Detta tillsammans med det faktum att det är relativt tunnsått med forskning och teori på relationen mellan VC-bolag och dess ägare/investerare, har gjort att vi valt att även försöka ge en bild av den konsensus som finns då det gäller corporate governance i stort. Dels ur ett allmän-teoretiskt perspektiv och dels ur ett mer empiriskt perspektiv avseende den svenska marknaden. Därefter gör vi ett försök att i möjligaste mån sammanfatta den yviga venture capital-specifika teori som åtminstone perifert berör vår frågeställning. För att ge en fullständig bild av venture capital som företeelse beskriver vi avslutningsvis även skillnaderna mellan venture capital och traditionell finansiering.

3.1 Vad innebär corporate governance?

I och med en åtskillnad av de som finansierar investeringarna (ägarna) och de som implementerar dem (ledningen) finns en intressekonflikt och en informations-asymmetri som kan leda till att ledningen på ägarnas bekostnad berikar sig själva, ett så kallat agency cost-problem.¹⁴ Agency costs kan till exempel ha sitt ursprung i överdrivet riskabla investeringar eftersom ledningen inte bär hela kostnaden för investeringen eller att man beviljar sig själva extravaganta förmåner på ägarnas bekostnad¹⁵. Är ägare och ledning en och samma, som oftast är fallet i de privatägda bolagen, är naturligtvis detta problem eliminerat. Vill man expandera är det dock oftast oundvikligt att använda sig av externt kapital och därmed åtminstone delvis separera ledning och ägande. Är ägande och ledning vitt skilda kan incitament såsom optionsprogram eller en resultatorienterad bonus bidra till att uppnå konvergens mellan de båda parternas mål.¹⁶ Den optimala kapitalstrukturen innebär dels ett hänsynstagande till effekten av att separera ägande och ledning. Dels ett övervägande mellan skuldfinansiering och finansiering med eget kapital (skuldsättningsgrad), det vill säga vilken finansiell risk man är beredd att ta.¹⁷ Hur man väljer finansieringen (ägandet) är nära kopplat till och får betydande implikationer för ledning och styrning av företaget. Själva implementeringen av investeringar (ledningen) handlar i sin tur i hög grad om värdering och tidsvärdet av pengar samt avvägandet mellan risk och avkastning är centrala begrepp.¹⁸

¹⁴ Wright Mike och Robbie Ken, *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*

¹⁵ Berglöf Erik, *Ownership of Equity and Corporate Governance - The Case of Sweden*

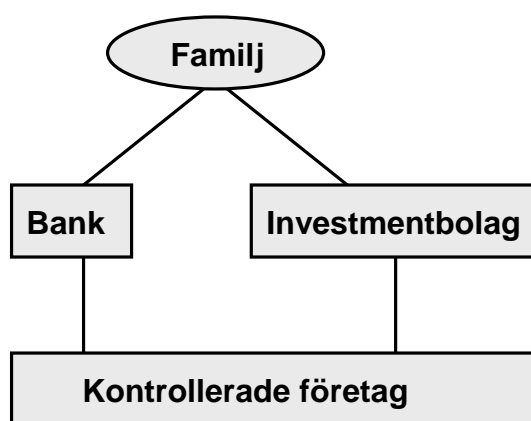
¹⁶ Turnbull Shann, *Corporate Governance: It's scope, concerns and theories*

¹⁷ Jensen M. C. och W. Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976)

¹⁸ Wright Mike och Robbie Ken, *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*

3.2 Corporate governance i Sverige¹⁹

Svenskt näringsliv har länge dominerats och också präglats av ett fåtal starka ägare. Precis som i flera andra europeiska länder har mäktiga affärsbanker spelat en väsentlig roll vad gäller att bistå och förstärka de största svenska företagen. SEB och Handelsbanken, som är de två största bankerna, har allt som oftast ägt stora aktieposter i sina klienter genom de nära anknutna investmentbolagen Investor respektive Industrivärden. Flera företag, även de större, har majoritetsägare och stockholmsbörsen domineras av några få, även med internationella mått, stora företag. Särskilt imponerande blir företag som Ericsson och ABB om man relaterar deras börsvärde till stockholmsbörsens totala storlek. En enda finansfamilj, nämligen Wallenbergfamiljen, kontrollerar med hjälp av pyramidägande och röststarka aktier företag som står för halva det totala börsvärdet och har så gjort i nästan ett helt århundrade.



Figur 3.1: SEB / Wallbergfamiljen²⁰

De flesta experter på corporate governance-området är överens om att en hög koncentration av ägandet liksom en stark separation av ägande och makt verkar negativt för finansiella marknadens effektivitet och tillväxt. Enligt teorin leder det också till exploatering av minoriteter och att småsparare blir ekonomiskt lidande. Den svenska börsen borde alltså för det första vara statisk och eftersatt samt det borde råda brist på kapital. Så är dock inte fallet. De finansiella instrumenten i Sverige är många, marknaderna vitala, likviditeten relativt hög och börsvärde samt omsättning per capita bland de högsta i Europa. Även antalet nyemissioner samt marknadsintroduktioner är relativt högt, och sedan restriktionerna för utländskt ägande togs bort i början av 90-talet har antalet investeringar från utlandet ökat kraftigt. Andelen utländskt kapital är idag bland de högsta i Europa. Över en tredjedel av stockholmsbörsen ägs av utländska investerare.

¹⁹ Agnblad et al, *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*

²⁰ Ibid

3.3 Den svenska modellen och venture capitals roll i denna

Hur kommer det sig då att koncentrationen av ägandet och, i än högre grad makten, är så hög i Sverige och hur kan den svenska ”modellen”, stick i stäv med allmän konsensus på området, vara så framgångsrik? För det första är Sverige ett av få länder som tillåter både olika aktieslag (A- respektive B-aktier) och pyramidliknande ägarstrukturer som till exempel Wallenberg - Investor - ABB. Internationellt sett är normen antingen eller, inte både och. Kombinationen av dessa två kontrollinstrument har inneburit att privata ägare med hjälp av ett i sammanhanget tämligen beskedligt kapital kunnat skaffa sig makt över väldiga företagsimperier. De här ägararrangemangen ger visserligen auktoritet till en dominerande ägare men borde rimligen innebära en utsatthet för minoriteter. Externa aktieägare och speciellt individuella investerare borde inte vara villiga att investera i företag med stark separation mellan ägande och makt samt dåligt minoritetsskydd. Ändå verkar så vara fallet. Privatpersoner investerar stora belopp i aktier, främst genom aktiefonder. Samtidigt som internationella investerare äger en ansenlig och ständigt ökande andel i många stora svenska företag även om många är privatägda och väl skyddade med hjälp av A- respektive B-aktier.²¹

Att de finansiella marknaderna i Sverige frodas trots omständigheterna tros bero på att det förutom det formella minoritetsskyddet i form av lagstiftning samt den transparens som följer av offentlighetsprincipen, även finns ett sorts informellt skydd. Det informella skyddet består huvudsakligen i att företag med hänsyn till sitt rykte och sin sociala status och avskräcks från att exploatera minoriteter. Många ägarfamiljer försöker bygga upp ett arv som goda medborgare och viktiga bidragsgivare till ändamål som forskning, kultur och välgörenhet. Övertramp vad gäller minoriteternas outtalade rättigheter kan för det första få direkta ekonomiska effekter i form av minskad försäljning eller svårigheter att locka kapital. För det andra kan det få mer långsiktiga effekter i form av skadat socialt kapital. Även om man inte exploaterar minoriteterna så åtnjuter de mäktiga ägarna stora privata privilegier som härrör från den sociala status som de åtnjuter i och med kontrollen över de stora företagen. Detta gör att det är svårt och oerhört kostsamt att överföra kontroll till en annan ägare. Det månede t.o.m. vara omöjligt att hitta investerare som är beredda att betala för de förmåner som den kontrollerande ägaren åtnjuter. Den stora rabatten på privatkontrollerade bolag, speciellt på investmentbolagen som ju fungerar som spindeln i nätet i dessa imperier, representerar åtminstone i viss mån marknadens värdering av dessa ineffektiviteter.²²

Det finns också en risk att en kontrollerande ägare hänger fast vid förlustinvesteringar och dotterbolag alltför länge, speciellt om det handlar om för bolaget prestigefyllda och traditionsrika verksamhetsgrenar. Värdeskapande affärer blir aldrig av p.g.a. rädsla för förlust av kontroll. Ytterliggare en fara är att gamla väl inrotade ägare mindre aktivt letar efter och agerar på nya lönsamma investeringsmöjligheter inom men framförallt utanför sitt sedvanliga verksamhetsområde.²³ Rabatten på privatkontrollerade bolag innebär också att det blir extra svårt och ofta alltför

²¹ Agnblad et al, *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*

²² Ibid

²³ Ibid

kostsamt att skaffa nytt kapital via marknaden²⁴. Detta i än högre grad eftersom man endast kan tänka sig att söka nytt kapital om ens maktposition lämnas opåverkad. Sådana här kapitalbegränsningar är speciellt vådliga när radikala och hastiga förändringar är nödvändiga. En stor stundande utmaning för svensk corporate governance är att skapa strukturer som stödjer en förflyttning av kapital från den traditionella familjekontrollerade industrin till tillväxt- och högrisksektorer.²⁵

Det är bl.a. här venture kapital kommer in som en viktig faktor. Venture capital-finansiering är speciellt lämplig för företag i unga teknik- och innovationsintensiva branscher såsom IT- och bioteknik. Osäkerhet i kassaflödena gör att kapital från en riskkapitalist är att föredra framför skuldfinansiering. Något som styrker denna tes är att de senaste årens revolution inom dessa branscher huvudsakligen skett utanför de traditionella svenska industrimagnaterna och med hjälp av VC-finansiering. Dessutom befrämjar det koncentrerade ägandet och den direkta kontroll som ett VC-bolag utövar, ofta från en styrelseposition, ett nystartat företags mognande på ett bättre sätt än ett diffust traditionellt ledarskap. Detta bl.a. eftersom tillgången på information samt möjligheten till övervakning och snabb aktion är så viktig i dessa företag.²⁶

3.4 Vad innebär egentligen venture capital?

Venture capital är, som vi tidigare nämnt i centrala begrepp, ett aktivt samt tidsbegränsat ägarengagemang. En äldre traditionell uppdelning, ursprungligen amerikansk, har delat upp VC-bolagen i tre olika kategorier, nämligen offentligt ägda, privatägda samt koncernägda. Under de senaste åren har det dock blivit allt vanligare med venture-capitalföretag med en mer klassiskt amerikansk organisationsstruktur.²⁷ Vad som är speciellt med denna typ av finansiering är utformningen av de så kallade fondförvaltarna. Enligt Sahlman var det, 1988, typiska venture capital-bolaget i USA utformat med så kallade partners, general och limited partners.²⁸ Övriga ägarkategoriernas ägarkonstruktion skiljer sig inte nämnvärt från företag i andra branscher. Med detta menar vi att de följer de regler angående hur ett aktiebolag skall utformas enligt de bestämmelser som begränsas av aktiebolagslagen. Ett aktiebolag skall ha en styrelse som väljs på den årliga bolagstämman. Styrelsen skall ha minst tre ledamöter, bortsett från privata som enbart kan bestå av en ledamot om det finns minst en suppleant. På bolagstämman väljs som sagt styrelsen och det är här minoritetsägarna kan göra sina röster hörda.²⁹ Då det inte är något speciellt med dessa ägarkategorier berör vi dem inte i teorin på samma sätt som med fondförvaltarnas ägarkonstruktion.

Venture capital är ett relativt nytt begrepp på den svenska finansiella marknaden. VC-bolagen fick sin uppkomst på grund av att forskning och utveckling av nya produkter är väldigt kapitaltunga, vilket gjorde att bolag och entreprenörer behövde fler finansieringsalternativ. Detta gjorde att fler och fler entreprenörer kunde hitta

²⁴ Berglöf Erik, *Ownership of Equity and Corporate Governance - The Case of Sweden*

²⁵ Agnblad et al, *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*,

²⁶ Romano R., *Corporate Law and Corporate Governance* (1996),

²⁷ Isaksson Anders, *Venture Capital - Begrepp och definitioner* (2000), www.vencap.se, (02-11-12)

²⁸ Sahlman William A, *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 487

²⁹ FARs Samlingsvolym 2001, Aktiebolagslagen kap 8

finansiärer till sina projekt när inte banker eller andra finansieringsmöjligheter var möjliga. Många, idag mycket stora bolag har sin härkomst med denna typ av finansiering. Exempel på sådana bolag är Microsoft och Apple som båda var delaktiga i den snabba utvecklingen av högteknologiska branscherna. Båda är idag mycket framträdande inom sina områden.³⁰

Begreppet härstammar från USA och lär ha uppkommit kring 50-talet.³¹ I Sverige har denna form av investering använts sedan 70-talet och sedan dess vuxit. VC-bolagen hade under 80-talet ett uppsving och ett ca 30-tal venture capital-bolag bildades. Vidare upprättades OTC-listan på Stockholms fondbörs vilket gjorde det möjligt för småbolag att noteras. Fenomenet venture capital kom sedermera att stagnera i slutet av 80-talet, då aktiemarknaden var inne i en svart period. Kapitalet kom då att placeras i fastigheter istället. VC-bolagen finns både i den privata och i den offentliga företagsverksamheten, men det var i den offentliga regin som venture capital fick sitt riktiga fotfäste genom statliga insatser i fonder. Under 90-talet var det en ökning av VC-bolag vilket var en effekt av bl.a. börsuppgången under samma period. Denna medförde att en växande andel företag och företagsledare fick möjlighet att investera i tillväxtföretag igen. Möjligheter till buyout/exit var nu mer påtaglig då fler börslistor fanns. Detta gjorde att ett ökat sparande i aktier och fonder med allokerande kapital till venture capital. Dessutom fick investerarna, på grund av den höga värderingen på börsen, förhållandevis bra avkastning på sitt satsade kapital. Allt detta sammantaget gjorde att venture capital-bolagen hade ett väldigt gynnsamt arbetsklimat.³²

Under börsnedgångar som den i slutet av 80-talet och den i slutet av 90-talet kan man se tendenser på att bolagen väljer att stanna kvar i investeringarna längre. Detta märks framförallt i antalet investeringar som gjorts på senare tid. Idag görs väldigt få investeringar på grund av börsklimatet. De investeringar som sker är i huvudsak kompletterande investeringar som i vissa fall görs för att rädda det som räddas kan, i andra fall där den initiala investeringen varit lyckosam. Trots allt är Sverige relativt bra på att använda sig av denna form av finansiering. Mätt i procent av BNP, tillhör Sverige bland de främsta i Europa.³³

Per definition är venture capital en professionell pott/fond av kapital som investeras i entreprenörers idéer, eller projekt, vid olika faser av deras verksamhetscykel. Venture capital-bolagen har inte enbart för avsikt att gå in med kapital utan även med kunskap som ska hjälpa till att aktivt förvalta kapitalet tills en eventuell avveckling av samarbetet sker. Vanligen blir företrädare för venture capital-bolaget en del av styrelsen eller får en annan maktposition i det bolag de valt att gå in med pengar i.³⁴

Således är de specialiserade på att med kunskap och kapital gå in i företag med utvecklingspotential. Bolagen som venture capital-bolagen väljer att investera i blir oftast en del av en portfölj med flera företag, portföljbolag. Detta görs för att diversifiera portföljen och att få en kombination av olika företag för att tillsammans med venture capital-bolagens kapital ta till vara på hela portföljföretagets utvecklingspotential. VC-bolagen påverkas i förhållande till andra investeringar av en

³⁰ Sahlman William A, *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 482

³¹ Isaksson Anders, *Venture Capital - begrepp och definitioner* (2000), www.vencap.se, (02-11-12)

³² Bergren, Tom, *Venture capital-branschens utveckling i Sverige* (2001), www.vencap.se (02-11-12)

³³ Ibid

³⁴ Sahlman William A, *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 473

högre grad av risk, mindre information samt ett längre tidsperspektiv. Anledningen till detta är att VC-bolag väljer att investera i små tillväxtföretag som ofta inte är börsnoterade vilket även kan påverka vilken typ av ägarkategori som kan tänkas göra investeringar i de olika branscherna på marknaden.³⁵

En viktig del vid investeringar från VC-bolagens sida är tidsaspekten, det vill säga tiden mellan den initiala investeringen till realiseringen av kapitalet. Enligt en undersökning som gjordes 1988 och som publicerats i *Venture Economics* var medeltiden för det investerade beloppet 4,9 år. Denna period är naturligtvis varierande från objekt till objekt men vad som kan utläsas är att investeringar som genererar höga avkastningar ofta stannar längre i investeringen än de som misslyckas.³⁶

3.5 General- och limited partners

Enligt Sahlman fungerar organisationen i ett fondförvaltande venture capital-bolag i USA som kommanditbolag med två typer av partners, general- och limited partners. Venture capitalisterna själva är general partners vilket gör dem till organisatörerna av fonden. I de flesta venture capital-bolagen finns det flera olika general partners. Förutom att organisera fonden ansvarar även general partners för anskaffningen av kapital, det vill säga kontraktera investerare. De har även fullt personligt och legalt ansvar för förvaltningen av fonden. General partners förser ofta enbart fonden med en procent av kapitalet.³⁷ Anledningen till detta är att det ursprungligen härstammar från amerikansk lag. Detta görs då de flesta venture capital-bolagen är utformade som ett managementbolag med ansvar att driva flera fonder av kapital. En general partner tar ut ett arvode på 15-20 procent av vinsten vid en realisering, samt årligen en förvaltningsavgift på 1-3 procent av det totala fondvärdet. Denna brukar dock sjunka med tiden då merparten av arbetet görs i de inledande faserna.³⁸

En limited partner har, som namnet antyder, inget direkt ansvar. De utgörs i största allmänhet av pensionsfonder, institutionella investerare och förmögna människor. Deras uppgift är enbart att tillföra passivt kapital och har inget att göra med den dagliga verksamheten.³⁹ De flesta venture capital-bolagen brukar i regel förse limited partners med periodvisa rapporter om värdet av deras investeringar i portföljbolagen. Detta görs då investeringarna sker i små onoterade företag med osäkra framtidsutsikter. Limited partners har, trots deras begränsade styrningsmöjligheter, i de flesta fallen rätt att rösta i frågor angående ändringar/tillägg i kontrakten. De har även rätt att rösta angående deras förhållande med general partnern, eliminering av en general partner eller andra förslag som har effekt på det gemensamma bolaget i stort. För att ett förslag skall gå igenom eller stoppas krävs vanligen två tredjedelar av rösterna, men detta varierar från kontrakt till kontrakt.⁴⁰

³⁵ Isaksson Anders, *Venture Capital - begrepp och definitioner* (2000), www.vencap.se

³⁶ Sahlman William A, *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 487

³⁷ Sahlman William A, *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 488

³⁸ Carlstoft Olof, *Venture Capital - Mer än bara finansiering* (1997), s 6

³⁹ Carlstoft Olof, *Venture Capital - Mer än bara finansiering* (1997), s 3

⁴⁰ Sahlman William A., *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 490

3.6 Kontrakten mellan general och limited partners⁴¹

Venture capital-bolaget fungerar alltså som en agent till investerare som inte vill investera direkt i entreprenörsbolag utan väljer att göra det genom ett venture capital-bolag. För att kommanditbolaget skall fungera behövs ett kontrakt vilket medför vissa problem som till exempel agency costs. I denna bolagsform är just agency cost-problemet tämligen märkbart då general partners har bättre insyn i portföljbolagen, då de har en mer aktiv roll, än mellan limited partners och portföljbolagen. Limited partners är alltså förhindrade av kontrakten att inta en aktiv roll i bolagets agerande. Men kontrakten är konstruerade med vissa nyckelbestämmelser som gör att limited partners pengar skyddas. Till exempel investeras pengarna under en kortare tidsperiod, vilket gör att om general partnern inte sköter sig kan de få problem med finansieringen vid upprättande av nya fonder i framtiden. Vidare skall arvodet till general partnern vara av den art att de får incitament till att göra ett bra jobb. Som vi skrev tidigare ligger arvodet oftast runt 20 procent av realiseringsvinsten. Likaså hindras general partnern att investera i bolag som de har ett egenintresse i och som strider mot fondens inriktning. För att undvika att general partnern gör affärer mot bolagets intressen ska kontraktet gynna båda parterna. Likaså sätts regler upp att general partners inte får lov att ingå affärer som enbart gynnar deras intressen som att köpa akter i bolag till ett lägre pris än vad VC-bolaget kan göra. Limited partner har då rätt att genom kommittéer granska arbetet och se till att kapitalet fördelas till alla limited partners i stället för att behållas inom fonden.

