

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>3</b>
1.1. VAD ÄR VENTURE CAPITAL? .....	3
1.2. HISTORISK UTVECKLING .....	3
1.3. PROBLEMBAKGRUND .....	4
1.4. SYFTE.....	4
1.5. AVGRÄNSNINGAR .....	4
1.6. DISPOSITION.....	5
<b>2. METOD</b> .....	<b>6</b>
2.1. INLEDNING .....	6
2.2. ENKÄTEN .....	7
2.2.1. Enkätens utformning.....	7
2.3. URVAL – POPULATION .....	7
2.4. SVARSFREKVENNS.....	8
2.5. RELIABILITET OCH VALIDITET.....	9
2.6. ANALYS OCH SAMMANSTÄLLNING AV ENKÄTSVAREN .....	9
2.7. BORTFALLSANALYS .....	10
2.8. METODREFLEKTIONER .....	10
<b>3. VENTURE-CAPITAL</b> .....	<b>11</b>
3.1. VENTURE CAPITAL MARKNADEN IDAG .....	11
3.2. BEGREPPET VENTURE CAPITAL .....	12
3.3. ORGANISATIONSFORMER .....	13
3.4. INVESTERINGSSTRATEGIER .....	14
3.5. SYNDIKERING.....	15
3.6. VÅRA HYPOTESER .....	15
<b>4. RESULTAT AV ENKÄTFRÅGORNA</b> .....	<b>17</b>
4.1. DEL 1. FÖRETAGSBAKGRUND .....	17
4.1.1. Fråga 1: "Hur finansierar Ert företag sina investeringsfonder?" .....	17
4.1.2. Fråga 2: "Hur många "investment managers" arbetar på Ert företag?" .....	17
4.1.3. Fråga 3: "Vilken investeringsstorlek föredrar Ert företag?" .....	17
4.1.4. Fråga 4: "Vilken är den maximala investering Ert företag är beredd att göra?" .....	18
4.1.5. Fråga 5: "Hur många investeringar innehåller Ert företags nuvarande portfölj?" .....	18
4.1.6. Fråga 6: "Hur många år har Ert företag varit verksamt?" .....	18
4.1.7. Fråga 7: "I vilken utsträckning anser du att Ert företag är specialiserat inom?" .....	18
4.1.8. Fråga 8: "I vilken utsträckning har Ert företag varit, och i vilken utsträckning är det, verksamt i privata syndikatinvesteringar?" .....	19
4.1.9. Fråga 9: "Ange vilken ungefärlig andel av ert företags investeringar som görs genom syndikat?" ..	19
4.1.10. Fråga 10: "Ange den ungefärliga andel av era syndikatsinvesteringar där Ert företag fungerar som lead investor respektive non-lead investor?" .....	20
4.2. DEL 2. MOTIV FÖR ATT BILDA SYNDIKAT.....	21
4.2.1. Fråga 11: "Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att investera genom syndikat?" .....	21
4.2.2. Fråga 12: "Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att INTE syndikatinvestera?" .....	22
4.2.3. Fråga 13: Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att gå med i ett syndikat som "NON-LEAD INVESTOR"?" .....	23
4.3. DEL 3. KRITERIER FÖR VAL AV SYNDIKERINGSPARTNER.....	24
4.3.1. Fråga 14. "Hur viktiga är följande faktorer, när Ni fungerar som LEAD INVESTOR, för Ert val av Syndikeringspartner?" .....	24
4.3.2 Fråga 15 - "Hur viktiga är följande faktorer för Ert val av att gå med i ett syndikat som NON-LEAD INVESTOR?" .....	26
4.4. DEL 4. INVESTERINGSAVTAL INOM SYNDIKAT .....	27
4.4.1. Fråga 16 – "Till vilken grad instämmer du i följande påståenden" .....	27
4.4.2. Fråga 17 – "I vilken utsträckning innefattas följande faktorer i det investeringsavtal som träffas mellan de olika medlemmarna i ett syndikat?" .....	27
4.5. DEL 5. LEDNING AV SYNDIKAT .....	28

4.5.1. Fråga 18: "Till vilken grad instämmer du i följande påståenden?" .....	29
4.5.2. Fråga 19: Till vilken grad instämmer du i följande påståenden angående beslutsfattandet inom ett syndikat rörande investeringsförvaltning?.....	30
4.6. DEL 6. ROLLERNA SOM "LEAD INVESTOR" OCH "NON-LEAD INVESTOR I SYNDIKAT .....	31
4.6.1. Fråga 20: "Vid förvaltning av investeringar genom syndikat, vad är skillnaden mellan rollen som "lead investor" och "non-lead investor" ?" .....	31
<b>5. ANALYS .....</b>	<b>32</b>
5.1. HYPOTESFÖRKLARINGAR .....	32
5.2. HYPOTESPRÖVNING .....	34
5.2.1. Hypotes 1: "Vi antar att den främsta orsaken hos våra respondenter till att göra syndikatsinvesteringar karaktäriseras av att investeringen innebär en hög risk" .....	34
5.2.2. Hypotes 2: "Vi antar att de främsta motiven till att inta ställningen som en non-lead investor i ett syndikat är för att skaffa erfarenhet inom; bransch, investeringsfaser eller region där man känner att en lead investor har större erfarenhet" .....	37
5.2.3. Hypotes 3: "Vi antar att storleken på företaget påverkar rollen man intar i ett syndikat" .....	38
5.2.4. Hypotes 4: "Vi antar att det främsta motivet (kriteriet) för att välja en syndikeringspartner är dennes förmåga att välja bra investeringar" .....	40
5.2.5. Hypotes 5: "Vi antar att det är en allmän åsikt hos våra respondenter att lead investor och non-lead investors har olika stora aktieinnehav. " .....	41
"Vi antar vidare att lead investor har ett större aktieinnehav i investeringen än non-lead investors var för sig." .....	41
5.2.6. Hypotes 6: "Vi antar att våra respondenter anser att det är svårare att samordna verksamheten och mer tidskrävande inom ett syndikat än om man beslutar att investera ensam" .....	43
5.2.7. Hypotes 7: "Vi antar att en allmän åsikt hos våra respondenter är att det finns en skillnad i beslutsfattandet inom ett syndikat mellan lead och non-lead investors" .....	44
5.2.8. Hypotes 8: "Vi antar att den allmänna åsikten är att lead investors har en mer aktiv roll i förvaltningen av investeringen och i kontakten med portföljföretaget än non-lead investors" .....	46
<b>6. SUMMERING OCH SLUTSATSER .....</b>	<b>49</b>
6.1. SLUTSATSER AV MOTIV TILL SYNDIKAT .....	49
6.2. ROLLERNA I ETT SYNDIKAT.....	50
<b>7. KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>52</b>

**Bilaga 1:** Den svensköversatta enkäten med ifyllda svarsfrekvenser

**Bilaga 2:** Frekvenser som ej kunde fyllas i enkäten

**Bilaga 3:** Den engelska originalenkäten

**Bilaga 4:** Följebrev till enkätutskick, samt enkätpåminnelse.

# 1. Inledning

## 1.1. Vad är Venture Capital?

Venture Capital som begrepp är relativt nytt i Sverige. Som så mycket annat inom det finansiella området kommer Venture Capital som investeringsform från USA, där det funnits sedan 50-talet.

Venture Capital är investeringar i företag som inte är noterade på en publik lista (dvs. börs eller annan marknadsplats) med en viss utvecklingspotential. Huvuddelen av VC (som vi i fortsättningen kommer att benämna venture capital) investeringen utgörs i allmänhet av eget kapital vilket således innebär att investeraren har möjlighet att bli en delägare i företaget. Även om huvuddelen av en VC investering utgörs av eget kapital, är det vanligt att vissa mellanformer mellan eget och främmande kapital (mellankapital) förekommer, t.ex. konvertibla lån. VC består inte enbart av en kapitalinsats, utan även att VC företaget tar ett aktivt ägarengagemang. Det handlar ofta om ett tidsperspektiv på 5-10 år som VC företaget är verksam i portföljföretaget. Anledningen till att målbolaget kallas för just portföljföretag är att VC företag brukar sprida sina risker i en portfölj av investeringar. Kombinationen av portföljföretagets förutsättningar och VC företagens kapital och kompetens skall förhoppningsvis leda till att portföljföretagets fulla utvecklingspotential tas till vara. När önskad utveckling uppnåtts mellan VC företag och portföljföretag, realiserar VC företaget sin investering (VC företagens sk. exit). Vid investeringar i små tillväxtföretag består i stort sett hela utdelningen av den reavinst som görs vid exit. Någon annan utdelning brukar inte förekomma, då eventuella överskott måste användas till fortsatt tillväxt.

## 1.2. Historisk utveckling

De senaste åren har marknaden för Venture Capital ökat kraftigt i Sverige. I dagsläget finns 155 aktiva företagsmedlemmar i SVCA (Svenska Riskkapitalföreningen). Det finns ytterligare 95 associerade företagsmedlemmar och ca 125 individuella medlemmar.<sup>1</sup>

I Sverige togs ett första steg mot en VC industri under andra hälften av 1970-talet. Detta skedde genom statliga insatser i ett antal regionala fonder. I och med bildandet av OTC-listan i Sverige 1982 och den samtidiga börsuppgången under första hälften av detta årtionde, kom den första verkliga vågen av VC i Sverige. Ett 30-tal företag och ett antal statliga fonder bildades då. Genom börsnedgången och fokuseringen inom svenskt näringsliv på fastighetsbranschen under andra hälften av 80-talet, kom intresset för VC att svalna något.

Under 1990-talet såg branschen ytterligare en uppgång. Sparandet ökade, börsen gick upp igen och man etablerade också fler pensionsfonder till VC. Många nya entreprenörer och företagsledare fick ekonomiska möjligheter att investera i tillväxtföretag och dessa intressenter bildade nätverk för VC investeringar.

Något som också stimulerade VC branschen var att nya EXIT-möjligheter skapades. Det som stimulerade dessa var ovan nämnda börsuppgång, samt att nya börslistor introducerades och ett ökat intresse från utländska företag att köpa upp svenska potentiella framgångsföretag.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Svenska Riskkapitalföreningen, Medlemsmatrikel (2001-2002), s. 1.

<sup>2</sup> a.a. s. 14.

### 1.3. Problembakgrund

Vi ser i dagsläget att utsträckningen av syndikatsinvesteringar mellan VC företag tenderar att öka. Under 2:a kvartalet 2001 gjordes 63% av antalet investeringar tillsammans med andra företag, och under 3:kvartalet ökade denna siffra till hela 70 %.<sup>3</sup>

Enligt vår åsikt kan syndikatsinvesteringar ske av ett antal orsaker. En av dessa kan vara ett medel att sprida sina risker genom att dela riskbördan mellan de inblandade företagen. Det kan också vara för att öka kompetensen i stort inom och mellan företagen. Ett företag kan ju ha större kompetens inom en viss bransch än de andra och kan genom denna generera ett större mervärde av investeringen, vilket de andra företagen kan dra nytta av.

Man kan också tänka sig att kompetensen bidrar till en effektivare lokalisering, utvärdering och val av ett potentiellt portföljföretag. Den gemensamma kompetensen inom ett syndikat skulle också kunna effektivisera övervakningen av de aktuella portföljföretagen.

Om vi nu ser en ökning av syndikatsinvesteringar i Sverige, så är en intressant fråga varför denna ökning sker. Vilka är de faktorer som motiverar ett syndikat och vilka av dem är viktigast i dagsläget?

Vi har på senare tid sett en dramatisk börsnedgång främst inom de marknadssegment som VC företag traditionellt inriktat sig på, dvs entreprenörer i en tillväxtbransch som t.ex. IT. Kan det nu vara så att tillvaron återigen blivit så otrygg på marknaden i Sverige att det mer och mer lönar sig att bilda syndikat för att dela en eventuell riskbörda? Är riskspridningen viktigast eller kan det vara så att det är kompetensen att välja rätt portföljföretag som är den avgörande faktorn. Det var bl.a. dessa frågor som väckte vårt intresse att skriva en uppsats inom ämnet Venture Capital.

### 1.4. Syfte

Vi har som grund för vårt arbete formulerat 8 olika hypoteser. Dessa baseras på våra egna tankar och idéer rörande potentiella svar på vår enkät, samt på historiska data och litteratur inom ämnet.

Vi vill genom dessa hypoteser försöka förklara och beskriva viktiga orsaker som ligger till grund för syndikatsbildning. Vi vill även beskriva och förklara hur rollfördelningen inom ett syndikat motiveras och uppfattas av våra respondenter. Detta resulterar i att vi kommer att försöka beskriva vad det innebär att vara lead och non-lead investors i ett syndikat.

### 1.5. Avgränsningar

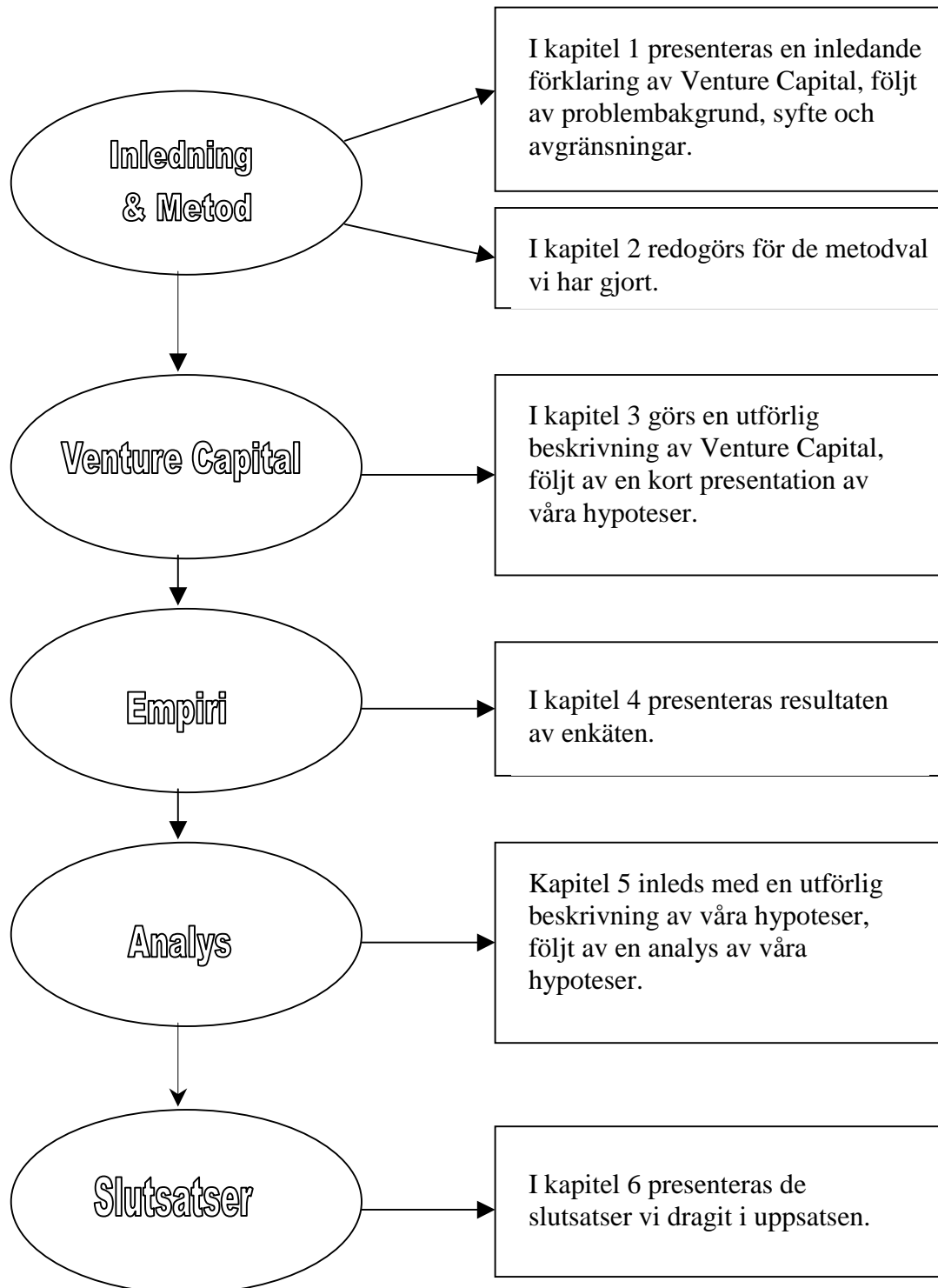
Vi har valt att begränsa vår undersökning till enbart svenska Venture Capital bolag. Vi kommer inte heller att undersöka de informella riskkapitalisterna, dvs affärsänglar. Vidare har vi valt att endast göra en kvantitativ undersökning, eftersom en kompletterande kvalitativ undersökning skulle ta alldeles för mycket tid i anspråk.