Vilken risk venture capital-bolagen ska ta kräver tydliga regler för att undvika konflikter. Limited partner har under fondens existens rätt att avbryta kontraktet vilket leder till att general partnern undviker att ta onödiga risker vid investeringarna. I kontrakten bestäms även storleken på hur stor en investering bör vara i varje företag, vilket förhindrar att allt för mycket kapital förs in i olönsamma bolag.

General- och limited partners har oftast inte samma åsikter om hur den optimala organisationsstrukturen skall se ut. Detta beror på att enhetskostnader och riskbedömningen tenderar att vara negativt korrelerad då de inte har samma förutsättningar i bolaget. Vad kontrakten ämnar att göra är att:

- Skilja bra från dåliga venture capital-bolag
- Minimera agency costs
- Minska risken av operating costs

⁴¹ Sahlman William A., *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), s 493ff

3.7 Venture capital-bolags olika investeringsfaser⁴²

Vi har i uppsatsen diskuterat olika faser när venture capital-företagen väljer att investera. Faserna tenderar att se olika ut från publikation till publikation. Alla har dock de väsentliga delarna med, vilket gör att det inte spelar någon större roll vilken modell användaren väljer att använda sig av. Den uppdelning som vi valt att använda är väl vedertagen i Sverige då till exempel både Nutek och Svenska Riskkapitalföreningen använder sig av den modellen.

1. Sådd (seed investments):

Den första fasen och som namnet antyder har den sina rötter på idébordet hos entreprenören. En direkt tolkning av fasen innebär att en liten mängd pengar satsas för att entreprenören och investerarna skall kunna avgöra om projektet är genomförbart och om vidare investeringar krävs. Fasen har som utgångspunkt i prototypstadiet.

2. Uppstart:

Investerarna vänder sig huvudsakligen till företagare som arbetat mindre än ett år med projektet. Pengarna används bland annat till prototypstestning men även till undersökning om marknaden anses vara mogen för produkten eller företaget.

Tidig utvecklingsfas (early development): Till denna fas kommer de projekt som klarat de tidigare testerna och där den tekniska risken anses vara liten, men även där ledningen känner sig mogen att våga satsa vidare efter diverse marknadstester. En småskalig verksamhet byggs upp men det finns inga krav på att redan vara vinstgivande.

3. Expansion:

Tillräckligt med varor har tillverkats vilket gjort att marknaden har kommit med sitt omdöme. Svårigheter att komma till slutsatser om totala marknadspenetreringen, men en fingervisning till vilken penetrationstakt produkten kommer att ha, visas. Troligtvis är bolaget fortfarande olönsamt och vidare investeringar krävs.

Lönsamt men fattigt: En trolig ökning i försäljningsledet vilket medför positiva ekonomiska marginaler. Dock kräver ökningen kapital som inte kan genereras med hjälp av intäkterna. I denna fas är projektet i behov att tillskjutande medel från investerarnas sida. Troligt att projektet vänder sig till banker för lån eller kredit.

⁴² *Riskkapitalbolagens aktiviteter* (2:a kvartalet 2002), s 45

Övergångsfasen (Bryggfinansiering): Tiden för en exit-tidpunkt är inom en kortare framtid och en diskussion om valet av exit-metod förs mellan berörda parter. Företaget är fortfarande i behov av kapital för att bibehålla den bestående tillväxten som projektet har. Aktiemarknaden och framtidsutsikterna i berörd bransch är avgörandet för fastställandet av utgången.

4. Replacement Capital:

Projektet är inte i samma behov av sina investerare som tidigare. Har fått en tillräckligt stark position och klarar externa marknadspåtryckningar. Bankerna får en starkare roll och företaget väljer i större utsträckning skulder än tidigare. Denna fas är snarare en utvecklingsfas för bolaget än en investeringsfas. Portföljbolagen kan dock ta hjälp av VC-bolagets kontaktnät för att erhålla förmånligare lånevillkor.

5. Buyout/Exit-tidpunkt:

En tidpunkt är fastställd för utgången ur företaget och projektet. Det finns olika sätt att genomföra denna. En metod är att genomföra en börsintroduktion vilket anses vara den metod som ger högst avkastning. Vanligen säljer venture capital-bolaget sina aktier under en period på 6-12 månaders. Oftast finns kontrakt, vid denna typ av exit, som hindrar en snabb utförsäljning. Industriell försäljning kan ske på olika sätt. En metod som används är en form av apportemission där betalningen sker i form av aktier i redan publikt handlande aktier. Likaså kan en betalning ske kontant eller med en kortare tids skuldsättning. Fördelen med en betalning med aktier är att aktierna venture capital-bolaget erhåller har en chans att öka i värde vilket gör att vinsten ökar för VC-bolaget.

3.8 Skillnader mellan venture capital och traditionellt kapital⁴³

En viktig skillnad mellan venture capital och traditionell finansiering är relaterad till asymmetrisk information. Venture capital-investeringar görs i onoterade bolag och investeraren gör en avvägning mellan den lägre likviditet som finns i aktien och den förväntat högre avkastningen. I börsnoterade företag är privat information sällsynt, därav utvecklingen av passiva investeringsstrategier hos många förvaltare⁴⁴. I motsats till detta finns det ofta hos nya företag i radikal förändring en stor informationsasymmetri. En nära bevakning och analys är alltså en nödvändighet för en potentiell investerare. För skickliga analytiker samt specialister finns en möjlighet att nå överavkastning. Riskkapitalister, såsom venture capital-bolag, tar därför också ofta en mer aktiv roll och blandar sig i företagets beslutsprocess. Mycket av det traditionella corporate finance och governance-system är inriktat på att tackla det potentiella problemet med agency costs. Några exempel på detta är aktieägarnas rösträtt vid val av styrelse, bonussystem som främjar konvergens mellan företagets vision och privata mål samt ledningens rapporteringsskyldighet till aktiemarknaden. Vid venture capital-investeringar däremot, är dessa kontrollmekanismer oftast primitiva om alls existerande. Istället fungerar den stora posten i portföljbolaget som en sorts kontrollmekanism. VD:n och ledningen i portföljbolag kan inte ta några större beslut utan att meddela VC-bolaget. Venture capital-bolags portföljer är oftast mindre diversifierade än institutionella ägares, som till exempel försäkringsbolags och bankers, portföljer. Dessutom är venture capital-bolag aktiva ägare som sitter med i portföljbolagens styrelser. Detta borde innebära att det är lättare för ett VC-bolag än för någon utomstående, som letar efter ett företag att ta över, att upptäcka när ledningen behöver bytas ut⁴⁵.

Även tillgången på kapital skiljer sig från den traditionella konkurrensstyrda kapitalmarknaden. Förutom att det är en mindre marknad, handlar det för entreprenörerna här snarare om att hitta riskkapitalister som har den rätta kompetensen för att investera i deras projekt. VC-bolagen å sin sida söker maximal avkastning på sin specifika kompetens genom att leta portföljbolag bland nya eller radikalt förändrade bolag med potential. När VC-bolaget sedan implementerat hela sin kompetens i portföljbolaget och bolaget gått från koncept till vinstdrivande företag har VC-bolaget ofta spelat ut sin roll. Det vanliga är att venture capital-bolaget vid denna tidpunkt drar sig ur företaget och lämnar plats för traditionell finansiering, antingen omedelbart eller över en tidsperiod.

⁴³ Wright Mike och Robbie Ken, *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*

⁴⁴ Fama E., *Efficient Capital Markets II* (1991)

⁴⁵ Romano R., *Corporate Law and Corporate Governance* (1996)

Vad gäller de traditionella värderingsmetoderna är de flesta applicerbara även på venture capital-investeringar. Metoder som bygger på konstant utdelning, eller ens utdelning överhuvudtaget har dock tveksam giltighet eftersom utdelning sällan förekommer. Ett stort problem vid värdering är att bolagen är onoterade och tillgången på information därmed ofta är låg. Inte ens ett nära förhållande till entreprenören garanterar alltid fullständig information. En annan faktor som försvårar värderingen är att VC-investeringar ofta görs i flera steg och inte som en enda grundinvestering. Detta komplicerar investeringsbeslutet men ger å andra sidan VC-bolaget bättre kontroll över investeringen.

	Traditionell finansiering	Venture capital
Likviditet i aktien	hög	låg
Aktieägarnas bevakning av ledningen	passiv/indirekt	aktiv/direkt
Marknadens roll för styrningen av företaget	stor	liten
Tillgång på kapital	bygger på konkurrens, 'anonym' kapitalmarknad	1. tidigt stadium: tillträde begränsat till finansiärer med specialkunskaper 2. senare stadium: mer likt trad. finansiering, men mer aktivt kapitalsökande krävs
Tillgångarnas "säregenhet"	generellt relativt låg	företag med särpräglade och icke-omplaceringsbara tillgångar
Projektvärdering	nyttjande av diverse värderingstekniker	Begränsad användbarhet för olika tekniker på grund av till exempel osäkra kassaflöden.
Investeringsbeslut	enstaka fristående investeringar	flerstegsinvesteringar
Tillgång på information	privat information sällsynt, avkastningen görs på publik information	privat information vitt spridd och möjlighet till överavkastning

Tabell 3.1: Skillnader mellan traditionell finansiering och venture capital.⁴⁶

⁴⁶ Wright Mike och Robbie Ken, *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*

3.9 Anknytning mellan teori och empiri

Vad som är intressant i teorin är att Sahlman beskriver att de fondförvaltande VC-bolagen är konstruerade med ett aktivt och ett passivt ägande, general och limited partners. I empirin kommer vi att undersöka om så är fallet på den svenska VC-marknaden. Vidare avser vi att undersöka om de svenska investerarna intar en lika passiv roll som de amerikanska som Sahlman beskriver. Den här informationen är främst tänkt att hämtas från den kvalitativa undersökningen där vi får mer djupgående insikt i bolagens organisationsstruktur.

Isaksson menar att den svenska marknaden är på väg mot ett ägande i form av fondförvaltande bolag. Vår intention är att se om även den svenska marknaden är på väg mot denna typ av ägandestruktur.

Vidare vill vi utreda om ägarstrukturen har en påverkan på portföljvalet. Teorin menar att det finns det en uppdelning som härrör från en traditionell amerikansk uppdelning. Denna delar upp VC-bolagen i tre former: offentligt ägda, privatägda samt koncernägda. Tanken är att pröva om denna uppdelning kan användas för att gå vidare med forskningen kring fenomenet venture capital-bolagens agerande, eller om en ny uppdelning för att tydligare fördjupa sig i ämnet behövs.

De olika faserna har var och en sitt karakteristiska drag vilket vi presenterat i 3.7. Vi vill med vår kvantitativa undersökning kunna urskilja om det går att säga att en ägarkategori drar sig till sin speciella fas i större utsträckning än andra. Informationen är tänkt att undersökas med statistiska metoder för att se om vi kan säkerställa den statistiskt.

4 Empiri

Här redogör vi för resultatet av vår kvantitativa studie, en presentation av de olika företagen i våra fallstudier samt vad som framkommit i intervjuerna.

4.1 Kvantitativ studie, arbetsgång

Som utgångspunkt för den kvantitativa studien hade vi den äldre traditionella indelningen av VC-bolagen, privatägda, statligt ägda och koncernägda⁴⁷. Arbetet började med att försöka dela in bolagen i Svenska Riskkapitalföreningens medlemsregister i dessa kategorier. I den första gallringen togs bolagen med utländska ägare bort eftersom de bolagen hamnar utanför avgränsningarna för uppsatsen. Efterhand upptäcktes även bolag som inte bedrev någon verksamhet, dessa plockades naturligtvis också bort ur vår undersökningsgrupp.

För denna mer kvantitativa del av undersökningen var vårt mål att kunna finna den information vi behövde på bolagens respektive hemsidor, i bolagens årsredovisningar, i AffärsDats databaser samt på Svenska Riskkapitalföreningens hemsida. Vi bedömde att de uppgifter som var möjliga att erhålla från dessa informationskällor var bolagens: ägarstruktur, branschriktning, prioriterade investeringsfaser samt portföljbolagsinnehav. Visserligen finns det andra aspekter som skulle kunna vara intressanta ur vår frågeställnings perspektiv, men vår bedömning var att en undersökning med fler variabler inte var möjlig av tidsskäl. Till de bolag vi inte lyckades hitta all information om skickade vi ett e-postbrev och fick tillfredsställande svar från ett tiotal. Det resulterade i att det endast var fem bolag av de sammanlagt 123 bolagen som var kvar i urvalsgruppen där den viktigaste uppgiften, ägarstrukturen, inte kunde fastställas.

När fastställandet av de olika VC-bolagens ägarstruktur var klart, visade det sig att allt för många bolag inte passade in i den traditionella ägarkategorisindelningen. Efter noggrant övervägande om vilka gruppindelningar som är relevanta och samtidigt inte resulterar i allt för få bolag i varje grupp, delade vi in bolagen i följande kategorier: börsnoterade, fondförvaltare, koncernägda, offentligt ägda samt privatägda.

Naturligtvis finns det ett antal företag med flera ägare, närmare bestämt fem stycken, där ägarna tillhör olika kategorier. Som tidigare nämnts var det även fem bolag där vi, trots försök via e-postförfrågningar, ej lyckats fastställa ägarstrukturen. Då dessa utgör en så pass liten del av det totala urvalet gjordes bedömningen att en eliminering av dessa ur urvalsgruppen endast skulle ha en marginell betydelse för resultatet av undersökningen. 25 bolag i medlemsregistret sorterades bort av skäl som att de hade utländska ägare, hade blivit uppköpta eller lagt ned sin verksamhet. Det totala antalet bolag som togs bort ur urvalsgruppen blev således 35. Den kvarvarande populationen består av 112 bolag. I bilaga 1 presenteras respektive bolags ägarstruktur, branschfokus, prioriterade investeringsfaser och antal portföljbolag.

⁴⁷ Isaksson Anders, *Venture Capital - begrepp och definitioner* (2000), www.vencap.se, (02-11-12)

4.2 Ägarkategorier

Börsnoterade bolag

I denna kategori har vi placerat de bolag som är noterade på någon svensk börs. Vi fann fem bolag som var noterade på Stockholmsbörsens O-lista och två bolag som var noterade på A-listan. Anledningen till att vi skapat den här kategorin är bland annat att bolagens agerande påverkar börskursen vilket möjligen kan leda till ett annat tidsperspektiv för investeringarna.

Fondförvaltande bolag

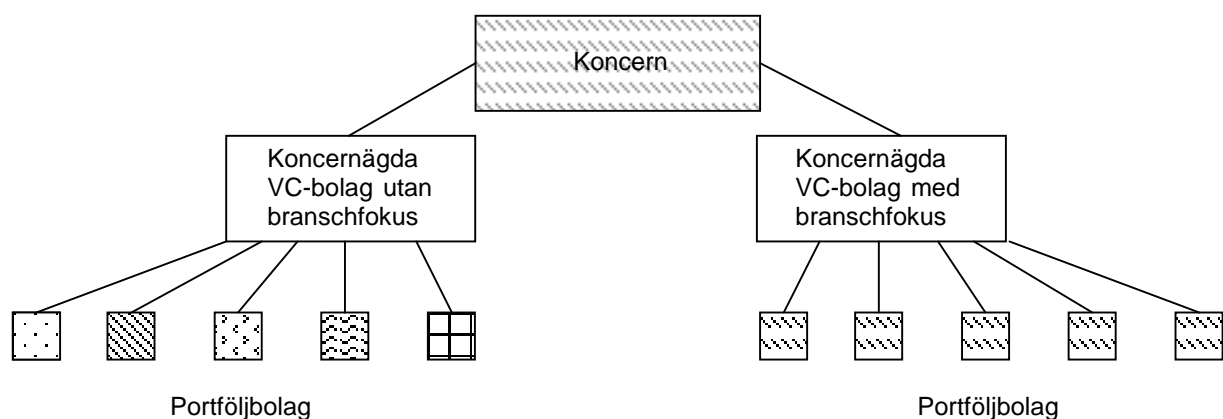
Dessa bolag ägs oftast av medarbetarna i det så kallade managementteamet. Oftast besitter dessa bolag en speciell branschkompetens som gör att olika investerare väljer att satsa i deras fonder. Vanliga investerare är AP-fonderna och Skandia. Anledningen till att vi har gett den här typen av bolag en egen kategori är att det i dessa bolag är mer intressant att titta på investerarnas inflytande, än ägarnas inflytande.