Själva enkäten i sig, kan enligt vår åsikt, anses vara en avgränsning. Denna är utarbetad i förhand, så därför har utrymme inte givits oss att komplettera denna med ytterligare frågor.

---

<sup>3</sup> NUTEK, SVCA & CMA, Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001, s. 13.

## 1.6. Disposition



## 2. Metod

### 2.1. Inledning

Innan arbetet med insamling av information påbörjas är det viktigt att man vet hur man skall samla in informationen. Valet står då i stort mellan kvantitativ metod, kvalitativ metod eller en kombination av dessa.

Syftet med både en kvalitativ metod och en kvantitativ metod är att ge en bättre förståelse över det område man har valt att studera. Den största skillnaden ligger i att man med en kvantitativ metod omvandlar information till siffror och mängder, för att sedan utföra statistiska analyser på detta. Kvalitativa metoder bygger på forskarens uppfattning eller tolkning av information som ej bör eller kan omvandlas till siffror.<sup>4</sup>

En kvantitativ metod lämpar sig bäst när man vill ge en god avspiegling av en större population. En kvantitativ metod går på bredden, och man kan med denna information göra statistiska generaliseringar. Detta innebär att man med viss säkerhet kan uttala sig om uppfattningar och åsikter hos alla de enheter som ingår i undersökningen.<sup>5</sup>

Sättet att samla information skiljer sig också mellan kvalitativ och kvantitativ undersökning. När man gör en kvalitativ undersökning är nyckelordet närhet, och i en kvantitativ är nyckelorden avstånd och urval.

Då vår population bestod av 167 företag ter sig valet av en kvantitativ metod självklart. I vårt arbete använde vi oss enbart av en kvantitativ undersökning i form av brevutskick av en enkät. Detta var för oss den enda möjligheten, då vi arbetat med en färdig enkät.

Redan innan vi påbörjade arbetet med själva undersökningen försökte vi identifiera de metoder som vi trodde att vi skulle kunna komma att använda oss av. Detta för att hitta generella svagheter i en kvantitativ metod av den typ vi väl kom att arbeta med. På så sätt hoppades vi att i högsta möjliga mån kunna säkra att vi skulle begå så få misstag som möjligt och att resultatet skulle bli så pålitligt och relevant som möjligt.

De metodval som vi på förhand identifierade var i stora drag;

- Identifiering och urval av population.
- Hur vi skulle säkra en tillfredsställande svarsfrekvens.
- Hur vi kunde påverka reliabilitet och validitet i de svar som gavs och i de resultat vi framställde.
- Metoder och hjälpmedel för att sammanställa informationen.
- Hur vi på ett korrekt sätt skulle tolka och analysera informationen.

Det första skedet av uppsatsen bestod i att formulera de hypoteser som vi ville pröva i uppsatsen. För att göra detta satte vi oss bl.a. ner och granskade enkäten, och försökte i så stor utsträckning som möjligt att identifiera den information som enkäten skulle kunna ge oss. Detta för att komma fram till vilka hypoteser vi skulle kunna besvara med hjälp av denna

---

<sup>4</sup> I.M. Holme & B.K. Solvang, Forskningsmetodik (1997), s .76.

<sup>5</sup> a.a. s .80.

information. Detta ansåg vi viktigt då det i efterhand inte kommer att vara möjligt att komplettera den information vi fått fram genom enkäten

## 2.2. Enkäten

Enkäten var på förhand utarbetad av The Centre for Management Buy-out Research vid University of Nottingham. Att vi kommit att arbeta med en redan färdig enkät innebar inte att vår metod redan på förhand var utstakad. Däremot innebar det vissa begränsningar i våra hypoteser och i våra möjligheter att påverka osäkra faktorer så som svarsfrekvens, validitet och reliabilitet.

### 2.2.1. Enkätens utformning

Enkäten innehåller 20 st. frågor. I inledningen av enkäterna ställs frågor av mer generell art, som t ex *”Hur många ”investment managers” arbetar på Ert företag?”*. Dessa inledande frågor är av öppen karaktär, dvs. det finns inga givna svarsalternativ.

Huvuddelen av frågorna är dock av karaktären stängda frågor, där var och en av frågorna innehåller fem olika svarsalternativ, och alternativen utgör en skala från 1-5 där 1 innebär ”i hög grad” och 5 ”inte alls”. Enkäten ger även möjlighet att utöver dessa svarsalternativ, att på vissa av frågorna ange ytterligare faktorer som ligger till grund för att respondenten svarat på det ena eller det andra sättet.

De möjliga svagheterna vi identifierat i denna enkät är att den är relativt omfattande och således kommer att ta viss tid i anspråk av respondenterna. Dessutom anser vi att en skala på 1-6 vore ett bättre alternativ, då detta skulle utesluta möjligheten för respondenterna att välja att inte ta ställning till frågan genom att välja mitten alternativet (i detta fallet alternativ 3). Ytterligare en svaghet som vi sett i enkäten är att skalan på svarsalternativen är omvänd mot vad vi anser vara naturligt i Sverige. Alternativ 1 i enkäten motsvarar alltså ”väldigt viktigt” och alternativ 5 motsvarar ”inte viktigt alls”. Detta anser vi vara en faktor som skulle kunna innebära att respondenterna avgett fel svar. Vi har dock inte haft någon möjlighet att komma ifrån denna ”riskfaktor” eftersom vi inte utarbetat enkäten själva, och inte heller haft befogenhet att ändra något i den.

## 2.3. Urval – Population

När frågeställningarna och hypoteserna stod klara för oss kom vi till valet av de företag som skulle utgöra populationen i vår undersökning.

Till vår hjälp här använde vi oss av ett antal databaser innehållande registrerade VC företag. De databaser vi använde oss av var;

- NUTEK
- SVCA
- INDUSTRIFONDEN
- Register utarbetat i samband med magisteruppsats vid Högskolan i Halmstad.

Genom att matcha ovan nämnda databaser mot varandra och på så sätt få fram alla företag som fanns presenterade i dessa, skapade vi en egen databas över VC företag (tilläggas skall dock att det i dessa databaser fanns ett litet antal företag med säte utanför Sverige, vilka vi

valt att inte ha med i undersökningen, då vi begränsat oss till att undersöka enbart VC företag med säte i Sverige).

Arbetet med att matcha ovan nämnda databaser mot varandra mynnade ut i att vår empiriska population bestod av 167 VC företag med säte inom Sveriges gränser.

Den undersökta populationen kom i vårt fall att vara den samma som den empiriska, dvs. vi skickade ut enkäten till samtliga 167 VC företag som vi fann i Sverige. Anledningen till detta var att vi ansåg att vår totala population på 167 företag låg inom gränsen för hur många företag vi kunde klara av att arbeta med. Dessutom ansåg vi att vi kunde undvika risken att begå misstag under urvalsprocessen av företag, dvs. vi riskerade inte att genom misstag undersöka en population som inte var representativ för den totala empiriska populationen.

## 2.4. Svarsfrekvens

Nästa steg i arbetet innan vi skickade ut enkäten bestod i att möjliggöra en så hög svarsfrekvens som möjligt. Vi har lagt stor vikt vid att göra allt vi kunnat för att få en så hög svarsfrekvens som möjligt. Svarsfrekvensen i en survey-undersökning är väldigt betydande, då det påverkar giltigheten i de samband vi finner i analysen.

Då vi arbetade med en enkät som vi själva inte utarbetat, var våra möjligheter att påverka denna ringa. Vi har dock under granskningen av enkäten kommit fram till att den innehåller möjligheter till anonymitet, vilket är viktigt för att höja svarsfrekvensen. Vår uppfattning är att många företag är väldigt måna om att förbli anonyma i den här typen av undersökningar. Möjligheten till anonymitet tror vi alltså har påverkat svarsfrekvensen positivt.

Det största hotet mot en hög svarsfrekvens som vi identifierade var att enkäten är relativt omfattande och alltså kom att ta en del tid i anspråk av respondenterna. Dessutom var enkäten ursprungligen utformad på engelska, vilket möjligtvis skulle kunna vara negativt för respondenterna (med tidsaspekten i åtanke), eftersom vi enbart kontaktade företag med säte i Sverige. Detta problem löste vi genom att översätta enkäten från engelska till svenska. Denna översättning granskades senare av språkgranskaren Gullvi Nilsson. Först efter granskningen och godkännande var enkäten klar att skickas ut till de företag vi identifierat.

För att ytterligare försöka höja svarsfrekvensen tog vi, via telefon, kontakt med var och en av respondenterna på förhand (innan enkäten skickades ut) och informerade dessa om vilken typ av frågor enkäten innehöll, vad det var tänkt att enkäten skulle användas till och informerade respondenterna om att de kommer att få enkäten skickad till sig inom en snar framtid. På så sätt hoppades vi att respondenterna kunde avsätta tid på förhand åt att medverka i undersökningen. Dessutom ansåg vi att denna ”personliga kontakt” i sig kunde bidra till att öka svarsfrekvensen.

Vi ansåg det även viktigt att erbjuda respondenterna att få ta del av det slutliga resultatet, så att vi kunde locka respondenterna med något i utbyte mot att de tog sig tid att svara på enkäten, och på så sätt höja viljan att medverka i undersökningen. Det visade sig dock att bara en del av respondenterna ville ha det slutgiltiga resultatet skickat till sig.

Då det visade sig att svarsfrekvensen inte var riktigt så hög som vi hoppats på efter det första utskicket, skickade vi även ut en påminnelse till alla de företag som vi inte fått svar från.



Dessvärre hade vi ingen möjlighet att påverka tidpunkten när detta andra utskick gjordes, och olyckligtvis kom det att ske endast ett par dagar före julhelgen. Detta visade sig vara en dålig tid för att göra enkätutskick. Detta andra utskick resulterade endast i ett nytt svar.

Vår slutgiltiga svarsfrekvens kom att ligga på 32,3%. Detta trots att vi gjorde en kompletterande telefonpåminnelse efter att det datum gått ut som vi angav som sista svarsdag i enkäten. Av utskickade 167 enkäter fick vi in 54 svar.

## 2.5. Reliabilitet och validitet

För att påverka reliabiliteten (pålitligheten) och validiteten (giltigheten) i undersökningen hade vi ingen möjlighet att göra detta genom att påverka enkätens utformning. Ett vanligt sätt för att påverka (eller åtminstone kontrollera) reliabiliteten i en undersökning av denna art skulle vara att göra ytterligare en undersökning parallellt och i efterhand granska och jämföra resultaten. Detta alternativ var dock uteslutet för oss p.g.a. resursbegränsningar. Det vi har kunnat göra för att öka reliabiliteten i svaren är (som vi ovan nämnt) översättningen från engelska till svenska, vilket vi hoppades kunna minska risken för att respondenterna feltolkade frågorna. I övrigt fick vi alltså förlita oss till att enkäten var så väl utformad att den gav oss hög reliabilitet i den information den gav oss. Vidare var en förutsättning att vi var ytterst noggranna när vi sammanställde informationen så att vi inte påverkade reliabiliteten negativt genom slarv.

Vad gäller validiteten i informationen, dvs. att vi fick ut den information vi ville åt, anser vi oss ha säkrat detta genom att vi på förhand granskat enkäten, och ställt upp våra hypoteser med utgångspunkt i denna. Detta kan möjligtvis ses som ett något annorlunda sätt att komma fram till de hypoteser vi vill besvara i uppsatsen, men då vi har fått en på förhand utarbetad enkät anser vi att detta är det enda sättet för oss.

## 2.6. Analys och sammanställning av enkätsvaren

När vi kom till sammanställningen av resultaten från enkäten använde vi oss av ett statistiskt dataprogram. Enkäten är utformad på ett sätt som gör att detta är det mest rimliga tillvägagångssättet. Utan hjälp av dataprogram skulle en sammanställning komma att ta för mycket tid i anspråk, och dessutom skulle resultaten vara svåröverskådliga. Risken för fel i sammanställningen ansåg vi också vara högre om vi skulle försöka göra detta utan datorns hjälp.

Vi har utnyttjat de möjligheter som finns vid Lunds Universitet vad gäller tillgång till dataprogram. Det program vi har använt oss av för att sammanställa och analysera informationen är SPSS for Windows.

Vi insåg även vikten av att vara ytterst noggranna under sammanställningsfasen då det kunde vara fullt möjligt att slarv i denna fas av arbetet kunde påverka våra slutsatser i uppsatsen.

Vi valde att presentera informationen på ett så enkelt sätt som möjligt. Detta dels p.g.a. att resultatet skall vara tolkningsbart för läsare som inte är statistiker och dels för att inte presentera ”överflödiga data”, dvs. data som vi själva inte begriper fullt ut. En enkel presentation anser vi även minska risken för att vi begår misstag (så som feltolkning) vid analysen.

## 2.7. Bortfallsanalys

Det visade sig alltså att av den ursprungliga populationen på 167 företag valde 54 stycken att svara på enkäten.

Av de 54 svar vi fick in kom 4 stycken att falla bort ur vår population på grund av att de själva inte anser sig vara ett VC företag.

En anledning till bortfall som vi anser vara möjlig för de som inte besvarat enkäten alls är enkätens namn och innehåll. Då enkäten hette "Syndikatsinvesteringar" kan detta enligt vår åsikt ha lett många respondenter som inte investerar genom syndikat att inte besvara enkäten. Något som styrker denna teori är andelen företag som investerar i syndikat i vår undersökning jämfört med samma siffra i NUTEKs undersökning. För tredje kvartalet 2001 är NUTEKs siffra för andelen syndikatinvesteringar 70%.<sup>6</sup> I vår undersökning uppgår denna siffra till att vara hela 90%.

Som vi ser är andelen företag som investerar i syndikat betydligt större i vår undersökning än i Nuteks, vilket vi tolkar som att många företag som inte syndikerar har valt att inte besvara vår enkät.

## 2.8. Metodreflektioner

Vad gäller tolkningen och analysen av den information vi kom fram till försökte vi ta i beaktande de vanligaste felen som görs i denna fas genom att ta hjälp av litteratur som behandlar detta ämne. Om vi kunde hålla dessa vanliga fel i bakhuvudet under tiden som vi jobbade med tolkings-/analysfasen, hoppades vi kunna minimera de fel som är vanligt förekommande.