Koncernägda bolag

I den här gruppen återfinns de venture capital-bolag som har koncerner som ägare. Vid en närmare granskning, utifrån våra uppställda hypoteser, visade det sig att det var lämpligt att dela upp den här kategorin i två undergrupper. I hypoteserna frågar vi oss om det finns en koppling mellan koncernens verksamhet och verksamhetsinriktningen hos portföljbolagen.

Det visade sig att det finns VC-bolag vars portföljbolag har en verksamhet som har ett strategiskt intresse för den ägande koncernen, vi har valt att kalla den här underkategorin koncernägda bolag med branschfokus. Ett exempel på ett VC-bolag i den här kategorin är Gambro Strategic Development som satsar i portföljbolag som investerar i bolag inom följande branscher: bioteknologi, sjukvård, medicinteknik och läkemedel, vilka alla är inom Gambro-koncernens intresseområden. Det är den här undergruppen som skulle kunna förväntas var mer riskvilliga och även ta strategisk hänsyn med i investeringsbesluten. Denna typ av riskkapital benämns i viss litteratur för *corporate venture capital*.

Den andra typen är de VC-bolag som inte nödvändigtvis investerar i portföljbolag som verkar i samma bransch som koncernen. Bolagen har ett finansiellt syfte, att uppfylla de av koncernen ställda avkastningskraven. Vi har valt att kalla den här underkategorin koncernägda bolag utan branschfokus, se *Figur 4.1*. Den här uppdelningen kommer endast att användas när vi tittar på vilken investeringsfas som prioriteras. Då det inte finns någon anledning att skilja undergrupperna åt vad gäller ägarstyrning kommer huvudgruppen, koncernägda VC-bolag att användas i dessa fall.



Figur 4.1: De två olika undergrupperna av koncernägda venture capital-bolag.
(mönstren symboliserar branschtillhörighet)

Offentligt ägda bolag

I den här kategorin ingår bolag som har svenska staten, kommuner eller landsting som ägare. Vissa av dessa bolag är regionalt knutna, andra är knutna till portföljbolag som fötts ur forskningsprojekt vid universitet och högskolor. Några av medlemmarna i den här kategorin arbetar inte enbart som venture capital-bolag utan är även ägare till vc-bolag eller investerar i andra VC-bolags fonder. De organisationer som arbetar på det här sättet är 6:e AP-fonden och Industrifonden. Andra bolag i denna kategori sysslar enbart delvis med venture capital. Här ingår Norrlandsfonden, 2:a AP-fonden och 3:e AP-fonden.

Privatägda bolag

Här ingår de bolag som ägs av privatpersoner. Ofta har någon eller några av ägarna även aktiva roller i VC-bolagens operationella ledning, vilket gör att det ofta är samma personer som sköter det operativa som står bakom de formella besluten. Det intressanta i denna kategori är till skillnad från övriga ägarkategorier inte ägarnas eller investerarnas styrningsmöjligheter utan det intressanta är mer vilken risk de privatägda VC-bolagen är villiga att utsätta sig för.

4.3 Resultat av den kvantitativa undersökningen

För att analysera den data vi samlat in genom den kvalitativa delen av undersökningen har vi använt oss av statistikprogrammet SPSS version 11.5. Vi har valt att inte ge någon djupare förklaring till de statistiska begrepp samt metoder som används, utan förklarar och tolkar endast de resultat vi presenterar. Detta eftersom uppsatsen riktar sig till en målgrupp som förväntas vara förtrogen med statistikens grundbegrepp. Den intresserade läsaren uppmanas antingen ta kontakt med oss för en utförligare beskrivning eller söka information i *Statistisk Dataanalys*⁴⁸, som är en utmärkt introduktionsbok på området.

⁴⁸ Körner Svante och Wahlgren Lars, *Statistisk Dataanalys* (2000)

4.3.1 Antal portföljbolag fördelat på ägarkategori

I *Tabell 4.1* åskådliggörs hur många portföljbolag varje ägarkategori har i medeltal och median. I första kolumnen anges hur många bolag som finns i respektive ägarkategori. Även standaravvikelsen från medelvärdet anges i antal portföljbolag. De offentligt ägda bolagen utgör ett problem då de i många fall arbetar fond till fond, d.v.s. investerar i fonder som förvaltas av VC-bolag. När dessa siffror ska granskas får betraktaren ha i åtanke att vissa portföljbolag finns med på två ställen. Anledningen till att vi ändå inkluderar dessa bolag (ex. Industrifonden och AP-fonderna) är att uträkningen syftar till att belysa bolagens riskspridning. Därmed är det relevant att även ta med dessa som ägare i beräkningen. *Tabell 4.2* är en ANOVA-tablå⁴⁹ där vi testar om det är statistiskt bevisat att variabeln antal portföljbolag beror av ägarkategori.

Tabell 4.1: Antal portföljbolag fördelat på ägarkategori.

Ägarkategori	N	Mean	Std. Deviation	Median
Börsnoterade	7	23,43	11,073	23,00
Fondförvaltare	25	15,80	12,076	12,00
Koncernägda	17	15,76	16,645	10,00
Koncernägda med samma branschfokus som koncernen	6	11,50	5,128	13,00
Offentliga	14	90,43	151,326	14,00
Privata	34	9,76	10,079	6,50
Total	103	24,21	61,220	10,00

Tabell 4.2: ANOVA-tablå över sambandet mellan ägarkategori och antal portföljbolag.

ANOVA Table

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Antal portföljbolag Between Groups (Combined)	2437,482	5	14487,496	4,535	,001
* Ägarkategori Within Groups	309845,8	97	3194,287		
Total	382283,3	102			

I *Tabell 4.1* kan vi först och främst se att medelantalet portföljbolag i den totala populationen är ca 24,2. Standardavvikelsen, som är hög, är ca 61,2 portföljbolag. Att medianen endast är på tio portföljbolag visar, jämfört med medelvärdet, även det på en stor spridning och att det finns några bolag med ett stort antal portföljbolag som drar upp medelvärdet. Vi kan även se att det totala antalet VC-bolag i denna del av undersökningen endast är 103. Detta beror på att 9 bolag faller bort eftersom vi inte har någon uppgift om antalet portföljbolagsinvesteringar i dessa. Tittar vi närmare på de olika ägarkategorierna kan vi se att de offentliga respektive de privata bolagen utmärker sig som undersökningens två extremfall. Privata VC-bolag har ett medelvärde på ca 10 och en median på 6,5 portföljbolag. Genomsnittet antal portföljbolag i offentliga VC-bolag är hela 90,4 medan medianen endast är 14 bolag.

⁴⁹ ANOVA = Analysis of Variance

I ANOVA-tablån (Tabell 4.2) kan vi utläsa att p-värdet⁵⁰ för prediktorn (den oberoende variabeln) ägarkategori är mycket lågt (0,1 %), vilket innebär att det ligger precis på gränsen till trestjärnig signifikans. P-värdet är det samma som sannolikheten att nollhypotesen stämmer, d.v.s. att inget samband föreligger. För att kunna säga att ett samband är statistisk säkerställt brukar man säga att sannolikheten för utfallet, om något samband inte existerar, ska vara mindre än 5 % (d.v.s. $p < 5\%$). I vårt fall är det alltså högst sannolikt att ett beroende mellan ägarkategori och antal portföljbolag existerar.

Det kan med tanke på den stora spridningen, de små frekvenserna i vissa av kategorierna samt ett bortfall på ca 8 %, diskuteras hur pass användbara dessa resultat är. Vi bedömer dock att man, åtminstone utifrån medianvärdet av antal portföljbolag i de olika kategorierna med en rimlig säkerhet, kan dra vissa slutsatser. Vi återkommer till dessa senare i arbetet under avsnittet Analys.

4.3.2 Investeringsfas fördelat på ägarkategori

Nedan beskriver vi populationen av VC-bolag utifrån variabeln investeringsfas, dels som helhet, dels uppdelat på de olika ägarkategorierna. Vi testar även om det finns någon säkerställd skillnad i investeringsfas mellan de olika kategorierna. Även här är ett problem att antalet VC-bolag i vissa av ägarkategorierna är så litet. När vi delat upp dessa på respektive fas innebär det att frekvenserna i varje "cell" blir väldigt låga och i vissa fall 0. Representativiteten i vissa observerade fenomen blir därför svårgaranterad och omöjlig att uttala sig om. Det gäller att vara medveten om detta och alltså vara försiktig när man använder sig av dessa resultat för att dra slutsatser.

Tabell 4.3: Investeringsfas fördelat på ägarkategori.

			Ingångsfas					Total
			sådd	uppstart	expansion	ersättning skapital	utköp	
Ägarkategori	börsnoterade	Count	1	1	5	0	0	7
		Expected Count	1,2	2,0	2,4	,5	,9	7,0
		% within Ägarkategori	14,3%	14,3%	71,4%	,0%	,0%	100,0%
	fondförvaltare	Count	2	10	15	3	6	36
		Expected Count	6,4	10,3	12,2	2,4	4,8	36,0
		% within Ägarkategori	5,6%	27,8%	41,7%	8,3%	16,7%	100,0%
	koncernägda	Count	6	6	7	2	6	27
		Expected Count	4,8	7,7	9,1	1,8	3,6	27,0
		% within Ägarkategori	22,2%	22,2%	25,9%	7,4%	22,2%	100,0%
	koncernägda med samma branschfokus som koncernen	Count	2	5	1	0	0	8
		Expected Count	1,4	2,3	2,7	,5	1,1	8,0
		% within Ägarkategori	25,0%	62,5%	12,5%	,0%	,0%	100,0%
	offentliga	Count	3	4	4	1	1	13
		Expected Count	2,3	3,7	4,4	,9	1,7	13,0
		% within Ägarkategori	23,1%	30,8%	30,8%	7,7%	7,7%	100,0%
	privata	Count	10	13	14	3	5	45
		Expected Count	7,9	12,9	15,2	3,0	6,0	45,0
		% within Ägarkategori	22,2%	28,9%	31,1%	6,7%	11,1%	100,0%
Total		Count	24	39	46	9	18	136
		Expected Count	24,0	39,0	46,0	9,0	18,0	136,0
		% within Ägarkategori	17,6%	28,7%	33,8%	6,6%	13,2%	100,0%

⁵⁰ p-värde = probability-value

Tabell 4.4: χ^2 -test av skillnaden i investeringsfas mellan ägarkategorierna.

Chi-Square Tests

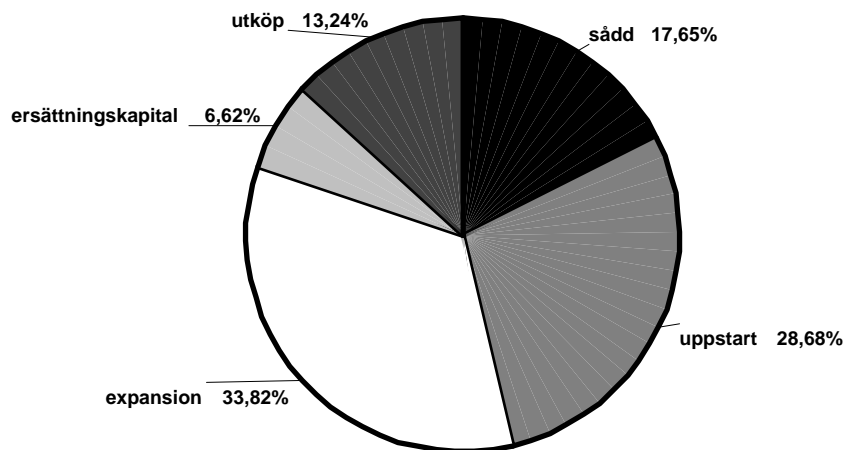
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	19,362 ^a	20	,498
Likelihood Ratio	22,040	20	,338
N of Valid Cases	136		

a. 21 cells (70,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,46.

I Tabell 4.3 finner vi i tur och ordning absoluta frekvenser, förväntade frekvenser samt relativa frekvenser i varje investeringsfas - allt sorterat i de olika ägarkategorierna. De relativa frekvenserna är helt enkelt den andel som investerar i denna fas inom respektive ägarkategori. De förväntade frekvenserna är däremot hur många VC-bolag inom just denna ägarkategori som, om allt annat är lika och det inte finns någon skillnad mellan de olika kategorierna, rent statistiskt (beräknat på genomsnittet i den totala populationen) "borde" investera i denna fas. Den uppmärksamme kanske även upptäcker att antalet poster i denna del av undersökningen är hela 136. Att denna siffra inte är 112 som antalet bolag i vår population beror på att vissa av bolagen prioriterar flera investeringsfaser. Av beräkningstekniska skäl för det statistiska test vi använt oss av, den så kallade χ^2 -metoden⁵¹, har vi valt att inte vikta dessa utan hålla oss till heltal. VC-bolag som investerar i flera faser finns alltså med en gång i varje fas.

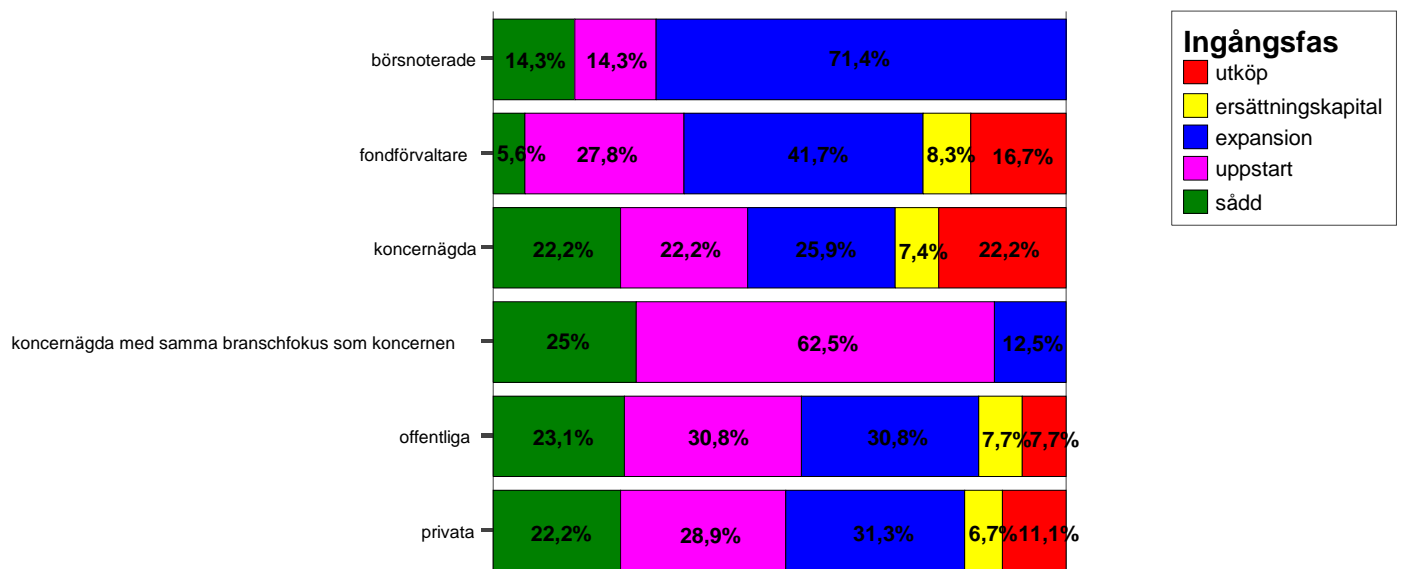
Ett så kallat χ^2 -testet visar om de observerade frekvenserna skiljer sig så pass mycket från de förväntade att en skillnad mellan de olika ägarkategorierna, avseende prioriterade investeringsfas, är statistiskt bevisad. Vi kan i χ^2 -testet i Tabell 4.4 se att p-värdet är hela 0,498, d.v.s. nästan 50 %. I vårt fall är alltså sannolikheten stor att variationen är slumpmässig. Vi kan alltså inte bevisa statistiskt att ett samband föreligger, d.v.s. att vilken investeringsfas som prioriteras beror av vilken ägarkategori VC-bolaget tillhör. Not a till Tabell 4.4 innebär att antalet celler med låga frekvenser är högt och testets statistiska säkerhet därför låg.

⁵¹ χ^2 -metoden (uttalas tji-två) = statistisk testmetod som används vid analys av frekvenstabeller.



Figur 4.2: Investeringsfas - hela populationen.

I Figur 4.2 kan vi se en sammanställning av vilka faser som prioriteras hos VC-bolagen. Expansionsfasen verkar totalt sett vara den högst prioriterade, ca 34 % investerar i denna medan andelen VC-bolag som sysslar med ersättningskapital endast är ca 6,5 %. Denna sammanställning torde åtminstone ha en hög representativitet och reliabilitet då den övervägande delen av de svenska VC-bolagen ingår i undersökningen samt ingen av faserna har en anmärkningsvärt låg frekvens av investerande bolag.



Figur 4.3: Investeringsfas fördelat på ägarkategori.