Viktigt var t ex att vi granskade informationen kritiskt för att se om den överhuvudtaget verkade rimlig. Om inte fick vi gå igenom den igen och försöka hitta det möjliga felet i sammanställningen. Vidare ansåg vi det viktigt att försöka hitta så många samband som möjligt, och inte sluta oss till det första vi såg och tro att detta är det enda och det riktiga. Vi kom även att försöka hålla oss till att i första hand presentera de slutsatser vi kan dra som verkligen kan bevisas med vår sammanställda information, och inte bli alltför spekulativa i våra slutsatser. Ett vanligt förekommande fel att man drar felaktiga slutsatser (övertolkning) utifrån den information man sammanställt, på grund av att man blir alltför spekulativ och lägger egna värderingar till den givna informationen.<sup>7</sup>

Positivt vad gäller både reliabiliteten och validiteten i vår undersökning var att vi kom att arbeta med hela den empiriska populationen. Vi undgick alltså risken att inte få ett representativt urval från populationen, vilket skulle kunna bli fallet om vi valt att försöka begränsa oss till ett mindre antal tillfrågade företag (respondenter).

Ett fel som vi kom fram till, som nämnts tidigare, var skalan på frågorna. På många av frågorna betydde en 1:a t.ex. "instämmer helt" medan en 5:a betydde "instämmer inte alls". Detta ansåg vi kunna vara missvisande därför att många i Sverige tänker omvänt, dvs att en 5:a betyder t.ex. "Instämmer helt". Detta p.g.a. det tidigare svenska betygssystemet, som många har fast förankrat i minnet.

---

<sup>6</sup> NUTEK, SVCA & CMA, Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001, s. 13.

<sup>7</sup> I.M. Holme & B.K. Solvang, Forskningsmetodik (1997), s. 157.

## 3. Venture-Capital

### 3.1. Venture Capital marknaden idag

Den verkliga ökningen på Venture Capital marknaden har, som ovan nämnts, kommit under de senaste åren. Det finns idag 155 aktiva företagsmedlemmar inom SVCA. Detta är en drastisk ökning sedan 1998 då endast 55 medlemmar fanns registrerade. Denna ökning kan tänkas ha sin bakgrund i den överoptimism kring framtida vinster som IT-sektorn gav upphov till.

Något som är värt att notera är att informationsteknologisektorn utvecklats oberoende av den allmänna finansmarknadens upp och nedgångar. Även medicinsektorn är en bransch som utvecklats positivt. Trots att det i dagsläget blivit svårare att avyttra investeringar, dvs. göra exit, finns det en hel del optimism kvar hos investerarna. Detta visar siffrorna om man tittar på NUTEKS kvartalsundersökningar.

Enligt deras senaste undersökning, var den främsta orsaken till att investera kapital i Sverige att det rådde ett bra prisläge med låga värderingar marknadsmässigt.

Vad gäller attityder till den framtida konjunkturen trodde en tredjedel av respondenterna att den kommer att förbättras under det kommande året. Detta är en ökning sedan det andra kvartalet, men en minskning sedan det första kvartalet 2001.<sup>8</sup>

De branscher som respondenterna enligt undersökningen fann mest framtidstilltro till var Internet teknologi, datormjukvara, bioteknik och telekommunikation. Detta visar på en framtidstilltro till bl.a. sådana branscher som drabbats hårt av den senaste tidens börsras.<sup>9</sup>

Statistiken visar också på att Sverige intar en ledande plats inom den europeiska VC marknaden. Om man mäter investeringar i onoterade bolag i förhållande till landets BNP, ligger Sverige på en andraplats efter Island. Under år 2000 investerades 0,92 % av BNP, vilket är ganska högt om man ser till det europeiska genomsnittet på 0,38 %.<sup>10</sup>

Den svenska VC marknaden förvaltar idag totalt, enligt NUTEKS siffror, 113,3 miljarder kronor. Mellan företagen är fördelningen varierande. 19 % av företagen förvaltar mer än 1 miljard, medan 20% förvaltar mellan 1 och 50 miljoner kronor.

Det verkar som om det vanligaste är förvaltningar mellan 100 och 500 miljoner kronor. För detta intervall svarar hela 37 % av företagen.

Det totala antalet befintliga investeringar är i dagsläget 1619 st, medan det totala investerade kapitalet är 52,2 miljarder kronor. Det rör sig alltså om en ansevärd skillnad mellan totalt förvaltad och totalt investerat kapital.

Antalet befintliga investeringar rör sig mellan företagen från endast 1 investering upp till 300 st per företag. Det vanligaste är dock att antalet investeringar per företag ligger under 15 stycken.<sup>11</sup>

---

<sup>8</sup> NUTEK, SVCA & CMA, Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001, s. 9f.

<sup>9</sup> a.a. s. 11.

<sup>10</sup> Svenska Riskkapitalföreningen, Medlemsmatrikel (2001-2002), s. 14.

<sup>11</sup> NUTEK, SVCA & CMA, Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001, s. 5.

Utvecklingen har gått mot att allt fler investeringar görs i ett senare skede i portföljbolagens utvecklingsfaser. Tyngdpunkten idag, verkar enligt NUTEKS undersökning, ligga i expansionsfasen. Om man ser på utvecklingen under 2001 ser man att antalet investeringar i ”Sådd-fasen” har minskat kontinuerligt under året, medan investeringarna har ökat något i ”Uppstart-fasen”.

Trots att antalet investeringar har minskat med ca 18 % i expansionsfasen sedan förra kvartalet, ligger dock tyngdpunkten i denna fas. Ca 50% av antalet investeringar återfinns i expansionsfasen.

Även om man ser på andelen totalt investerat kapital, som under det tredje kvartalet 2001 var 935 miljoner kronor, så ligger tyngdpunkten i expansionsfasen. Hela 70 % av kapitalet investeras i denna fas.<sup>12</sup>

En möjlig förklaring till detta kan vara att risken bedöms vara mindre i en senare fas eftersom tekniken hos portfölj företaget bevisats, samt att försäljningen kan ha börjat komma igång.

Dessa siffror ovan visar på vad som faktiskt sker på investeringssidan. NUTEK har i sin kvartalsrapport även analyserat preferenser och attityder rörande investeringar i olika faser. Den fas som respondenterna ansåg vara den mest intressanta att investera i, när de analyserar nya projekt, var inte helt överraskande expansionsfasen.

Attityderna till att investera i ”start-up fasen” är något annorlunda än det verkliga utfallet. Det verkar enligt statistiken som om intresset att investera i denna fas har minskat sedan föregående kvartal, trots att investeringarna faktiskt ökat i verkligheten.

De branscher som i dagsläget är mest populära att investera i är Internetteknologi, Datorer/IT och mjukvara. 13-15 % av det totala antalet investeringar gjordes i dessa branscher. Den bransch som är mest kapitalintensiv är emellertid Bioteknik. Antalet investeringar i denna bransch är dock bara 7 %. Detta förklaras av att det ofta görs stora engångsinvesteringar med mycket kapital i denna bransch.<sup>13</sup>

En sammanfattande bild av den svenska riskkapitalmarknaden idag är ganska positiv.

Det finns ett stort antal investerare registrerade hos SVCA och det totala investerade kapitalet har aldrig varit så högt som nu.