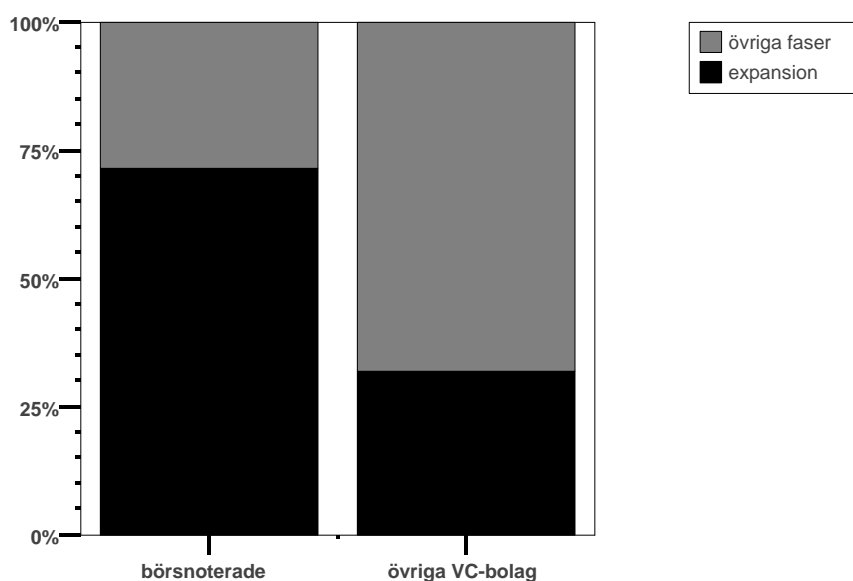
Figur 4.3 är en mer översiktlig sammanställning av Tabell 4.3 och visar prioriterad investeringsfas sorterat efter ägarform. Utifrån detta diagram har vi plockat ut de två tydligaste tendenserna när det gäller denna del av den kvantitativa undersökningen. Närmare bestämt att de börsnoterade VC-bolagen prioriterar expansionsfasen samt att de koncernägda med samma branschfokus som koncernen uteslutande ägnar sig åt de tidiga faserna (sådd och uppstart).

Vi har redan, med hjälp av ett χ^2 -test, visat att vilken investeringsfas VC-bolagen prioriterar, inte generellt beror av ägarformen. Nedan undersöker vi istället explicit om de två ovan nämnda företeelserna är statistisk säkerställda.

Tabell 4.5: Andel som prioriterar investeringar i expansionsfasen i börsnoterade respektive övriga bolag.

Börsnoterade respektive övriga vc-bolag * Expansion respektive övriga faser Crosstabulation

			Expansion respektive övriga faser		Total
			expansion	övriga faser	
Börsnoterade respektive övriga vc-bolag	börsnoterade	Count	5	2	7
		Expected Count	2,4	4,6	7,0
		% within Börsnoterade respektive övriga vc-bolag	71,4%	28,6%	100,0%
	övriga	Count	41	88	129
		Expected Count	43,6	85,4	129,0
		% within Börsnoterade respektive övriga vc-bolag	31,8%	68,2%	100,0%
Total	Count	46	90	136	
	Expected Count	46,0	90,0	136,0	
	% within Börsnoterade respektive övriga vc-bolag	33,8%	66,2%	100,0%	



Figur 4.4: Andel som prioriterar investeringar i expansionsfasen i börsnoterade respektive övriga bolag.

I *Tabell 4.5* respektive *Figur 4.3* kan vi även se att andelen företag som prioriterar investeringar i expansionsfasen är betydligt högre bland de börsnoterade VC-bolagen än bland de övriga. Antalet börsnoterade VC-bolag är dock litet och frekvenserna i dessa celler därför låga.

Tabell 4.6: χ^2 -test av skillnaden i andel som investerar i expansionsfasen, mellan börsnoterade och övriga bolag.

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	4,662 ^b	1	,031		
Continuity Correction ^a	3,059	1	,080		
Likelihood Ratio	4,358	1	,037		
Fisher's Exact Test				,044	,044
Linear-by-Linear Association	4,628	1	,031		
N of Valid Cases	136				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 2 cells (50,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 2,37.

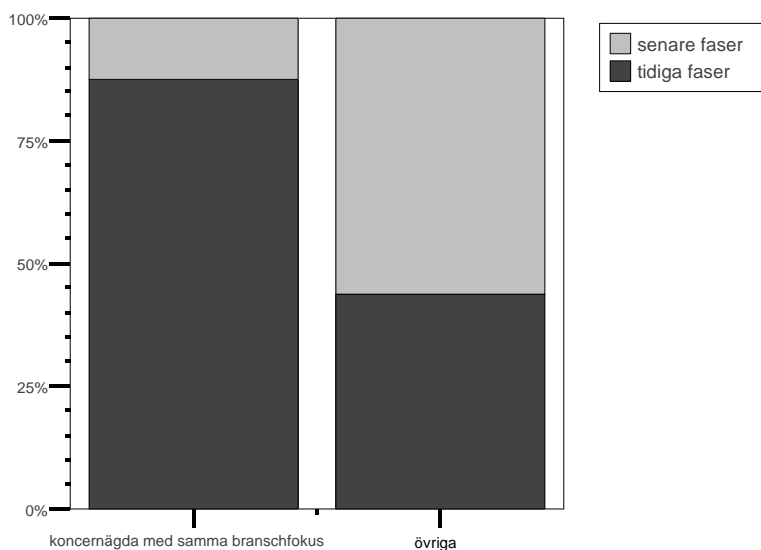
Ur χ^2 -testet ovan (*Tabell 4.6*) kan vi utläsa att p-värdet för prediktorn *börsnoterat eller övriga bolag* är lågt (4,4 %), vilket är under 5 % men över 1 % och innebär enstjärnig signifikans. Det är alltså med hög sannolikhet statistiskt bevisat att andelen VC-bolag som prioriterar investeringar i expansionsfasen är högre i börsnoterade än i övriga VC-bolag.

Not *a* till *Tabell 4.6* betyder att testet är beräknat på en binomial variabel med endast två kategorier, vilket innebär att vi lika gärna skulle kunna använda oss av det enklare Z-testet. Vi kunde dock inte hitta denna funktion i SPSS och resultatet skulle ändå ha blivit exakt det samma. Not *b* innebär att antalet celler med låga förväntade frekvenser är relativt högt och testets statistiska säkerhet därför något lägre. För att testets statistiska säkerhet ska vara garanterad är tumregeln att ingen förväntad frekvens ska understiga 1 och högst 20 % får understiga 5. I vår undersökning är det 50 % av de förväntade frekvenserna som understiger 5, dock ingen som understiger 0.

Tabell 4.7: Andel som prioriterar investeringar i de tidiga faserna i koncernägda bolag med samma branschfokus som koncernen respektive övriga.

Koncernägda med samma branschfokus som koncernen respektive övriga * Tidiga faser kontra senare faser
Crosstabulation

			Tidiga faser kontra senare faser		Total
			tidiga faser	senare faser	
Koncernägda med samma branschfokus som koncernen respektive övriga	koncernägda med samma branschfokus som koncernen	Count	7	1	8
		Expected Count	3,7	4,3	8,0
		% within Koncernägda med samma branschfokus som koncernen respektive övriga	87,5%	12,5%	100,0%
	övriga	Count	56	72	128
		Expected Count	59,3	68,7	128,0
		% within Koncernägda med samma branschfokus som koncernen respektive övriga	43,8%	56,3%	100,0%
Total		Count	63	73	136
		Expected Count	63,0	73,0	136,0
		% within Koncernägda med samma branschfokus som koncernen respektive övriga	46,3%	53,7%	100,0%



Figur 4.5: Andel som prioriterar investeringar i de tidiga faserna i koncernägda bolag med samma branschfokus som koncernen respektive övriga.

I Tabell 4.7 respektive Figur 4.5 kan vi se att andelen företag som prioriterar investeringar i de tidiga faserna (sådd och uppstart) är betydligt högre bland de koncernägda VC-bolagen med samma branschfokus som koncernen, än bland de övriga. Antalet bolag av denna typ är dock litet och frekvenserna i dessa celler därför låga.

Tabell 4.8: χ^2 -test av skillnaden i andel som investerar i de tidiga faserna, mellan koncernägda bolag med samma branschfokus och övriga.

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	5,796 ^b	1	,016		
Continuity Correction ^a	4,170	1	,041		
Likelihood Ratio	6,331	1	,012		
Fisher's Exact Test				,025	,019
Linear-by-Linear Association	5,753	1	,016		
N of Valid Cases	136				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 2 cells (50,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 3,71.

Ur χ^2 -testet ovan (Tabell 4.8) kan vi utläsa att p-värdet för prediktorn *börsnoterat eller övriga bolag* är lågt (1,9 %), vilket är under 5 % men över 1 % och innebär enstjärnig signifikans. Det alltså med hög sannolikhet statistiskt bevisat att andelen VC-bolag som prioriterar investeringar i de tidiga faserna (sådd och uppstart) är högre i koncernägda VC-bolag med samma branschfokus som koncernen än i övriga VC-bolag.

För förklaring till not *a* och *b* till Tabell 4.8 se förklaringen under Tabell 4.6.

4.3.3 Antal portföljbolag fördelat på investeringsfas

I Tabell 4.9 åskådliggörs hur många portföljbolag företag som investerar i respektive fas har i medeltal och median. I första kolumnen anges hur många bolag som finns i respektive ägarkategori. Även standaravvikelsen från medelvärdet anges i antal portföljbolag. Tabell 4.10 är en ANOVA-tablå där vi testar om det är statistiskt bevisat att variabeln antal portföljbolag beror av investeringsfas.

Tabell 4.9: Antal portföljbolag fördelat på investeringsfas.

Ingångsfas	N	Mean	Std. Deviation	Median
Sådd	25	14,96	13,415	13,00
Uppstart	38	20,63	48,237	8,00
Expansion	44	22,34	65,292	10,00
Ersättningskapital	8	10,88	12,229	6,50
Utköp	15	15,33	11,890	12,00
Total	130	18,91	46,462	10,00

Tabell 4.10: ANOVA-tablå över sambandet mellan investeringsfas och antal portföljbolag.

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Antal portföljbolag	Between Groups (Combined)	1728,996	4	432,249	,195	,940
* Ingångsfas	Within Groups	276745,9	125	2213,967		
	Total	278474,9	129			

Med god vilja kan man möjligen ur *Tabell 4.10* utläsa att tidiga investeringsfaser innebär ett större antal portföljbolag. Standardavvikelsen, det vill säga spridningen, är dock (precis som i *Avsnitt 4.3.1*) även här hög (ca 46,4 portföljbolag). Vi kan även se att det totala antalet poster i denna del-undersökning är 130 stycken vilket precis som innan beror på att vissa VC-bolag prioriterar flera investeringsfaser. Att vi inte, som i *Avsnitt 4.3.2*, har 136 poster beror på att det inte finns någon uppgift på antalet portföljbolag i sex av VC-bolagen.

I ANOVA-tablåen (*Tabell 4.10*) kan vi utläsa att p-värdet för prediktorn ingångsfas är väldigt högt (94 %), vilket innebär att någon signifikans inte finns. Detta visar alltså att ett beroende mellan variablerna ingångsfas och antal portföljbolag, med all sannolikhet är obefintligt.

4.3.4 Branschfokus

Med hjälp av bolagens verksamhetsbeskrivningar har vi tagit reda på vilka branscher de olika VC-bolagen koncentrerar sig på. Genom att kartlägga denna variabel var ambitionen att se om det fanns ett mönster hur de olika kategorierna diversifierade sina portföljbolagsinnehav. Tillsammans med uppgifterna om hur många portföljbolag respektive VC-bolag har och vilka investeringsfaser de prioriterar var tanken att få ett mått på hur riskvilliga bolagen är och i förlängningen kunna se om detta skiljde sig mellan de olika kategorierna risktagande.

Vi samlade in data angående vilka branscher de olika venture capital-bolagen utgav sig för att prioritera och sedan hur många portföljbolag respektive VC-bolag hade investeringar i. Efter att ha jämfört dessa två faktorer framstod det tyvärr som omöjligt att använda bolagens branschfokus som en av grundstenarna i bedömningen av hur stor risk ett bolag är berett att ta.

Det finns flera anledningar till att vi förkastat att använda dessa uppgifter som underlag. Den första är att långt ifrån alla använt sig av de begrepp som använts som "standard" av Svenska Riskkapitalföreningen, där branscherna är uppdelade i 25 olika områden. Vissa VC-bolag har istället valt att använda sig av formuleringar såsom "tillväxtbolag" och "högteknologiska bolag". Att försöka värdera vad sådana formuleringar innefattar i riskhänsyn är omöjligt ur trovärdighetssynpunkt.

Den andra anledningen är att vissa bolag har angett att de satsar inom en mängd olika områden, allt från telekom till livsmedel och byggindustri. När vi sedan tittat på hur många investeringar bolaget verkligen har och i vilka branscher de verkar har vi insett att uppgifterna om vilka branscher bolagen satsar på har tolkats lite olika mellan bolagen. Ett exempel är Nordenstjernen Ventures som utger sig för att satsa i ca 20

olika branscher men samtidigt har de bara två portföljbolag. Detta gör även det att en värdering av risktagande utifrån dessa uppgifter inte skulle grunda sig på trovärdig data.

Vi har även insett att även om bolagen hållit sig strikt till de indelningar som riskkapitalföreningen föreslår, skulle vi ha fått problem med riskavvägningen. De flesta av de 25 branschområden som tas upp, hamnar inom IT och bioteknik. Våra kunskaper om dessa subgrupper inom dessa branscher är alltför bristfälliga för att vi ska kunna göra någon form av rangordning i hur stor risk varje branschområde innebär. För att kunna göra en fullständig riskanalys skulle det krävas en betydligt mer omfattande granskning av respektive portföljbolag i de 118 VC-bolagen. Då det handlar om över tusen portföljbolag skulle en sådan undersökning kräva betydligt mer än de veckor vi har till vårt förfogande och ändå bara utgöra en del av vårt underlag. Med andra ord har vi insett att vi hade lite för stora ambitioner när vi drog upp riktlinjerna för vårt kvantitativa arbete.

4.4 Kvalitativ studie

Nedan kommer vi att presentera våra kvalitativa informationskällor. Information har vi erhållit genom att genomföra telefonintervjuer samt tagit hjälp av var bolagens hemsidor. Vi kommer därför att presentera informationen i form av fallstudier där vi först redogör för bakgrundsfakta därefter redogör vi för svaren på våra intervjufrågor.

4.5 Resultat av den kvalitativa undersökningen

AB Novestra

AB Novestra är ett VC-bolag som är noterat på O-listan vid Stockholmsbörsen. Bolaget bildades 1997 av Lennart Tengroth och Theodor Dalenson, då de hade intentionen att starta ett oberoende venture capital-bolag med konceptet att bistå med kunskap och kapital till en företagsportfölj med ett begränsat antal investeringar. Novestra har idag sex anställda vars arbetsuppgifter i allmänhet behandlar områden kring investeringarna som bolaget gör. För närvarande har bolaget åtta stycken investeringar med ett totalt värde på 306 Mkr. Vidare har de ett förvalt kapital på 370 Mkr. Novestra har som mål att äga ett innehav motsvarande 20-40 procent av portföljbolagen, vilket gör dem till minoritetsägare. Vidare har de för avsikt att gå ned från åtta till sex bolag i sin företagsportfölj.⁵²

AB Novestras uttalade mål är att maximera aktieägarnas aktievärde. För att klara detta mål investerar de i mycket högteknologiska branscher som till exempel kommunikation. Dock är det inte direkt uttalat en speciell branschriktning. Vidare har de krav på sina investeringar att de bör ha en försäljning om 100-150 Mkr samt att de ska befinna sig i en expansionsfas. Teknologibranschen är i dagsläget en hög riskfaktor och bolaget har som vana att utifrån varje investering bedöma riskläget. Likaså att med en balanserad företagsportfölj kunna diversifiera sig från riskmomentet.

Bolagets största ägare har alla plats i bolagets styrelse vilket gör dem i högsta grad delaktiga i investeringsbesluten då besluten tas på styrelsemötena. Detta medför även att någon speciell rapportering inte sker till de största ägarna utan den rapportering som bolaget gör sker efter de rapporteringskrav som stockholmsbörsen har.

Vi intervjuade Marcus Söderblom på AB Novestra. Han innehar titeln Investment Manager och hade den uppfattningen att deras aktieägare inte skiljde sig från andra aktieägare inom samma ägarkategori. Han menade att ägarstrukturen har den uppbyggnaden att ett mindre antal aktieägare har styrelsepositioner eller är delaktiga verksamheten genom bolagets management, och på så sätt är med och tar de beslut som tas. Till skillnad från andra ägarstrukturer har börsnoterade bolag i vissa fall ett större antal mindre aktieägare som inte har möjlighet att styra verksamheten. Detta gör dem till passiva ägare.

⁵² www.novestra.com, (02-12-18)

Själva investeringsprocessen brukar ha sin början i med att bolaget gör ett svep över marknaden efter lämpliga investeringsobjekt. Novestra har alltid punkter förutom försäljningssiffror som de beaktar innan en investering väljs ut. Vanligtvis ser de till vilken affärsmodell som investeringsobjektet innehar men de betonar även saker som rekryteringsmöjligheter då de anser att mycket av en investerings expansionspotential ligger i kunskapsrekryteringen.

Varför noterade bolag i större utsträckning valde att gå in i expansionsfasen, menade Marcus kunde bero på att resultatet vid investering blir tydlig vid ett växande positivt kassaflöde och kan kommuniceras till aktiemarknaden. Dock hade han den uppfattningen att det berodde på det rådande marknadsläget som innebar att aktörer inom samtliga kategorier bedömer att man kan få en tillfredställande avkastning till en hanterbar risknivå.

B-business partners AB

B-business partners grundades i mars år 2000 av 13 företag - Investor AB, SEB, ABB, AstraZeneca, Atlas Copco, Electrolux, Ericsson, Hewlett-Packard, Saab Aerospace, Sandvik, SKF, Stora Enso, WM-data. Investor AB äger ca 75 % och övriga företag delar på den resterande andelen. Många av företagen ingår dessutom i den så kallade Wallenbergssfären så Investor är otvivelaktigt den dominerande kraften. B-bp är en helt ny typ av venture capital-bolag där flera stora europeiska företag har gått ihop i ett gemensamt projekt - inte bara som investerare i en fond utan även för att utbyta kunskap och erfarenheter. Bolaget är ett av de största i sitt slag i Europa och förfogar över hela 7,5 miljarder kronor. Investeringarna sträcker sig från 50 miljoner upp till en halv miljard kronor. På grund av bolagets massiva kapitalbas och dimensionen på de sökta investeringarna lämnar man sådd- och uppstartsfasen därefter och fokuserar på de mer kapitalkrävande faserna och då i huvudsak expansionsfasen.⁵³

Vi har intervjuat Pontus Willquist som är Investment Manager på b-business partners AB. Willquist säger att B-bp:s investeringsfokus ligger på innovativa business-to-business bolag inom IT och telekommunikation samt mobila och trådlösa kommunikationer, som möjliggör infrastruktur och tjänster. Denna inriktning står emellertid inte skriven i sten utan är relativt flexibel menar han. Investeringar i angränsande branscher är fullt möjliga om en bra investering uppenbarar sig. Dock så är investeringar i till exempel konsumentbranscher i princip uteslutna. Detta eftersom ägarnas verksamhet nästintill uteslutande är förlagd till producentmarknaden.

Willquist beskriver b-business partners som en mix mellan ett finansiellt VC-bolag och ett helägt koncernägt VC-bolag. Detta är enligt dem själva något helt unikt för branschen. b-business partners har ur flera aspekter mycket gemensamt med ett oberoende finansiellt investmentbolag. Företrädesvis väljs investeringar efter deras kortsiktiga lönsamhetspotential och inte som i ett koncernägt VC-bolag där det strategiskt söks efter investeringar som i framtiden kan inbegripas i verksamheten. Däremot har man inte endast ett kapitalåtagande utan ägarnätverkets kunskap och erfarenheter används, likt i ett koncernägt bolag med samma branschfokus som koncernen, flitigt. Jämför man med ett oberoende fondförvaltande VC-bolag är emellertid kopplingen till ägarna mycket stark. Ägarna sitter till exempel anmärkningsvärt ofta med i portföljbolagens styrelse. Ägarkontrollen är dock inte riktigt lika stark som i ett koncernägt bolag med strategiskt fokus. Själva investeringsprocessen är till exempel väldigt fri och man har på detta område ett stort mandat från ägarna. Dock är inriktningen i investeringarna på områden som i framtiden kan ge positiva "spin-offs" för ägarföretagen så en viss strategisk tanke finns ändå.

⁵³ www.b-bp.com, (02-12-18)

Capman AB

Capman har sammanlagt ca 70 anställda i Helsingfors, Köpenhamn och Stockholm. Bolaget är sedan april 2001 noterat på Helsingforsbörsen och ägs till ca 70 % av anställda på bolaget. Bolaget prioriterar investeringar inom tre huvudsegment: IT och Telekom, Life Science och Buy-Outs. Capman disponerar drygt 1600 miljoner Euro och investerar primärt i nordiska bolag. Bolaget förvaltar 24 stycken fonder som antingen är specialiserade på en viss bransch eller en viss fas. I de olika fonderna finns för närvarande investeringar i 126 stycken portföljbolag.⁵⁴

I Mars 2002 förvärvades Swedestart AB av Capman Plc. och Capman AB bildades. Det svenska bolaget, Capman AB, har 12 stycken anställda och bolaget förvaltar ca 1500 miljoner kronor. Capman AB har 17 stycken portföljbolag⁵⁵. I de svenska fonderna investerar framförallt de stora institutionerna som till exempel Sjätte AP-fonden och Skandia. Vi har intervjuat Rikard Albin som arbetar som Investment Manager i Capmans ICT/technology team.

Varje fond har en fondstyrelse där investerarna finns representerade. En investeringskommitté lägger fram förslag till fondstyrelsen som sedan fattar beslut om huruvida investeringen skall genomföras. Rikard Albin känner inte till något fall där ett investeringsbeslut fattats utan att fondstyrelsen nått konsensus. Det är även fondstyrelsen som utser ledamöter till portföljbolagens styrelser. Största enskilda investerarna har ca 25 % av kapitalet/rösterna i en fond. Då det endast är 7-8 svenska investerare sker kommunikationen med ägarna, förutom vanlig rapportering, mycket genom informella kontakter.

Albin berättar att Capman har slutat att göra såddinvesteringar då man inte får tillräckligt bra avkastning för den höga risken. Vidare menar han att Capmans huvudbidrag till portföljbolagen är kapitalet. Capman bidrar även med sitt kontaktnät och sina erfarenheter av exits, framförallt industriella försäljningar men även börsintroduktioner. Vad gäller ägarnas aktivitet nämner Albin att Sjätte AP-fonden är en aktiv ägare som hjälper till och förmedla kontakter mellan olika VC-bolag för att få till stånd saminvesteringar. Albin menar att han inte kan skönja några skillnader mellan de olika ägarkategoriernas agerande utan hävdar att de skillnader som finns mer är på det personliga planet.

⁵⁴ www.capman.com, (02-12-12)

⁵⁵ www.vencap.se, (02-12-12)

Cimon Medical AB

Cimon Medical är ett privatägt venture capital-bolag med inriktning på de tidiga faserna, sådd och uppstart. Liksom de övriga bolagen vi intervjuat är deras koncept att med kapital och kunskap gå in i andra bolag som delägare. Cimon Medical bildar ofta bolag tillsammans med entreprenören och eftersträvar i det nya bolaget en stor andel av ägandet och krav på en stor operativ medverkan. Bolaget har i dagsläget sju befintliga investeringar och förvaltar totalt 76 Mkr. Investerat belopp är 62 Mkr. Deras inriktning är som namnet antyder uteslutande på medicin och medicinteknik.⁵⁶

Cimon Medical har liksom övriga i branschen ett ganska litet antal anställda med en hög utbildningsnivå. Vår intervjukontakt, Eva Jonasson, har titeln Administrationschef men även ansvarsområden som finansiell controller.

I Cimon Medical har alla ägarna höga poster och vanligtvis blir en av ägarna styrelseordförande vid investering i ett nytt portföljbolag. Fem av styrelseledamöterna har ett samlat ägande i Cimon Medical på 83 procent av aktierna. Detta menade Eva var något positivt då det delvis är deras egna pengar som investeras. Hon menade att privatägda VC-bolag, som Cimon Medical, har ett starkare personligt engagemang vilket enligt Eva gör att de tänker sig för en extra gång innan de går in i en investering. Eva tror även att de privatägda VC-bolagen är extra noga med att jobba kostnadseffektivt.

Vid varje investeringsbeslut arbetar Cimon Medical på ett sådant sätt att det formella beslutet tas vid styrelsemötena där alla ägare sitter representerade. Detta medför att de fem största ägarna är inblandade i varje investeringsbeslut och har full insyn i bolaget. Dessförinnan har en due diligence⁵⁷ gjorts av deras managementgrupp, där ytterliggare ägare finns representerade.

Cimon Medical har vid varje investeringsbeslut kriterier som skall uppfyllas. Entreprenören skall kunna uppvisa en fullskalig demonstration av sin produkt samt kunna påvisa att produkten inom 3-5 år kan generera ett överskott på 500 Mkr.

⁵⁶ www.cimon.se, (02-12-18)

⁵⁷ due diligence ≈ en noggrann genomgång av ett företags ekonomiska tillgångar och ställning inför ett emissionsprospekt (ordagrann översättning - tillbörlig aktsamhet)

Ericsson Business Innovation AB

Ericsson Business Innovation (EBI) inleddes som ett projekt men ombildades i juli år 2000 till ett helägt dotterbolag av LM Ericsson AB. Syftet med verksamheten var från början att ta tillvara och utveckla innovativa idéer som genererats internt inom Ericsson men som låg utanför den så kallade kärnverksamheten. Genom att gå in med ett begränsat ägande kunde man låta idébärarna gå vidare och utveckla en produkt som sen antingen kunde säljas av eller vid ovanligt lyckosamma satsningar återföras till kärnverksamheten.

Idéerna hämtas idag både internt från Ericsson och från externa källor. Nuförtiden har man inte heller lika bråttom att kommersialisera produkten. Det handlar sällan om nya uppfinningar, utan om att förstå kundens behov och tillgodose det genom att systematiskt bygga produkter som efterfrågas. På detta sätt kan man *”generate business that becomes new core business”* som det står på EBI:s hemsida. EBI har även en aktiv och viktig roll vad gäller optimal resursallokering och utveckling av Ericssons verksamhet i stort. EBI har idag 13 portföljbolag och VC-investeringar på ca 800 miljoner kronor.⁵⁸

Eftersom det i detta fall handlar om ett helägt koncernföretag så blir vissa aspekter angående ägarsituationen tämligen triviala. Det finns dock en viss komplexitet även här och för att om möjligt reda ut några frågetecken har vi intervjuat Ulf Mimer som är Manager of Industrial operations på EBI.

I EBI fattar den operationella ledningen själva investeringsbeslut inom vissa ekonomiska ramar, maximalt ett tiotal miljoner kronor per investeringsbeslut. Därefter kontaktas styrelsen eller en representant för styrelsen för konfirmering. Oftast är detta en ren formalitet men ibland uppstår en ytterliggare diskussion, speciellt om det handlar om en stor investering.

Investeringarna görs huvudsakligen i mobil kommunikation och Internet-kommunikation. Dock inte i bolag inom koncernens nuvarande kärnverksamhet som basstationer och växlar för mobiltelefoni, vilka ombesörjs av den ordinarie investeringsapparaten. EBI investerar istället i portföljbolag vars verksamhet ligger lite vid sidan om men är besläktad eller på något sätt relaterad till Ericsson. Som alla vet är det ofta just i gränslandet mellan två teknologier man finner de riktiga guldgruborna. Denna strategi som syftar till utveckling av kärnverksamheten innebär att det är lämpligt att göra sina investeringar i de tidiga faserna, såsom uppstart och sådd, medan produkten fortfarande är formbar. När vi diskuterar med Mimer vad vår observation, att koncernägda bolag med samma inriktning som koncernen i högre grad än andra prioriterar de tidiga faserna, kan bero på framhåller han just detta. Nämligen att dessa bolag kommit till just för att tillvarata idéer och initiativ som inte ryms inom den ordinarie kärnverksamheten utan behöver utvecklas till något användbart. När vi frågade Mimer om han med tanke på förhållandet till ägarna tror att de på något sätt utmärker sig från andra VC-bolag i samma kategori, d.v.s. helägda koncernföretag, svarade han att han tror att deras förhållande till sitt moderbolag är ganska typiskt för så kallade captives⁵⁹.

⁵⁸ www.ericsson.com/innovation, (02-12-12)

⁵⁹ captive = av en koncern helägt VC-bolag

Four Seasons Venture Capital AB

Four Seasons Venture Capital AB grundades 1983 Lars-Olof Gustavsson och Gösta Oscarsson. Bolaget förvaltar 50 miljoner US dollar i Sverige och 40 miljoner US dollar i Norge. FSV CAB ägs nu mer förutom av grundarna dessutom av Siem Industries Inc. Bolaget är med i Advent International Network för att få tillgång till de internationella marknaderna för sina portföljbolag. Bolaget har för närvarande 12 portföljbolag i olika branscher.⁶⁰

Vi har intervjuat Hans Golteus som arbetar som investerare på FSV CAB. I Four Seasons Venture Capital AB tas alla investeringsbeslut i styrelsen där alla ägare är representerade. Enligt Golteus sker mycket av kommunikation informellt då de bara är tre ägare så förutom styrelsemötena har man täta kontakter med ägarna. Vid val av företag väljer man investeringar i storleksordningen 10-100 Mkr och portföljbolagen skall finnas inom branscher där FSV CAB har kompetens. Formellt krävs det 2/3 av styrelserösterna för att fatta ett styrelsebeslut, hitills har dock samtliga styrelsebeslut fattats i konsensus.

Ibland är det någon av ägarna till FSV CAB själva som sitter med i portföljbolagsstyrelserna, men det är ingen regel.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att ägarstyrningen är väldigt stark i bolaget då grundarna är aktiva i den svenska delen av bolaget och täta kontakter sker med den tredje ägaren. Vi har kategoriserat bolaget som ett privatägt bolag.

⁶⁰ www.fourseasons.se, (02-12-13)

Gambro Strategic Development

Gambro Strategic Development (GSD) etablerades i december år 2000. Enheten är en koncernfunktion inom Gambro AB och alltså inget fristående bolag. Syftet med upprättandet av enheten var att tillvarata och utveckla de så kallade ventures⁶¹ som redan fanns inom koncernen. Enhetens målsättning är idag att skapa långsiktigt aktieägarvärde genom strategiska investeringar i externa bolag och interna initiativ för att bygga nya affärer. GSD ansvarar även för att stödja Gambros ledning vad gäller koncernstrategin, samt att stödja prioriterade initiativ inom koncernen med resurser och affärsutvecklingskompetens.⁶²

Vi har intervjuat Fredrik Mattsson som arbetar med venture development på GSD. Det första Mattsson påpekar är att GSD inte är något VC-bolag i traditionell mening utan en koncernfunktion som är djupt integrerad med verksamheten i stort. Någon tydlig gräns mellan GSD och Gambro som koncern finns inte i den dagliga verksamheten. GSD är dessutom en väldigt liten del av Gambros totala verksamhet. Antalet anställda är till exempel endast fem stycken jämfört med det totala antalet i koncernen som är ca 20 000. Man har idag blott fyra stycken portföljbolag och det investerade kapitalet uppgår till ca 150 miljoner kronor, en i sammanhanget ganska ringa summa. Nya investeringar söks inte speciellt aktivt och de som görs är av långsiktig strategisk art. En initial investering ligger i storleksordningen en till tio miljoner kronor. GSD bidrar däremot med en större andel kunskap i portföljbolagen. Som komplement finns ofta andra VC-bolag, med ett mer finansiellt syfte d.v.s. ett kortsiktigare lönsamhetsmässigt motiv, med som investerare. GSD finns som sagt till för att upptäcka, förvalta och utveckla ventures till att bli en del av Gambro. Detta, menar alltså Mattsson, i praktiken begränsar området för potentiella investeringar till medicinsk teknologi. GSD har inte någon formell beslutandemakt utan föreslår endast lämpliga investeringar för Gambros styrelse.

Representanter i portföljbolagens styrelse är mer regel än undantag och i princip ett krav från GSD. Vidare påpekar Mattsson, för att ytterligare poängtera den täta operationella integrationen i koncernen, att dessa representanter inte nödvändigtvis behöver vara från Strategic Development utan mycket väl kan komma från andra delar av koncernen. En såhär pass nära förbindelse med koncernen är ovanlig och utmärkande för GSD. Den främsta fördelen med denna typ av täta kopplingar till Gambros styrelse och koncernledning, är enligt Mattsson, att man till fullo kan utnyttja den omfattande kompetens som finns i koncernen. Främsta anledningen för en koncern att organisera sig på detta sätt, med en nära integrerad VC-funktion, är att man utan att förvärva hela företaget kan hitta nya affärsområden. Någon speciell preferens vad gäller investeringsfas har GSD egentligen inte men ersättningskapital och utköp är på grund av enhetens natur, som en stödjande koncernfunktion, inget man ägnar sig åt. Att koncernägda bolag med ett visst branschfokus ofta prioriterar att gå in i expansionsfasen tror han dels beror på att denna fas är kapitalkrävande och att koncernägda bolag har en bred kapitalbas. Dels på att dessa företag gör sina investeringar med en strategisk tanke bakom och att man i expansionsfasen börjar få en klarare bild av en innovations eventuella utvecklingspotential.

⁶¹ venture ≈ industriell möjlighet, dock förenad med risk

⁶² www.gambro.com, (03-01-07)

Sjätte AP-fonden

1996 tillfördes Sjätte AP-fonden sitt grundkapital, 10,4 Mdr. Sedan 1999 har fonden allokaterat sitt kapital i första hand onoterade och noterade bolag. Fondens uppgift är att förvalta allmänna pensionsmedel så att avkastningskravet uppfylls samt att erbjuda riskkapital till svenskt näringsliv – inte minst till mindre och medelstora företag – för att främja tillväxt och sysselsättning. Fonden har sitt huvudkontor i Göteborg och har för närvarande 38 anställda. Vi har intervjuat Susanne Olofsson som är Investment Manager vid Sjätte AP-fonden.⁶³

Sjätte AP-fonden arbetar dels med direktinvesteringar och dels genom fondförvaltare. Vid årsskiftet 2001-2002 var man engagerade i 330 portföljbolag via fondförvaltare och 67 portföljbolag via direktinvesteringar. Enligt Susanne Olofsson har antalet direktinvesteringar minskat sedan årsskiftet. För närvarande är Sjätte AP-fonden engagerade i sju VC-bolag med investeringsfokus på portföljbolag som befinner sig i de tidiga faserna sådd och uppstart, 15 VC-bolag med investeringsfokus på expansionsfasen och tre VC-bolag som koncentrerar sig på utköpsfasen. Höstens försäljningar av Fylkinvest och Småföretagsinvest, två bolag med fokus på tidiga faser, antyder att Sjätte AP-fonden drar sig mer mot de senare faserna. Denna fokusering på portföljbolag som befinner sig i senare faser bekräftas av Olofsson.

Vid indirekta investeringar är Sjätte AP-fonden antingen delägare av själva VC-bolaget eller investerar man i bolagets fonder. Enligt Olofsson skiljer sig inte Sjättes inblandning och möjlighet att påverka, generellt mellan de två typerna av engagemang. I de bolag Sjätte AP-fonden är delägare har de representanter i VC-bolagets styrelse och i de fall de investerar i fonden sitter de med i en investeringskommitté och ibland även en redovisningskommitté. Det här gäller framförallt de senare fondstrukturerna, Susanne Olofsson menar att Sjätte går mot ett mer aktivt ägande, vilket hon tror även att det gäller branschen i stort. Trots att Sjätte AP-fonden bara i begränsad omfattning arbetar med direktinvesteringar och därmed knappast kan räknas som ett renodlat VC-bolag enligt definitionen ansåg vi att fonden var mycket intressanta att ha med i undersökningen. Dels för att det är intressant att få synpunkter även från ägar-/investerarhåll, dels för att de har ett engagemang i många av de andra bolagen som ingår i undersökningen.

När Sjätte AP-fonden investerar i en fond går det oftast till så att ett management team kontaktar dem och presenterar ett förslag på ett fondupplägg. Det förekommer även att Sjätte själva ser en lucka på venture capital-marknaden och själva, ibland tillsammans med någon eller några andra saminvestorer, vänder sig till ett VC-bolag med ett förslag. Om båda parterna är intresserade går de därefter till förhandlingar. Kommer de överens skrivs ett kontrakt där fondens verksamhet, management teamets befogenheter och Sjätte AP-fondens inflytande regleras. Oftast sker en investering tillsammans med andra institutioner som till exempel olika pensionsfonder och försäkringsbolag.

⁶³ www.apfond6.se, (02-12-09)

Enligt Susanne Olofsson är det vanligast att det krävs enkel majoritet i styrelse, alternativt investeringskommitté, för att fatta ett beslut. I vissa av deras VC-bolag förekommer det dock att det krävs kvalificerad majoritet, det vill säga 2/3 av rösterna, för att ett investeringsbeslut ska gå igenom. Oftast råder dock konsensus i det beslutande organet.