Det som skulle kunna tänkas begränsa optimismen och i viss mån begränsa den positiva utvecklingen inom marknaden är, enligt SVCA, bl.a. det rådande skattesystemet. Systemet kräver normalt högre beskattning på aktiva investeringar i onoterade bolag än på passiva investeringar i börsnoterade bolag. En ändring av reavinstskatten skulle, enligt SVCA, kunna främja återinvesteringar av vinsten man genererat, samt reducera utflyttningen av företag från Sverige.<sup>14</sup>

### 3.2. Begreppet Venture Capital

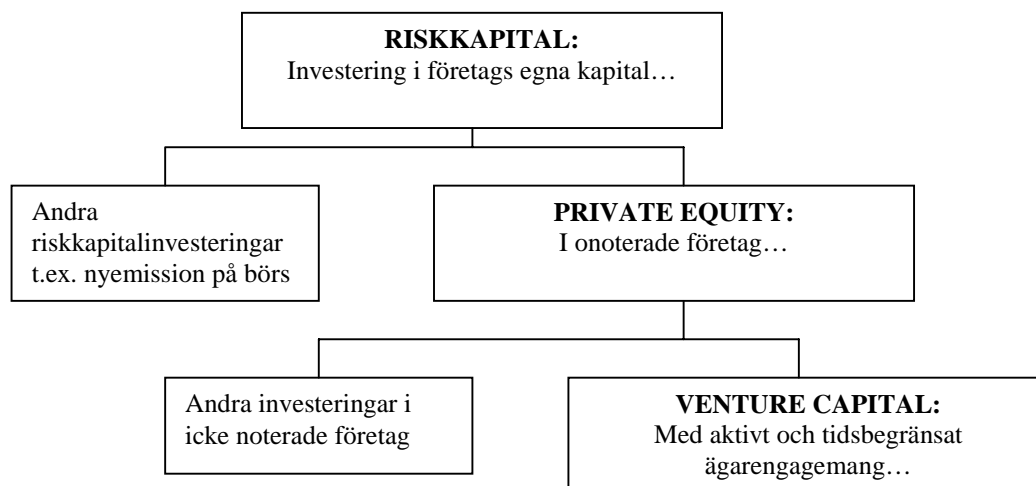
Oftast används riskkapital och VC som samma begrepp, vilket inte riktigt stämmer. VC investeringar är självklart en riskkapitalinvestering, då den i de flesta fall innebär en hög risk. Men även aktiehandel på någon av våra marknadsplatser utgör en hög risk, utan att vara en VC investering. Ett annat begrepp som också lätt förväxlas med VC är Private Equity. Detta betyder inte heller detsamma, men även här är det tal om riskkapitalinvesteringar. Skillnaden i

<sup>12</sup> NUTEK, SVCA & CMA, Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001, s. 13f.

<sup>13</sup> a.a. s. 14f.

<sup>14</sup> Svenska Riskkapitalföreningen, Medlemsmatrikel (2001-2002), s. 15.

detta fall är att Private Equity investerare oftast går in i ett senare skede och tar inte alltid aktivt ägarengagemang i det investerade företaget. Kontentan av de olika begreppen riskkapital, VC och Private Equity är således att alla är riskkapitalinvesteringar med vissa skillnader, vilket framgår av figur 1 nedan.



Figur 1: Skillnaden mellan riskkapital, private equity och Venture Capital. Venture Capital är således en delmängd av riskkapitalmarknaden.<sup>15</sup>

Inom själva VC begreppet finns där sedan en egen avskiljning; man skiljer på formella och informella VC företag.

De formella VC företagen består av organiserade bolag specialiserade på VC investeringar och de informella VC företagen utgörs av privatpersoner som går in med eget kapital och kompetens, även kallade affärsänglar.

### 3.3. Organisationsformer

För att generellt se på hur de olika VC företagen kan agera finns det fyra distinkta roller för dem. Innan beslut att investeringen ska antas måste investerarna vara väldigt noggranna och selektiva i val av portföljföretag. När väl beslutet är taget krävs det att kontinuerlig övervakning sker för att se till att allting står rätt till. En ytterligare viktig detalj är att i bästa möjliga mån kunna tillföra värde och kunskap till portföljföretaget, för bästa möjliga resultat. En bra investerare kan t.ex. anta ”svårare” projekt än en mindre bra investerare. Avslutningsvis delas risken mellan VC företaget och entreprenören, där VC företaget tar den största delen av affärsrisken.

VC företagens ägarstruktur kan även den delas in i olika former, där man grovt brukar dela in dem i privata, statliga och koncernägda. I Sverige utgörs största delen av privata VC företag, sedan denna kategori har expanderat mycket under de senaste åren.. De statliga VC företagen har sedan begynnelsen i mitten av 70-talet varit flitiga aktörer på marknaden, till de stora inom denna kategori hör Industrifonden och 6: e AP- fonden. De koncernägda VC företagen tar upp den minsta delen av de olika ägarstrukturerna vars huvudsakliga verksamhet inte består av VC, utan kan istället vara alltifrån banker och försäkringsbolag till investmentbolag.

<sup>15</sup> A. Isaksson, Venture Capital- begrepp och definitioner, [www.vencap.se](http://www.vencap.se)

Organisationsformen i Sverige har på senare år ändrats från att ägarna till VC företagen var de som tillförde riskkapital i investeringarna, till en mer klassisk amerikansk organisationsstruktur med managementbolag. Managementbolagen fungerar genom att förvalta fonder som externa intressenter investerar i. De sköter även den regelbundna kontrollen av portföljföretaget, mot en viss ersättning. Ett annat förekommande och relativt vanligt upplägg är att insatserna sker när man bildar VC fonden och avkastningen fördelas då fonden upplöses, vilket sker inom en i förväg överenskommen tid.

### 3.4. Investeringsstrategier

I alla investeringar existerar olika former av investeringsstrategier, så även inom VC. Men VC företag brukar vanligtvis rikta in sig på speciella stadier i investeringens livscykel. Här nedan följer de vanligaste stadierna inom VC.

1. Såddfinansiering (seed financing)- Det kapital som ges till en uppfinnare eller entreprenör innan företaget har etablerats, för att undersöka om idén har någon potentiell framtid.
2. Uppstartsfinansiering (Start-up financing)- Det kapital som behövs för produktutveckling eller inledande marknadsföring.
3. Expansionsfinansiering (expansion stage financing)- Kan delas upp i tidig och sen expansion. Tidig expansion innebär tillfört kapital då tillverkning och försäljning ökar stadigt. Sen expansion är när företagets försäljning ökar kraftigt och börjar gå med vinst. I detta stadie används kapitalet till mer omfattande marknadsföring och produktutveckling vid behov.
4. Mogna stadier- Här har företaget börjat stabilisera sig och kapitalet används då eventuellt till administrativa funktioner eller någon form av rekonstruktion.
5. Överbryggningsfinansiering (Bridge financing)- Kapital för tillväxtföretag som förväntas noteras på någon marknadsplats inom snar framtid.
6. Buyout finansiering- Kapital för utköp eller uppköp av ett företag.
7. Turnaround finansiering- Kapital till mogna företag som hamnat i någon form av kris, i syfte att vända denna negativa utveckling.
8. Exitstrategier- Ett VC företag brukar vanligtvis anamma något av de två följande alternativen för att genomföra exit
  - a. Företaget noteras på en börs eller annan marknadsplats. Därefter väntar företaget vanligtvis sex till tolv månader innan de avyttrar sina aktier.
  - b. Försäljning av hela företaget till en tredje part i utbyte mot kapital i någon form.

Två investeringsformer som ej tagits upp bland de olika investeringsstadierna är ersättningsinvesteringar och syndikatsinvesteringar. Dessa investeringar kan göras i alla av de olika stadierna. Ersättningsinvesteringar är när ett VC företag köper ett annat VC företags andel i ett portföljföretag. Men även att nytt ägarkapital tillförs för att minska skuldsättningen på företaget.<sup>16</sup> Det andra alternativet dvs. syndikatsinvesteringar, är det vår undersökning handlar om.

---

<sup>16</sup> A. Isaksson, Venture Capital- begrepp och definitioner, [www.vencap.se](http://www.vencap.se)

### 3.5. Syndikering

Syndikering inom Venture Capital handlar alltså om att två eller flera bolag investerar i samma portföljföretag.

Inom syndikering talar man om två olika roller, lead och non-lead. Dessa båda rollers namn kan tyckas tala för sig själva. Lite förenklat kan man säga att lead är det företag som tar på sig huvudansvaret i ett syndikat.