Sjätte AP-fonden tar ingen samhällspolitisk hänsyn, som till exempel glesbygdsstöd, när de fattar ett investeringsbeslut. Avkastningskravet till pensionerna är överordnat all annan hänsyn. Avkastningskravet sätts upp relativt den allmänna börsutvecklingen.

Då Sjätte AP-fonden är specialiserad på onoterade småföretag hävdar Olofsson att de är mycket mer aktiva ägare än de andra pensionsfonderna vars aktivitet är begränsad till bolagsstämmorna. Olofsson tror inte att det finns några generella skillnader på ägaraktiviteten mellan de olika ägarkategorierna, utan tror snarare att det finns en skillnad på hur organisationer som arbetar med OPM (Other Persons Money) och de som förvaltar privata pengar verkar.

Susanne Olofsson tror vidare att anledningen till att fondförvaltare har en relativt liten del av investeringarna i tidiga faser beror på att de helt enkelt har mycket kapital och därmed kan satsa i de senare mer kapitalkrävande faserna. Hon hävdar att det råder en brist på såddkapital och att det med dagens lagstiftning är svårt att attrahera annat än statliga medel till dessa faser.

Småföretagsinvest AB

Småföretagsinvest är ett venture capital-bolag som i första hand satsar på portföljbolag i sådd- och uppstartsfasen. Bolaget har under hösten bytt ägare. Tidigare ägdes Småföretagsinvest av Sjätte AP-fonden och Skandia. Sedan den 14 november äger Aldano bolaget. Aldano i sin tur ägs till 44 % av industrifonden och till 56 % av 32 stycken privata investerare. Bolaget kan investera allt från en miljon upp till femton miljoner kronor eller mera beroende av projektets karaktär och förväntade lönsamhet. Småföretagsinvest har i dagsläget investeringar i ett 20-tal portföljbolag men ingen speciell branschfokusering.⁶⁴

Vi har intervjuat Bo Thorsson, VD för Småföretagsinvest AB. Thorsson tror inte att ägarbytet kommer att påverka bolagets sätt att jobba i alla fall inte på kort sikt. På längre sikt tror han dock att Småföretagsinvest kan komma att börja arbeta mer med bolag i expansionsfasen som är den fas som Aldano arbetar mest med. Thorsson har inte märkt någon förändring av ägarstyrningen i och med ägarbytet. Han tror dock att Småföretagsinvest kan komma att dra nytta av den breda kompetens som finns i Aldanos ägarkrets. Investeringsbesluten tas även i fortsättningen i Småföretagsinvests bolagsstyrelse där ägarna finns representerade. Bolagsstyrelsen utser i sin tur de representanter som skall sitta i portföljbolagsstyrelserna. Vidare tror han inte heller att det kommer ske någon branschfokusering utan att Småföretagsinvest kommer att behålla de portföljbolag man har idag. Thorsson förutspår att det kan komma att bli saminvesteringar med till exempel Fylkinvest AB, som också ägs av Aldano, och andra VC-bolag där industrifonden är ägare/delägare.

Thorsson ser ingen skillnad i de olika ägarnas sätt att agera utan tror snarare att ägarnas inblandning styrs av hur mycket kompetens som finns i management teamen och hur väl utvecklat nätverk de har.

Bo Thorsson tror att anledningen till att intresset svalnat för de tidiga faserna är att investerarna inte anser sig få betalt för den risk man tar. Han tror att investerarna därför väljer att satsa mer på expansions- och utköpsfaserna som visserligen är mer kapitalkrävande och har lägre vinstpotential men framförallt är förknippat med en mindre risk. En annan anledning att satsa på mer mogna bolag är att de kräver färre uppföljningsinvesteringar.

⁶⁴ www.smafi.se, (02-12-13)

Startupfactory AB

Startupfactory AB är ett nordiskt venture capital-bolag som grundades 1999 av bl.a. Sven Christer Nilsson - fd koncernchef Ericsson, Rolf Skoglund - fd vice VD Microsoft Europa, Lars-Olof Bäckman - styrelseordförande i bl.a. Trio Inc och Linné Group samt Staffan Helgesson - fd McKinsey. Startupfactory har idag kontor i Stockholm, Lund, Helsingfors och Amsterdam och förvaltar ca 500 miljoner kronor. Huvudägare i Startupfactory är, förutom företagets anställda (partners), Investor AB, Carnegie samt japanska Softbank Europe Ventures - en av världens ledande Internet-investerare och huvudägare i bl.a. Yahoo, E*TRADE och ZDNet. Startupfactory arbetar med entreprenörer verksamma inom IT-, datakom- och telekomindustrin och har för närvarande 13 portföljbolag inom dessa branscher. De föredrar de tidiga faserna - närmare bestämt sådd, uppstart och tidig expansion. I huvudsak är det dock investeringens lönsamhetspotential som styr. En typisk initial investering är i storleksordningen 5 till 30 miljoner kronor, men man kan investera upp till 100 miljoner över ett företags livscykel.⁶⁵

Vi har intervjuat Staffan Helgesson som är partner och VD för den svenska delen av Startupfactory AB. Enligt honom har den operationella ledningen i Startupfactory kommit överens med styrelsen, där merparten av ägarna finns representerade, om ett investeringsfokus. Denna begränsning syftar till att styra mot investeringar med högsta möjliga vinstpotential. Någon i ett större perspektiv strategisk tanke finns, från ägarnas sida, inte bakom investeringarna. Visserligen finns en viss fas- och branschpreferens men denna följer av den sannolika och prognostiserade bärigheten. Finner man under den löpande investeringsverksamheten någon anledning att ändra investeringsfokus tas det upp med styrelsen. Detta händer dock väldigt sällan. Eljest är styrelsens roll mer att övervaka att de avtal som reglerar villkoren från ägarna för investeringarna följs. Startupfactorys ägare finns inte representerade i portföljbolagens styrelser. Genom en tät rapportering till styrelsen (6 ggr/år) samt månadsuppdatering med bokslut till samtliga ägare har man dock ändå nästintill fullständig information och indirekt en ganska strikt kontroll. Som Helgesson själv uttrycker det: *"Vad gäller ägarkontroll kan man tala om en skala där vi har helägda riskkapitalbolag längst ut på ena kanten, riskkapitalbolag som oss där investerarna är delägare i mitten och längst ut vad gäller frihetsgrader partnerägda managementbolag med sina fonder."*

Vidare ser man sig alltså som ett riskkapitalbolag fungerande som ett investmentbolag. Såsom ett liknande exempel, vad gäller ägarförhållandet, nämner Helgesson Ledstjärnan. Som motsats nämner han InnovationsKapital - ett partnerägt VC-bolag där man investerar i deras fonder. Han menar att Startupfactorys ägare har ett större engagemang eftersom man inte bara är investerare i en fond utan delägare i ett bolag. Investerare i en fond har inte alls samma inflytande eftersom man inte kan påverka hela företaget. Dessutom är dessa fonder ofta väldigt stora, för att inte säga gigantiska och varje enskild investerares roll därför än mindre.

Som skalans andra ytterlighet placerar Helgesson offentligt ägda bolag. I dessa är det av staten direkt tillsatta tjänstemän som styr och handhar investeringarna. Ägarna (staten) åtnjuter därför ett väldigt stort inflytande i dessa bolag.

⁶⁵ www.startupfactory.com, (02-12-18)

Z-Invest AB

Z-Invest AB är ett venture capital-bolag stationerat i Östersund vars affärsidé är att som minoritetsägare vara en aktiv och temporär partner i utvecklingsbara små- och medelstora företag som företrädesvis har anknytning till mellersta Norrland. Bolaget ägs till 47.5% av Sjätte AP-fonden, 37.5 % Stiftelsen för Näringslivet i JH och till 15 % av en grupp lokala investerare, Aktiva Jämtland. Z-Invest har för närvarande sju portföljbolag inom branscherna Internet teknologi, industriella produkter och industriella tjänster. Bolaget satsar primärt på bolag som befinner sig i uppstarts- och expansionsfasen. Vi har intervjuat Tomas Noréen, VD för Z-Invest AB.

Alla investeringsbeslut fattas i Z-Invests bolagsstyrelse. Alla tre ägargrupperna finns representerade i styrelsen och Z-Invest har ordinarie styrelsemöten fyra gånger om året. Om behov finns har bolaget styrelsemöte oftare, exempelvis räknar Noréen med ca 10 styrelsemöten under 2002. Anledningar till extra styrelsemöten kan till exempel vara ett investeringsbeslut som måste fattas eller att det uppstått problem i något portföljbolag. Förutom styrelsemötena får ägarna löpande information i form av månadsrapporter. Styrelsen utser de som skall representera Z-Invest i portföljbolagens styrelser. Z-Invests initialinvesteringar ligger oftast i spannet mellan 2-5 miljoner.

Tomas Noréen tycker att samtliga ägare är väldigt aktiva men ser tydliga skillnader i ägarnas argumentation, Sjätte AP-fonden ser på strikt ekonomiska termer och de lokala representanterna använder en del regionalpolitiska argument, när beslut skall fattas. Investeringsbesluten har hittills alltid fattats i konsensus. Han tycker sig inte kunna märka någon skillnad i riskaversion mellan de olika ägargrupperna. Vidare tycker Tomas Noréen att den heterogena ägarsammansättningen är en fördel då ägarna har styrkor inom olika områden. Noréen menar att Sjätte AP-fonden bidrar med kunskap om venture capital-marknaden i stort och i de andra ägargrupperna finns dels specifik branschkompetens, dels kunskap om de lokala förutsättningarna.

Anonymt privat bolag

Vi har även varit i kontakt med ett annat bolag i denna ägarkategori som har velat bli konfidentiellt behandlade.

Detta bolag ägs uteslutande av en familj som finns representerad i styrelsen. På detta sätt har de en tät och god kontakt med bolaget. Sex gånger per år har bolaget styrelsemöten där bolaget presenterar dels hur deras egen verksamhet har utvecklats, och dels hur deras investeringsobjekt har utvecklats för sina ägare. Likt övriga bolag tas alla formella beslut på dessa styrelsemöten.

Bolagets initiala investering görs i allt ifrån en tidig kommersialiseringsfas till en sen expansionsfas. De ser varje investering som att de ingår ett långsiktigt förhållande till sitt investeringsobjekt. Därför har de i det initiala skedet ingen exit-tidpunkt vilket även är individuellt från investering till investering.

För övrigt jobbar bolaget efter VC-bolagens inriktning d.v.s. att de går in med kapital och kunskap under en tidsperiod.

Personen som vi varit i kontakt med har titeln Venture Manager. Han har den tron att onoterade kapitalstarka ägare har de bästa möjligheterna att jobba efter en långsiktig plan för de bolag man valt att investera i då man inte har en börs att ta hänsyn till eller andra externa ägare att tillfredsställa.

5 Analys

Här jämförs teorin med utfallet av våra undersökningar och vi belyser avvikelserna mellan de båda.

I det här avsnittet jämför vi den befintliga teorin på området med utfallet från vår kvantitativa undersökning och vidare med det som framkommit i intervjuerna i vår kvalitativa undersökning. Ett av problemen vi har haft är bristen på teori som behandlar relationen mellan VC-bolag och deras portföljbolag. Vår huvudsakliga källa skrevs 1990 och beskriver den dåvarande situationen i USA mellan ägare/investerare och VC-bolag. Det Sahlman beskriver är dessutom i huvudsak bara applicerbart på de fondförvaltande bolagens förhållanden. Å andra sidan är det den typen av bolag som skiljer sig mest ifrån traditionella bolag. Vi har till exempel ingen anledning att förmoda att aktieägarna till ett börsnoterat aktiebolag skulle agera annorlunda och ställa andra krav än aktieägare till andra börsnoterade bolag. Därför har vi fokuserat på att försöka hitta skillnader mellan ägarkategorierna snarare än att jämföra dem med bolag med liknande ägarstrukturer fast i andra branscher. Vidare har vi försökt skönja vad som händer på VC-marknaden i stort och se vad detta har för koppling till ägarna. Vår ambition är att, direkt eller indirekt, besvara de hypoteser som presenteras under problemdiskussionen i kapitel ett, med hjälp av teorin och undersökningens utfall. Våra egna kommentarer till hypoteserna återfinns i slutsatserna.

5.1 Investeringsbeslut

Hypotes: Närheten till ägarna avspeglar sig i beslutsgången vid ett investeringsbeslut.

Trots att vi eftersträvat ett så brett spektrum i ägarbilden som möjligt bland de bolag vi intervjuat, har det visat sig att bolagen arbetar relativt likartat till exempel när ett beslut skall fattas gällande huruvida VC-bolaget skall investera i ett portföljbolag eller inte. Representanter för de största ägarna sitter med i VC-bolagets styrelse hos samtliga av våra respondenter, där en sådan finns. Bolagen har ordinarie styrelsemöten 4-6 ggr/år och i de allra flesta bolagen tas investeringsbesluten i styrelsen. I de koncernägda bolagen Ericsson Business Innovation, Startupfactory AB och B-business Partners AB har den operationella ledningen mandat att fatta investeringsbeslut inom vissa ramar. Vill ledningen göra investeringar som går utanför dessa ramar måste de besluten fattas av bolagens styrelser. Det förekommer också att större bolag har en separat investeringskommitté där investeringsbesluten tas. Dessa förekommer oftast i fondförvaltande bolag. I dessa kommittéer finns oftast ägarna/investerarna representerade.

5.2 Investeringsfas

Hypotes: Bolag som investerar i tidiga faser kompenserar det höga risktagandet det innebär med att ha fler portföljbolag än de VC-bolag som satsar i de senare mer kapitaltunga faserna och därmed minska risken på det sättet.

Flera av respondenterna trycker på det faktum att de minskat sin exponering mot de tidiga faserna, sådd och uppstart. VC-bolagen anser sig inte få tillräckligt bra avkastning på satsat kapital i förhållande till den höga risk en tidig investering medför. En annan anledning som framförts är att såddinvesteringar, i de fall de är lyckade, kräver uppföljningsinvesteringar. I den rådande venture capital-marknadssituationen, ofta med begränsad tillgång på kapital för VC-bolagen, undviker bolagen i hög grad att binda upp sig för framtida investeringar. Vidare framförs åsikten att det med rådande marknadsläge och lagstiftning är mycket svårt att attrahera investerare till de tidiga faserna med enbart hög avkastning som mål. Exempelvis Susanne Olofsson på Sjätte AP-fonden menar att det venture capital-bolag med även andra mål än hög avkastning, som i störst utsträckning förser portföljbolag i dessa faser med kapital. Överlag gör de bolag respondenterna representerar väldigt få nyinvesteringar och de anser sig ha blivit försiktigare.

I *Tabell 4.9* testas huruvida de VC-bolag som satsar i tidiga faser kompenserar det ökade risktagandet med att ha en bredare företagsportfölj. *Tabell 4.10* visar att det inte finns något sådant samband.

5.3 Ägarstyrning

Hypotes: Ägar-/investerarstyrningen i börsnoterade bolag och fondförvaltande bolag är svagare på grund av avståndet till ägarna.

Staffan Helgesson på Startupfactory AB talar om en skala där de helägda VC-bolagen är under störst ägar kontroll. I mitten återfinns de bolag där investerarna är delägare och de med minst ägar kontroll är de partnerägda managementbolagen som förvaltar fonder. Överfört till vår kategoriindelning blir fördelningen enligt *Figur 5.1*.



Figur 5.1: Ägarstyrningen enligt Helgesson.

Anledningen till att de offentligt ägda bolagen finns med på två ställen är att det dels finns VC-bolag som är ägda av en offentlig enhet, dels bolag som har olika offentliga ägare. Vidare kommentarer till hypotesen återfinns i slutsatserna.

5.4 Analys av respektive ägarkategori

Börsnoterade bolag

Hypotes: Börsnoterade VC-bolags val av inträdesfas och bolagstyp påverkas av pressen från aktieägarna, då denna typ av ägare ofta har en snävare tidshorisont än övriga typer av ägare.

Vår kvantitativa undersökning visar att börsnoterade bolag i större utsträckning än övriga kategorier prioriterar de senare faserna, speciellt expansionsfasen, se *Figur 4.3* och *Tabell 4.6*. Vi kan däremot inte bevisa att vilken investeringsfas ett VC-bolag prioriterar, generellt beror på vilken ägarkategori de tillhör, se *Figur 4.3* och *Tabell 4.4*.

Marcus Söderblom på AB Novestra menar att börsnoterade bolag lockas till de senare faserna vid den initiala investeringen av den anledningen att kravet från deras ägare att bolagen skall visa positiva resultat är lättare att åskådliggöra. Dessa faser har en, som vi nämnt tidigare, lägre och mer hanterbar risknivå vilket gör noterade bolags arbetssituation mer gynnsam. Denna uppfattning delas även av flera andra respondenter i andra ägarkategorier.

Detta kan jämföras med det bolag som vi varit i kontakt med, som dock ville bli konfidentiellt behandlade, där personen i fråga menade att ett onoterat bolag med en kapitalstark ägare har en lugnare tillvaro då den externa pressen uteblir. Han menade även att de kan jobba efter en längre tidshorisont och ligga kvar längre i en investering än bolag som har kravet att visa positiva kassaflöden för marknaden.

Vår kvantitativa undersökning visar att börsnoterade har ett högre medianvärde, vad gäller antalet portföljbolag, än genomsnittet. Även medelvärdet tyder på att bolag i denna kategori generellt innehar fler bolag i sina portföljer än det genomsnittliga VC-bolaget, se *Tabell 4.1*.

Fondförvaltande bolag

Hypotes: Investerarna intar en liknande roll i fondförvaltarnas bolag som den roll ägarna har i övriga ägarkategorier och inte en passiv investerarroll.

Enligt Susanne Olofsson på Sjätte AP-fonden kunde det tidigare förekomma att de som investerare, inte var representerade i investeringskommittéerna, vilket de alltid är i nyare fondstrukturer. Olofsson menar därmed att Sjätte AP-fonden blivit mer aktiva i sitt ägar/investerar engagemang. Uppfattningen att fonden är aktiva ägare/investerare delas bl.a. av Richard Albin, Capman AB och Bo Thorsson, Småföretagsinvest AB som båda har/har haft samarbete med Sjätte AP-fonden. I teoridelen beskrevs

förhållandet mellan general- och limited partners⁶⁶. Sahlman beskriver en limited partner som en investerare som har relativt lågt engagemang och liten bestämmanderätt, när kontraktet är skrivet. På dagens svenska venture capital-marknad ser situationen annorlunda ut, enligt våra respondenter. De menar att investerarnas inflytande över fondens löpande verksamhet är betydligt större än det Sahlman beskriver.

Bland annat Sjätte AP-fondens och Skandias försäljningar av VC-bolag samt minskade direktinvesteringar tyder på att ökningen av de fondförvaltande bolagen som Isaksson beskrev i sin artikel har fortsatt⁶⁷.

Koncernägda bolag

Hypotes: Koncernägda VC-bolag investerar ofta i projekt som på ett eller annat sätt är relaterade till koncernverksamheten i övrigt. Detta motiverar en initialinvestering i någon av de tidigare faserna, sådd eller uppstart.

Hypotes: Koncernägda venture capital-bolag är mer branschspecifika än bolag med andra ägare.

Denna kategori av VC-bolag innefattar alltifrån tämligen fristående finansiella VC-bolag, som verkar på marknaden för att nå en överavkastning, till koncernfunktioner, som uteslutande letar investeringar som i framtiden kan inbegripas i kärnverksamheten. På grund av denna breda diversitet av ägarsyfte fann vi det, åtminstone för den kvantitativa delen av undersökningen, nödvändigt att göra en indelning i två subkategorier. Även här i analysen kommer vi att utgå ifrån denna indelning.

Koncernägda bolag utan branschfokus

Bolagen inom denna kategori har huvudsakligen ett finansiellt syfte. Någon bakomliggande strategi finns sällan utan strävan ligger efter högsta möjliga avkastning. Utifrån vad vi sett i våra fallstudier är den operationella ledningen inom denna typ av VC-bolag ofta mycket välutbildad. Det verkar även vanligt med erfarenhet från ledande positioner antingen inom koncernen eller i det övriga näringslivet. Ledningen i denna typ av VC-bolag kan ofta bedriva sin verksamhet relativt fritt från inblandning av koncernledningen och de beslutar själva om investeringar. Intervjupersonerna inom denna kategori pekar även på att koncernägda VC-bolag gör jämförelsevis stora investeringar, vilket de hävdar beror på att de har en bred kapitalbas. Av de företag vi intervjuat hamnar Startupfactory AB och B-business partners AB inom denna kategori. När det gäller den kvantitativa undersökningen utmärkte sig inte denna kategori något speciellt utan investeringarna verkar följa VC-bolagens i stort, med tyngdpunkten på expansion och uppstartsfasen.

Koncernägda bolag med samma branschfokus som koncernen

Bolagen inom denna kategori har i huvudsak ett strategisk syfte. De investeringar som görs är på något sätt kopplade till koncernen och tanken är att de så småningom ska generera affärer inom den ordinarie verksamheten. Enligt vad vi observerat är

⁶⁶ Se teoriavsnitt 3.5

⁶⁷ Se teoriavsnitt 3.4

kontrollen från koncernledning relativt strikt. Det verkar vara så att styrelsen, åtminstone formellt sett, har den beslutande makten när det gäller nyinvesteringar. Alternativt att den operativa ledningen får en viss investeringsfrihet genom att styrelsen sätter upp ekonomiska ramar. Av de företag vi telefonintervjuat hamnar Ericsson Business Innovation AB och Gambro Strategic Development inom denna kategori. Den kvantitativa undersökningen visade att denna kategori av VC-bolag i högre grad än övriga prioriterar de tidiga faserna sådd, uppstart och expansion, se *Figur 4.4* och *Tabell 4.8*. Som vi tidigare nämnt kan vi däremot inte bevisa att vilken investeringsfas ett VC-bolag prioriterar generellt beror av vilken ägarkategori de tillhör.

Offentligt ägda bolag

Hypotes: Offentligt ägda VC-bolag är mer riskaverta än de andra formerna. Dessa bolag är mer försiktiga då det är skattebetalarnas pengar man investerar.

Hypotes: Offentligt ägda venture capital-bolag har förutom ett ekonomiskt även ett altruistiskt intresse och går därmed in i och stöttar entreprenörer i ett tidigare skede än vad som är motiverat ur ett rent ekonomiskt perspektiv.

Den här kategorin rymmer, som tidigare nämnts, en ganska brokig skara VC-bolag. De stora pensionsfonderna och industrifonden jobbar oftast fond till fond vilket medför att de har väldigt väldifferentierade företagsportföljer. De har dessutom enbart avkastningskrav att leva upp till och inga altruistiska intressen.

I den här kategorin finns även bolag med regional anknytning som till exempel AC Invest AB och Z-Invest samt VC-bolag knutna till universitet och högskolor som till exempel Innoventus AB (Uppsala Universitet) och Chalmersinvest (Chalmers Tekniska Högskola). Enligt vår kvantitativa undersökning tenderar dessa bolag att satsa i tidigare faser än andra VC-bolag. Som nämnts i avsnitt 5.2 anser många av våra respondenter att investeringar i de tidiga faserna är svåra att motivera ur avkastningssynpunkt. Detta antyder att dessa bolag tar lite större risker än andra VC-bolag vilket även tyder på att de har andra intressen än strikt ekonomiska. Vissa av bolagen har detta inskrivet i sin affärsidé, i andra sker detta mer informellt. Det senare är till exempel fallet i Z-Invest AB. Enligt bolagets VD, Tomas Norén, är det formella målet maximal avkastning. De lokala representanterna i styrelsen använder sig dock ofta av regionalpolitiska argument.

Det finns med andra ord inget som tyder på att offentligt ägda bolag skulle vara mer riskaverta än andra. Snarare finns det offentligt ägda VC-bolag, av den typen att de har andra preferenser än maximal avkastning, som tar större risker än andra typer av bolag.

I *Tabell 4.1* visas att offentliga bolag i snitt har drygt 90 portföljbolag, men då standardavvikelsen är 151 visar detta ingenting. Anledningen till att standardavvikelsen är så hög är att de stora pensionsfonderna och stiftelserna drar upp medelvärdet.

Privatägda bolag

Hypotes: Privatägda bolag är mindre än övriga bolag, vilket påverkar deras investeringar.

I den kvantitativa undersökningen visar det sig att privatägda VC-bolag i genomsnitt har färre portföljbolag vad gäller medelvärde (9,8 st) än genomsnittet för alla VC-bolag (24,2 st). Att ha färre bolag i företagsportföljen ger en sämre diversifiering. En sämre diversifiering är i sin tur kopplat till ett högre risktagande. Som vi nämnt i teoriavsnittet har dock privatägda bolag, där ägarna även utgör ledningen, inga eller väldigt små informationsasymmetrier⁶⁸. Det gör att de kan undvika måldivergens mellan de båda parterna, vilket kan förekomma i de andra bolagstyperna.

⁶⁸ Se teoriavsnitt 3.1

6 Slutsatser

Här presenteras de slutsatser vi dragit av studien och vad uppsatsen bidragit med.

På grund av den turbulens som varit på den finansiella marknaden de senaste åren har många VC-bolag ändrat sitt agerande. Vi har under den period som vi arbetat med ämnet kunnat se några olika tendenser. En generell förändring som kunnat urskiljas är att VC-bolagen blivit försiktigare med sina investeringar, vilket är föga förvånande med tanke på det rådande marknadsläget.

Vidare kan den traditionella indelningen av venture capital-bolagen i privatägda, offentligt ägda och koncernägda vara svår att applicera på den svenska VC-marknaden. Naturligtvis skulle det gå att dela in bolagen i ännu fler kategorier än de vi har gjort fast då antalet aktörer är begränsat skulle det ge alltför små delpopulationer. Vi hade på grund av de små populationerna svårt att statistiskt säkerställa de mönster vi såg, vilket hade försämrats ytterligare med fler kategorier. Vi anser att vår kategoriindelning lämpar sig bra för den svenska marknaden.

6.1 Investeringsbeslut

Trots skillnaden i ägarstruktur har bolagen ett väldigt likartat styrelsearbete. Den kategori som skiljer sig från mängden är de koncernägda bolagen där, enligt vår kvalitativa undersökning, den operationella ledningen har ett visst investeringsmandat från styrelsen i tre av bolagen. Detta förekommer inte i någon annan kategori. För att veta om detta gäller generellt för denna kategori måste en mer genomgripande undersökning göras. Det är likväl en intressant, och för oss oväntad, upptäckt. Vi tror att det beror på att de som sitter i ledningen för dessa VC-bolag ofta har en gedigen branschkunskap och en lång erfarenhet inom koncernen, ofta från ledande positioner. De känner till vad som är av intresse för koncernen. Då dessutom dessa bolag endast utgör en mycket liten del av koncernens verksamhet, ”besvärar” man inte koncernledningen med den typen av frågor utan den kompetenta ledningen tillåts sköta investeringsbesluten.

6.2 Investeringsfaser

Vi anser att bolag som är specialiserade på tidiga faser kan ha en bredare företagsportfölj då tidiga investeringar kräver mindre kapital. En förutsättning för detta är dock att VC-bolagen även gör relativt tidiga exits innan det är dags för de mer kapitaltunga uppföljningsinvesteringarna. Vi har dock inte kunnat påvisa att detta är en existerande strategi, se *Tabell 4.9*.

VC-bolagens investeringsfokus har generellt förskjutits till senare faser. Vi tror att det finns tre huvudskäl till detta.

1. Det innebär en lägre risk att investera i senare faser. Portföljbolagen är mognare och deras potential är synligare än i tidiga faser.
2. Den begränsade kapitaltillgången gör att det för närvarande görs väldigt få nyinvesteringar. De investeringar som görs är i huvudsak uppföljningsinvesteringar till investeringar som är gjorda tidigare vilket medför att bolagen mognat och därför naturligt befinner sig i senare faser.
3. Lyckade investeringar i tidigare faser kräver oftast fler uppföljningsinvesteringar än investeringar i senare faser. Den begränsade kapitaltillgången i kombination med osäkerheten på venture capital-marknaden gör att bolagen ej vill binda sig till att göra framtida uppföljningsinvesteringar då osäkerheten om hur kapitaltillgången kommer att se ut i framtiden är stor.

Som vi nämnt i analysen är det framförallt de VC-bolag som även har andra preferenser än enbart avkastning som satsar i de tidiga faserna. Den kvantitativa undersökningen visar att subkategorin, koncernägda med branschfokus, satsar mer i dessa faser. Anledningen till detta är naturligtvis att de även väger in strategiska kvalitéer i besluten. Vi tror att de genom att gå in tidigt i portföljbolagen vill vara med och påverka inriktningen i bolagen och därmed styra utvecklingsarbetet mot koncernens intresseområden. I och med att koncernens långsiktiga mål är att införliva VC-investeringarna i den ordinarie verksamheten kan de ha ett längre tidsperspektiv och initialt bära en förlust längre än de övriga ägartyperna, om de tror att investeringen har en långsiktig potential.

Den andra huvudtypen av bolag som tenderar att satsa i de tidiga faserna är de offentligt ägda regionala bolagen. De kan ha preferenser som att främja forskning vid ett regionalt lärosäte, kanske av en till synes trivial anledning som att stärka högskolans/universitetets anseende. Vi tror även att vissa regionala bolag stödjer entreprenörer i regionen i största allmänhet av rena sysselsättningskäl, trots att det egentligen inte ingår i VC-bolagets formella uppdrag.

6.3 Ägarstyrning

Vi har noterat att aktiviteten i ägandet har ökat. Den modell vi presenterar i analysavsnittet som Helgesson talar om, tror vi stämmer i stort. Det som har skett på marknaden på sistone är att aktiviteten hos investerarna i de fondförvaltande bolagen, som befinner sig längst till höger på skalan, har ökat. De privatägda bolagen kan knappast öka ägarstyrningen, varför vi anser att skillnaderna mellan de olika kategorierna minskat. Anledningen till det ökade engagemanget torde dels vara att de färre investeringarna gör att ägarna/investerarna har mer tid för varje enskilt beslut, dels att de blivit försiktigare.

6.4 Övriga slutsatser

Vi tror att anledningen till att de privata bolagen i genomsnitt har ett färre antal portföljbolag främst är att de generellt har en mindre kapitalbas än övriga kategorier. Enligt teorin om agency costs, tar dock de privatägda VC-bolagen en lägre risk med avseende på informationsasymmetrier. Den ökade risk de tar i och med den sämre diversifieringen, kompenseras alltså till viss del av att det inte existerar några informationsasymmetrier mellan ägare och ledning i dessa bolag.

Målet att utröna huruvida det finns någon optimal ägarform, tycker vi oss ha kommit närmare. En tendens kan skönjas på marknaden. De fondförvaltande strukturerna tycks fortsätta ta marknadsandelar. Vi tror även att detta kan förklaras med den ökade försiktigheten. Genom att satsa i fonder istället för direktinvesteringar diversifierar investerarna sina bolagsportföljer ytterligare i förhållande till direktinvesteringar. Huruvida det ökade intresset för det här sättet att förvalta sitt kapital enbart beror på marknadsläget eller det faktum att det är en bättre ägar-/investerarform får framtiden utvisa.

7 Källförteckning

Skriftliga källor

Agnblad et al, *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*, Artikelkompendium Nr2, Corporate Governance-kursen 2002, Lunds Universitet

Berggren Tom, *Venture capital-branschens utveckling i Sverige* (2001), Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel

Berglöf Erik, *Ownership of Equity and Corporate Governance - The Case of Sweden*, Artikelkompendium Nr 2, Corporate Governance-kursen 2002, Lunds Universitet

Brealy R. och S. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 15th edition, (1996), Mcgraw-Hill, New York

Carlstoft Olof, *Venture Capital - Mer än bara finansiering* (1997) Sveriges Tekniska Attaché, Stockholm

Ejvegård, R. *Vetenskaplig metod*, (1996), Studentlitteratur Lund

Fama E., *Efficient Capital Markets II*, Journal of Finance vol. 46, Nr 5, (1991)

FAR:s Samlingsvolym 2001, FAR Förlag AB, Stockholm

Holme Idar M. och Solvang, Bernt K., *Forskningsmetodik* (1997), Studentlitteratur Lund

Isaksson Anders, *Venture Capital - begrepp och definitioner* (2000), Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel

Jensen M. C. och W. Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, (1976)

Körner Svante, *Praktisk Statistik* (1993), första upplagan, studentlitteratur Lund

Körner Svante, *Praktisk Statistik* (1996), andra upplagan, studentlitteratur Lund

Riskkapitalbolagens aktiviteter (2: a kvartalet 2002) NUTEK, Stockholm

Romano R., *Corporate Law and Corporate Governance*, Industrial and Corporate Change vol. 5, Nr 2, (1996)

Sahlman William A, *The structure and governance of venture capital organizations* (1990), Journal of Financial Economics vol. 27 (1990), Elsevier Science Publisher B.V. North-Holland, Amsterdam

Thurén, Torsten, *Vetenskapsteori för nybörjare*, (2000) Liber AB, Sverige

Körner, Svante och Walgren, Lars, *Statistisk dataanalys* (2000), Studentlitteratur AB, Sverige

Torstensson Eriksson Lars, Wiedersheim-Paul Finn, *Att utreda, forska och rapportera*, (1993) Liber-Hermod, Malmö

Turnbull Shann, *Corporate Governance: It's scope, concerns and theories*, Artikelkompendium Nr 2, Corporate Governance-kursen 2002, Lunds Universitet

Wallén Göran, *Vetenskapsteori och forskningsmetodik* (1996), Studentlitteratur Lund

Wright Mike och Robbie Ken, *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*, Artikelkompendium Nr 2, Corporate Governance-kursen 2002, Lunds Universitet

Muntliga källor

Telefonintervju med Marcus Söderblom, 2002-12-13 **AB Novestra**

Telefonintervju med Pontus Willquist, 2002-12-18 **B-business partners AB**

Telefonintervju med Rikard Albin, 2002-12-12 **Capman AB**

Telefonintervju med Eva Jonasson, 2002-12-18 **Cimon Medical AB**

Telefonintervju med Ulf Mimer, 2002-12-12 **Ericsson Business Innovation AB**

Telefonintervju med Hans Golteus, 2002-12-13 **FSVCAB**

Telefonintervju med Fredrik Mattsson, 2003-01-07 **Gambro Strategic Development**

Telefonintervju med Susanne Olofsson, 2002-12-09 **Sjätte AP-fonden**

Telefonintervju med Bo Thorsson, 2002-12-13 **Småföretagsinvest AB**

Telefonintervju med Staffan Helgesson, 2002-12-18 **StartUpFacory AB**

Telefonintervju med Tomas Norén, 2002-10-12 **Z-Invest AB**

Elektroniska källor

www.apfond6.se	2002-12-09
www.b-bp.com	2002-12-18
www.capman.com	2002-12-12
www.cimon.se	2002-12-18
www.ericsson.se/innovation	2002-12-12
www.fourseasons.se	2002-12-13
www.gambro.se	2003-01-07
www.novestra.com	2002-12-18
www.smafi.se	2002-12-13
www.startupfactory.com	2002-12-18
www.vencap.se	2002-11-05 till 2002-12-20

E-postkorrespondens

Bohannan, Barbra , Svenska riskkapitalföreningen, 2002-11-21

Isaksson, Anders, Forskare, Umeå Universitet, 2002-11-15

Bilaga 1, Underlag för den kvantitativa studien

Börsnoterade bolag

Företagsnamn	Ägande	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
AB Novestra	Noterat på O-listan: Theodore Dahlesson 9,4%, Wthorpe Mckenzie 6,6%		expansion	"Network technologies and services" inom kommunikations-industrin	8
AB Traction	Noterat på O-listan, Bengt Stillström 50,1%	privat	expansion	diverse	30
Affärsstrategerna AB	Noterat på O-listan, Claes-Göran Fridh 65,2%	privat	sådd	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Medicinteknik	23
Ledstjärnan AB	O-listan: Skandia, 9,9% Olof Stenhammar, 5,9% Mikael Solberg, 5,2% Jan Carlzon, 4,9%		uppstart	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara	40
Ratos AB	O-listan: familjen Söderberg 68%.	privat	expansion	diverse	21
Skanditek Industriförvaltning AB	O-listan: Johan Björkman 28,3%, Dag Tigerschöld 26,4%		expansion	Internet teknologi Elektronik Bioteknologi Övriga tjänster	12
Bure Equity AB	A-listan: 6:e AP-fonden 17%, Sten A Olsson 14,3%	privat	expansion	IT, infomedia och utbildning	30
Livförsäkringsaktiebolaget Skandia	A-listan: Industrivärden 4,5%, Pohola försäkring AB 4,5%, Robur fonder 3,9%				