Vilka ingår då i ett syndikat? Enligt Gompers and Lerner är det vanligast förekommande att stora, väletablerade företag väljer att bilda syndikat med andra stora och väletablerade företag. Detta gäller framförallt i de tidiga skederna av portföljföretagens verksamhet (dvs. sådd- och uppstart- fasen). Om investeringen sker i senare skeden involveras även mindre etablerade företag.<sup>17</sup>

Syndikering är ett intressant område inom Venture Capital, då tendensen är att antalet syndikatsinvesteringar har ökat och fortsätter att öka. 70% av dagens VC investeringar i Sverige görs som vi nämnt genom syndikering.<sup>18</sup> Detta är en ökning med 7 procentenheter från föregående kvartal, och med hela 19 procentenheter från första kvartalet 2001.

Vad är det då som ligger till grund för syndikering? Anledningarna att investera genom syndikering kan vara många. Ett par av de mest vanliga grunderna till syndikering är enligt Gompers & Lerner för det första diversifiering av VC företagets portfölj.<sup>19</sup> Genom att investera tillsammans med andra investerare leder detta till att man har möjlighet att investera i ett större antal företag. Anledningen till detta är att man kan portionera ut det totala kapitalet i flera projekt, då investeringsstorleken i vart och ett av projekten minskar i och med de andra investerarnas kapitaltillskott. Denna diversifiering av portföljen leder till att risken sprids.

Ett annat skäl till att syndikera är enligt Gompers & Lerner att man kan begränsa risken för felbedömning av de portföljföretag man väljer.<sup>20</sup> Genom att ta hänsyn till andra investerares bedömning av ett projekt minskar risken för att gå in i ej vinstgivande projekt.

### 3.6. Våra hypoteser

Som vi beskrev ovan kommer vårt arbete att främst baseras på ett antal hypoteser. Dessa är baserade på dels våra egna tankar rörande potentiella svar på enkäten, dels historiska data och litteratur inom ämnet. Som historiska data har vi främst koncentrerat oss på Riskkapitalbolagens kvartalsrapporter utgivna av NUTEK.

Våra hypoteser är följande;

---

<sup>17</sup> P. Gompers & J. Lerner, *The Venture Capital Cycle* (1999), s. 192.

<sup>18</sup> NUTEK, SVCA & CMA, *Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001*, s. 13.

<sup>19</sup> P. Gompers & J. Lerner, *The Venture Capital Cycle* (1999), s. 134.

<sup>20</sup> a.a. s. 134.

- Vi antar att den främsta orsaken till att göra syndikatsinvesteringar karakteriseras av att investeringen innebär en hög risk.
- Vi antar att de främsta motiven till att inta ställningen som non-lead investor i ett syndikat är för att få bättre erfarenhet inom de branscher, investeringsfaser eller geografiska regioner där man känner att lead investor har större erfarenhet.
- Vi antar att storleken på företaget påverkar rollen man intar i ett syndikat.
- Vi antar att det främsta motivet (kriteriet) för att välja en investeringspartner är dennes förmåga att välja bra investeringar.
- Vi antar att det är en allmän åsikt hos våra respondenter att lead och non-lead investors har olika stora aktieinnehav.
- Vi antar att våra respondenter anser att det är svårare att samordna verksamheten inom ett syndikat än om man beslutar att investera ensam.
- Vi antar att en allmän åsikt hos våra respondenter är att det finns en skillnad i beslutsfattandet inom ett syndikat mellan lead och non-lead investors.
- Vi antar att den allmänna åsikten hos våra respondenter är att lead investor har en mer aktiv roll i förvaltningen av investeringen och i kontakten med portföljföretaget än non-lead investor.



## 4. RESULTAT AV ENKÄTFRÅGORNA

I denna del av uppsatsen kommer vi att presentera de resultat som framkom på frågorna i vår enkätundersökning. Vi kommer bl.a. att med diagram presentera och åskådliggöra dessa resultat. Diagrammen visar de frekvenser, dvs de antal respondenter som svarade på de olika påståenden som är relaterade till frågorna. De flesta frågor innehåller ett antal påståenden som respondenten skulle ta ställning till. Oftast rör det sig om en femgradig skala, där 1 motsvarar t ex att respondenten anser att påståendet är mycket viktigt och där 5 motsvarar att respondenten anser att påståendet inte alls är viktigt. Vi kommer dock att under varje fråga vi presenterar förklara detta närmare.

För enkelhetens skull har vi på vissa ställen, skurit ner dessa fem alternativ till tre stycken. Vi har slagit samman alternativ 1 och 2 samt 4 och 5 till två staplar i diagrammet, eftersom dessa visar ytterligheterna i den femgradiga skalan. Alternativ 3 har vi presenterat som det är eftersom detta, enligt vår tolkning visar antingen på en indifferens hos respondenten till påståendet, eller att denne inte vill ta ställning. Vi visar även en stapel i diagrammen över det antal respondenter som inte alls svarat på påståendet.

När vi presenterar resultaten har vi, som ovan nämnt, valt att i diagrammen visa frekvenserna över de antal respondenter som svarat på de olika alternativen. Vi har dock även valt att i texten beskriva procentsatserna av antal svar, eftersom detta i många fall visar resultaten på frågan tydligare än frekvenser.

Vi har valt att begränsa oss i presentationen av frågeresultaten genom att lyfta fram de viktigaste alternativen på varje fråga. Detta har vi gjort eftersom det skulle ta väldigt stor plats att presentera alla påståenden var för sig. Istället har vi i slutet av uppsatsen lagt hela frågeenkäten med alla svarsfrekvenser ifyllda som bilaga.

### 4.1. Del 1. Företagsbakgrund

#### 4.1.1. Fråga 1: ”Hur finansierar Ert företag sina investeringsfonder?”

De olika alternativen som finns att välja mellan är; ”*via egen balansräkning*”, ”*förvaltd fond*” och ”*en kombination av de ovan angivna*”. Utfallet av detta blev att den största delen finansierar sina investeringsfonder utifrån sin egen balansräkning, hela 62%. Förvaltd fond utgör 26% och kombinationen av de båda används bara till en grad av 8%.

#### 4.1.2. Fråga 2: ”Hur många ”investment managers” arbetar på Ert företag?”

Detta antalet varierar mellan 1-35 anställda, men de flesta företagen har mellan 1-6 anställda. Detta utgör 74% av den tillfrågade populationen.

#### 4.1.3. Fråga 3: ”Vilken investeringsstorlek föredrar Ert företag?”

Denna fråga har två svarsalternativ, ”*minsta möjliga*” och ”*största möjliga investering*”. Minsta möjliga investering ligger mellan 0-1000 miljoner kronor, men hela 72% har lagt sin investeringsstorlek mellan 0,5-10 miljoner kronor. Största möjliga investering ligger mellan 2- Oändligt antal miljoner kronor, där den övervägande delen (58%) hamnar mellan 10-50 miljoner kronor.

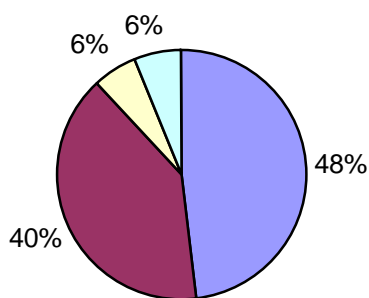
#### 4.1.4. Fråga 4: ”Vilken är den maximala investering Ert företag är beredd att göra?”

Denna fråga är enligt vår åsikt i stort sett samma fråga som andra alternativet på föregående fråga. Enligt svaren har även våra respondenter dragit samma slutsats, då investeringar mellan 10-50 miljoner kronor utgör 50% av svarsfrekvensen (i föregående fråga utgjorde detta intervall 58% av svarsfrekvensen)

#### 4.1.5. Fråga 5: ”Hur många investeringar innehåller Ert företags nuvarande portfölj?”

Detta gav resultatet att 88% har mellan 3-20 investeringar i sina portföljer. Ingen respondent hade mindre än 3 investeringar. Det största antalet var hela 360st.