Fondförvaltande VC-bolag

Företagsnamn	Ägande	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
AB Segulah	Ägs av styrelse och ledning.	privat	utköp	Handel, service och tjänster samt lättare verkstadsindustri.	6
ACR Capital/Slottsbacken	Leif Rylander, Ulf Svensson, Thor Birkman	privat	uppstart, expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT mjukvara	15
Alfred Berg ABN-Amro Capital Investment			Expansion		6
BrainHeart Capital	Ulf Jonströmer, Sigrun Hjelmquist, Magnus Melander, Jan Bengtsson,	privat	expansion	Telekommunikation Hårdvara Kommunikation Industriell automation, Trådlös IT-industri	13

CapMan AB	Lennart Jacobsson, Jan Lundahl, Lars Hagdahl, Martin Falkevall,	privat			17
Catella IT AB	IKEA, Gunnar Rylander	koncern	expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara	5
Catella Private Equity	IKEA, Gunnar Rylander	koncern	expansion		
Delphi Private Placement Sweden AB (publ)	1000-tal privatpersoner med mindre än 1% var.	privat	uppstart, expansion	Telekom, Internet, Media och Entertainment. Mer specifikt söker DPPS investeringar inom Mobil kommunikation, E-learning, Media/TV, Säkerhet och IT-Applikationer för befintlig	19
Four Seasons Venture Capital AB	Lars-Olof Gustavsson, Gösta Oscarsson	privat	expansion, ersättningskapital, utköp	Communications Publishing Electronic components and instrumentation Genetic Engineering Medical / Health-related Chemical / Plastics Equipment / Machinery	12
FöretagsByggarna AB	Lars Lindgren, Johan Edfeldt, Martin Gemvik, Per-Henrik Norhagen	privat	expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara	12
H&B Advisors AB			expansion	Bioteknologi Sjukvård Medicinteknik Läkemedel Konsumentinriktad handel	7
Industri Kapital			utköp		26
Industrial Development & Investment AB		Nordiska industriledare	expansion, ersättningskap, utköp	diverse	7
ITACT AB	Jan Nilsson, Martin Green	privat	uppstart	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Data/IT hårdvara	5
InnovationsKapital	Bure, CTH		uppstart	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT mjukvara Bioteknologi	24

Litorina Kapital	Harold Kaiser, Jan Lindgren, Jörgen		expansion, ersättningskap,		11
Nordic Capital	Robert Andreen, Morgan Olsson,	privat	utköp	diverse	14
Nordico Equity	Jan Ohlsson, Per Hallberg, Jan Samuelson, Niklas Sloutski, Jerker Sundström,	privat	expansion		20
Odlander, Fredrikson & Co AB	Björn Odlander, Peder Fredrikson Magnus Persson, Staffan Lindstrand, Anki Forsberg, Per Samuelsson, Johan	privat	sådd, uppstart, expansion	Bioteknik Medicinsk teknik Läkemedel	52
POD Holding AB	Eric Douglas, Peter S Lawrence, Tom Nyman, Johan Pontin	privat	expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Data/IT mjukvara	6
Scandinavian Life	6:e AP-fonden,		uppstart	Bioteknologi	23
Scope Capital Advisory AB	Andreas Ossmark, Fredrik Owesson, Anders Rundgren, Mikael Kamras	privat	sådd, uppstart	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation övrigt Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara	3
Servisen Investment	Anders Lönnqvist	privat	uppstart	diverse	43
Springboard Capital AB	Gunnar Bergvall, Ulf Sandmark, Henrik Vilselius, Lars Widell	privat	uppstart	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara	7
Karolinska Investment Fund	Alecta 6:e AP-fonden, AFA, Knut and Alice Wallenberg Foundation, och Medicinska		uppstart	Bioteknologi Sjukvård Medicinteknik Läkemedel	12

Koncernägda med samma branschfokus som koncernen

Företagsnamn	Ägande	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
Ericsson Business Innovation AB	Ericsson	koncern		Mobilt Internet och Bredbandskommunikation	13
Gambro Strategic Development	Gambro	koncern	uppstart, expansion	Bioteknologi Sjukvård Medicinteknik Läkemedel	3

SEB Strategic Investments	SEB	koncern		Internet teknologi Kommunikation Data/IT mjukvara Data/IT tjänster	13
Skandia Innovation AB	Skandia	koncern	uppstart		
Telia Business Innovation AB	Telia	koncern	sådd, uppstart	Telekommunikation hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Data/IT tjänster	15
Telia Mobile	Telia	koncern	sådd, uppstart	Internet-teknologi Kommunikation Data/IT tjänster Konsumentinriktad handel Industriella produkter och tjänster Industriell automation Finansiella tjänster	8
Volvo Technology Transfer AB	Volvo	koncern	uppstart	Teknologier och tjänster inom områden med relevans för Volvogrupper	17

Koncernägda utan branschfokus

Företagsnamn	Ägare	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
Aros Technology Partner AB	Amymone, Deva Invest AG, Länsförsäkringar Bergslagen		uppstart	Internet teknologi Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Elektronik Industriella produkter och tjänster Industriell automation	5
b-business partners	ABB,SEB,SKF, STORAENSO	diverse koncerner	expansion	business-to-business teknologier	10
CR&T Knopfabriken	Bure	koncern	uppstart, expansion, ersättningskap, utköp	Teknisk innovation eller applikationer som använder sig av ny teknik	6
CR&T Ventures	Bure	koncern	sådd, uppstart, expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Elektronik Halvledarteknik	4
EQT Partners AB	Investor	koncern	utköp	diverse	30
Investor Growth Capital	Investor	koncern		IT och medicin/medicinsk teknik	70
Mobile Garden AB	Skandia liv	koncern	sådd	Telekommunikation Hårdvara Internet-teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Elektronik Halvledarteknik	4
Novax AB	Axel Johnson AB	koncern	expansion, ersättningskap	Konsumentinriktad handel Övrigt konsumentinriktad Övriga tjänster	5

SEB Acquisition Finance	SEB	koncern	utköp	Sjukvård Medicinteknik Industriella produkter och tjänster Kemi och material	18
SEB Företagsinvest	SEB	koncern	utköp	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation övrigt Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Elektronik Halvledarteknik	34
Siemens Mobile Acceleration	Siemens	koncern	sådd	Telekommunikation Hårdvara Kommunikation	5
Sirius International	ABB	koncern	utköp		
STC Venture Capital AB	STC Interfinans AB		uppstart, expansion	Telekommunikation Hårdvara Elektronik Halvledarteknik Bioteknologi Medicinteknik Läkemedel Energi	10
Telia Pensionsstiftelse	Telia	koncern			4
A H Småföretagsinvest AB	Aldano	koncern	sådd	diverse	20
Fylkinvest AB	Aldano	koncern	expansion	oberoende av bransch	15
Startupfactory AB	Partners, Investor, Carnegie, Softbank	koncern	sådd, uppstart	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Kommunikation Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Elektronik Halvledarteknik	13
Sätilla Holding	Sätilla AB	koncern	sådd, uppstart, expansion, utköp		15

Offentligt ägda bolag

Företagsnamn	Ägare	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
AC Invest AB	Västerbottens landsting, västerbottens handelskammare		uppstart	diverse kategorier	12
AFA Försäkring	Svenskt näringsliv, LO				
Amplico Kapital AB	Ackordscentralen	statligt	ersättningskap, utköp	diverse kategorier	3
Andra AP-fonden		statligt		diverse	
Chalmersinvest	Chalmers Tekniska Högskola		sådd		22
Emano AB	Industrifonden, Norrlandsfonden, Teknikbrostiftelserna i Umeå & Luleå	offentligt	expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet-teknologi Data/IT mjukvara Elektronik Bioteknologi Kemi och material	12

Industrifonden		statligt	uppstart	Kommunikation Hårdvara Internet teknologi Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Elektronik Halvledarteknik Bioteknologi Medicinteknik Läkemedel Kemi och material Byggindustri	300
Innoventus AB	Uppsala Uni, SLU	statligt	uppstart	Bioteknik Medicinsk teknik Läkemedel	2
Sjätte AP-fonden		offentligt			350
Stiftelsen Chalmers Innovation	Sten A Olssons Stiftelse för Forskning		sådd	diverse	19
Swedfund International AB	staten			Investeringar i Afrika, Asien, Latinamerika samt i Central- och Östeuropa.	67
Söderhamn Invest AB	Industrifonden 33,3%, Emano 25%,	offentligt	expansion		10
TeknoSeed AB	Teknikrostiftelsen i Lund	offentligt	sådd	Telekommunikation Hårdvara Internet-teknologi Kommunikation Data/IT Hårdvara Data/IT mjukvara Elektronik Halvledarteknik Bioteknologi Sjukvård Medicinteknik Läkemedel Kemi och material	16
Tredje AP-fonden		offentligt			
Z-INVEST AB	Stiftelsen för Näringslivet i Jämtland & Härjedalen, 6:e AP- fonden. Aktiva Jämtland & Härjedalen AB (15 %).	offentligt	expansion	Internet teknologi, Industriella produkter och tjänster	7
Start Invest AB	Almi	offentligt	uppstart		6
Norrlandsfonden		offentligt	expansion	Telekommunikation hårdvara Internet teknologi Kommunikation övrigt Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Elektronik Halvledarteknik Bioteknologi Medicinteknik Läkemedel Energi	440

Privata bolag

Företagsnamn	Ägare	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
AB Lipac	Hede Development, Per Hedeback	privat	uppstart		7
Ahlström & Partners	Jan Ahlström	privat	expansion		14
Amymone AB	Per Vannesjö m fl	privat	expansion	Internet teknologi Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Industriella produkter och tjänster	7
Centrecourt AB	Tomas Flinck och Gunnar Säll	privat	sådd, uppstart	Teknologi och Medicinsk teknik	20
CIMON Investment Managers AB	Per-Anders Johansson, Björn Littorin, Bengt Bengtsson, Åke Matton	privat	sådd	Kommunikation Data/IT mjukvara Elektronik Bioteknologi Sjukvård Medicinteknik Läkemedel	10
CIMON Medical AB	Per-Anders Johansson, Björn Littorin, Bengt Bengtsson.	privat	sådd	Bioteknologi Sjukvård Medicinteknik Läkemedel	7
Cognition AB	Christen Ager-	privat	uppstart, utköp	Teknik, Media,	
Emerging Technologies ET AB	Kjell Spångberg	privat	expansion	främst inom IT-	9
Ernström Kapitalpartner AB	familjen Hobohm	privat	expansion, utköp	Avvaktande till de branscher som haussas för dagen.	5
Framtidskapital AB	Thorleif Hageberg, Boris Claesson, Peter	privat	uppstart	Elektronik Industriella produkter och tjänster	2
Investment AB Spiltan	Per H Börjesson 20%	privat	sådd, ersättningskap, utköp	diverse	40
ITbuilder	Dennis Bergström	privat	uppstart	Internet teknologi Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara Data/IT tjänster	6
ITP	Peter Lindell, Staffan Persson, Maria Horelli-Rosenlew, Johan Lindgren	privat	expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet-teknologi Kommunikation Data/IT Data/IT mjukvara Data/IT tjänster	13
Konceptkapital AB	Jörgen Wigh, Pär-Jörgen Pärson	privat	uppstart	Internet-teknologi Kommunikation Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Finansiella tjänster	3

LinkMed AB	100-tal aktieägare, mest privatpersoner, men även företag på och utanför		uppstart	Bioteknologi Medicinsk teknik Läkemedel	8
Maxus Capital AB	Markus Wahlbäck	privat	expansion	Telekommunikationer Internet teknologi Kommunikation Data/IT mjukvara Data/IT tjänster Handel Finansiella tjänster	15
Minvest AB	Lars Marmstedt	privat	expansion	mindre tillväxtbolag	10
Nordic Wireless AB	Magnus Nilsson, Peter Blom, Björn	privat	sådd	Mobil kommunikation och mobilt Internet	6
Nordstjernen	Antonia Ax:son Johnson, Viveca Ax:son Johnson	privat	expansion, ersättningskap, utköp	diverse	3
Nordstjernen Ventures	Antonia Ax:son Johnson, Viveca Ax:son Johnson	privat	uppstart, expansion	Hårdvara Elektronik Halvledarteknik Energi Industriella produkter och tjänster Kemi och material Industriell automation Transporter Byggindustri	2
Norvenco AB	Johan af Klint	privat	uppstart, expansion	Bioteknik Informationsteknik Miljöteknik	3
Nostrum Ventures	Jonas T Bengtsson	privat	sådd		2
Nybroviken Ventures	Anders Åhlström, Per Gunnarsson, Magnus Wahlbäck, Thomas Schanning m fl	privat	uppstart	Internet-teknologi Kommunikation Data/IT Mjukvara Data/IT tjänster Bioteknologi Finansiella tjänster	5
Real Venture Group	Kjell-Håkan Närfelt, Johan Ljungberg, Carlo Pompili,	privat	sådd	Telekommunikation Hårdvara Kommunikation	4
Scandi-Latin Corporate Finance AB	Carl Erik Hirsch, Niclas Sontagh	privat		TIME sektorn men även i Bio/Medi-tech.	10
SkyVentures AB	Patrick Svensk, Patrik Lindehag, Tor Jørgensborg	privat	uppstart	Interaktiva media och digital-TV	6
Söderlind & Co AB	fam Söderlind	privat	expansion	diverse	3
T-Bolaget AB	fam Wingstrand	privat	sådd, uppstart, expansion	datakommunikation, telekom	45
Tectelos AB	Ägs av ett investmentbolag från Luxemburg.	privat	uppstart	Bioteknologi Sjukvård Medicinsk teknik	4

Ventech AB	Ägs av nio personer	privat	sådd	Telekommunikation Internet-teknologi Hårdvara Elektronik Halvledarteknik	4
Ventshare Management AB	Cecilia Geijer-Haeggström, Lars Linder-Aronson	privat	expansion, ersättningskap, utköp	Internet teknologi Data/IT tjänster Konsumentinriktad handel Konsumentinriktat inom media & entertainment	
Wikow Invest AB	Lars Wikander	privat		IT, Datacom, medicin respektive medicinsk teknik	30
Virtual Business House AB	Sebastian Merlöv, Dan Olofsson, Mats BC Olsson	privat	sådd	Telekommunikation Hårdvara Internet teknologi Data/IT hårdvara Data/IT mjukvara	4
Y3K International AB	Karl-Johan von Heland, Bo Rehn, Ulf Löwenhav,	privat		Tillväxtbolag	10
Zodiak Venture Capital, Brummer & Partners	Patrik Brummer, Svante Elfving, Kent Janér, Per Josefsson, Kim	privat		Kommunikation Data/IT Mjukvara Halvledarteknik	9
LinkTech AB	Gustaf Douglas 14,7%, Fast	privat	expansion	Högteknologiskt inriktade bolag	6

Mix av olika ägarkategorier

Företagsnamn	Ägare	Typ	Prioriterade faser	Branscher	Antal portföljbolag
Aldano AB	31 privata investerare 56%, industrifonden 44%	privat, statligt	expansion	Telekommunikation Hårdvara Internet-teknologi Data/IT hårdvara Data/IT tjänster Elektronik Halvledarteknik	5
Arbustum Invest AB	Industrifonden 50%, Volvo Aero 33%, Bofors 17%	statligt, koncern	expansion	diverse	6
Creandum AB	6:e AP-fonden, Skandia Liv	statligt, koncern	sådd, uppstart		0
Malmöhus Invest AB	52% av en grupp privata investerare och 48% av Industrifonden.	privat, statligt	uppstart	Telekommunikation Hårdvara Data/IT hårdvara Elektronik Medicinteknik Industriella produkter och tjänster Kemi och material	14
Skandia Investment	Skandia 60 %, 4:e AP-fonden, Handelsbanken Liv, ICA och Orkla, 10 % var.		expansion		25

Bilaga 2, Intervjuunderlag

Dessa frågor användes som bas för våra telefonintervjuer. Frågorna anpassades dock så att de passade respektive företag.

Allmänna

- Hur ser er ägarbild ut?
- Är ägarna inblandade i varje investeringsbeslut? På vilket sätt? I vilken omfattning?
- Om inte, styr ägarna på något annat sätt investeringarnas inriktning?
- Har ägarna representanter i er bolagsstyrelse?
- Har ägarna representanter i portföljbolagens styrelser?
- Finns det någon form av rapportering och i så fall, hur?
- Finns någon preferens vad gäller bransch och investeringsfas eller är det enbart investeringens potential som styr?
- Hur skulle ni vilja beskriva ert förhållande till ägarna?
- På vilket sätt tror ni att era ägare skiljer sig i sitt agerande från andra ägare inom samma ägarkategori?
- På vilket sätt tror ni att ägare i er ägarkategori skiljer sig i sitt agerande från ägare inom andra ägarkategorier?
- Vad har ni för riktlinjer från ägarna vad gäller storlek på varje enskild investering?

Fondförvaltare

- Vem väljer fondens inriktning, investerarna eller ägarna?
- Varför tror ni fondförvaltare i mindre utsträckning än andra venture capital-bolag prioriterar såddfasen?

Börsnoterade

- Hur många ägare är representerade i styrelsen och hur stora aktieposter har de?

Offentligt ägda

- Är det endast vinstpotential som styr investeringsbesluten eller tar ni även samhällspolitiska hänsyn? (glesbygds-, miljöaspekter etc.)

Koncernägda utan branschfokus

- Varför satsar ni i bolag utanför koncernens verksamhetsområde?
- Vi har observerat att koncernägda bolag i större utsträckning än andra prioriterar utköp, vad tror ni detta beror på?

Koncernägda med samma branschfokus som koncernen

- Varför satsar ni endast på bolag inom koncernens nuvarande verksamhetsområde?
- Vi har observerat att koncernägda bolag med samma verksamhetsinriktning som koncernen i större utsträckning än andra, prioriterar expansionsfasen, vad tror ni detta beror på?