Antal investeringar som företagen för närvarande innehar



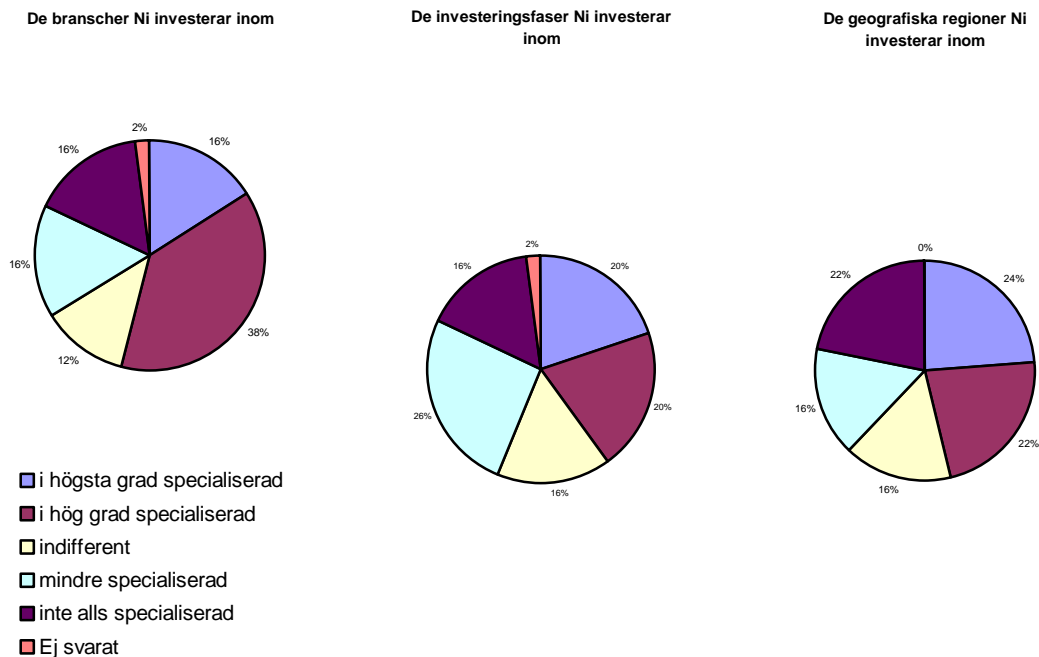
■ 0 till 10 ■ 11 till 20 ■ 21 till 30 ■ Mer än 30

#### 4.1.6. Fråga 6: ”Hur många år har Ert företag varit verksamt?”

Denna fråga gav svar som varierar mellan 1-27 år, där den största delen hamnar mellan 1-6 år. Detta intervall utgör 70%, vilket då kan hänföras till tidigare argument att denna företagsform är relativt ny i Sverige.

#### 4.1.7. Fråga 7: ”I vilken utsträckning anser du att Ert företag är specialiserat inom?”

Denna fråga har tre olika påståenden; ”*de branscher ni investerar inom*”, ”*de investeringsfaser ni investerar inom*” och ”*de geografiska regioner ni investerar inom*”. De kan besvaras på en skala från 1-5 där 1 motsvarar ”i högsta grad specialiserad” och 5 motsvarar ”inte alls specialiserade”. Om vi slår ihop alternativ 1 och 2 till att motsvara i högsta eller i hög grad specialiserade, och alternativ 4 och 5 till mindre eller inte alls specialiserade, får vi följande förhållande. Det första alternativet får en knapp övervikt (54%) till att vara specialiserade. De andra två alternativen hamnar båda på den mindre specialiserade halvan, på 58% respektive 54%.



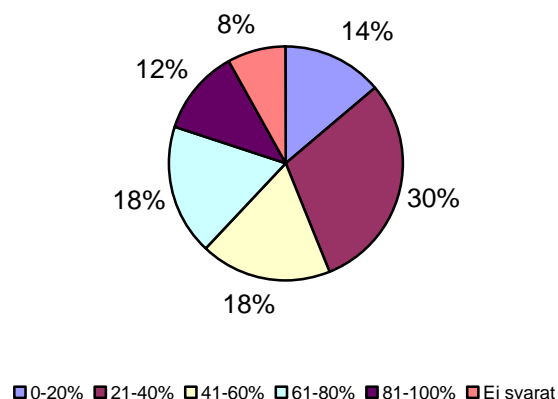
#### 4.1.8. Fråga 8: ”I vilken utsträckning har Ert företag varit, och i vilken utsträckning är det, verksamt i privata syndikatinvesteringar?”

Denna fråga kan också ses som en utslagsfråga. Har man aldrig varit inblandad i en syndikatinvestering så går man ej vidare i besvarandet av enkäten. I de olika svarsalternativen finns ytterligare en distinktion då man skiljer på lead investor och non-lead investor. Angående frågan huruvida företaget är verksamt i en syndikatinvestering svarade 66% att de är verksamma som lead investor och 68% att de är verksamma som non-lead investor. Angående frågan huruvida företaget varit verksamt i en syndikatinvestering svarade 72% att de varit verksamma som lead investor och 64% att de varit verksamma som non-lead investor. 10% av våra respondenter har aldrig varit med i en syndikatinvestering. Anledningen till att det blir höga procentsatser på alla ställe och därmed inte uppfyller helheten på 100% är att de olika företagen har många olika investeringar enligt ovan.

#### 4.1.9. Fråga 9: ”Ange vilken ungefärlig andel av ert företags investeringar som görs genom syndikat?”

I denna fråga gavs respondenten 5 olika alternativ; **0-20%**, **21-40%**, **41-60%**, **61-80%** och **81-100%**. Genom respondenternas svar kunde vi se att den största delen av företagen (62%) ligger i intervallet 0-60% i vilken utsträckning investeringarna görs genom syndikat.

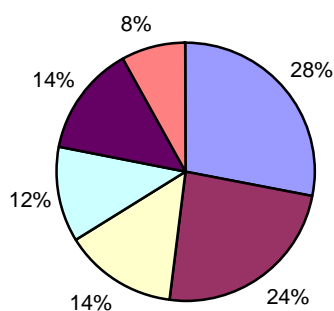
### Företagens investeringar genom syndikat



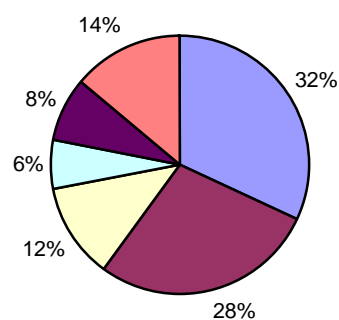
#### 4.1.10. Fråga 10: ”Ange den ungefärliga andel av era syndikatsinvesteringar där Ert företag fungerar som lead investor respektive non-lead investor?”

Detta är enligt vår åsikt en följdfråga till fråga 8 då vi återigen anknyter till avgränsningen mellan lead och non-lead, men där alla som ej investerat genom syndikat fallit bort. Detta innebär att det finns två svarsalternativ, där båda alternativen sträcker sig mellan intervallet 0-100%. 66% av respondenterna hamnade i intervallet mellan 0-60% och 26% hamnade i intervallet 61-100% i fråga om positionen lead. 72% av respondenterna hamnade i intervallet 0-60% och 14% mellan 61-100% i frågan om positionen non-lead. Överblivande procent avstod att svara.

Fungerar som LEAD INVESTOR



Fungerar som NON-LEAD INVESTOR



0-20% 21-40% 41-60% 61-80% 81-100% Ej svarat

0-20% 21-40% 41-60% 61-80% 81-100% Ej svarat

## 4.2. Del 2. Motiv för att bilda syndikat

Det kan finnas en mängd möjliga motiv för att bilda syndikat. Del två i enkäten innehåller tre stycken frågor med tillhörande påståenden som kartlägger dessa motiv.

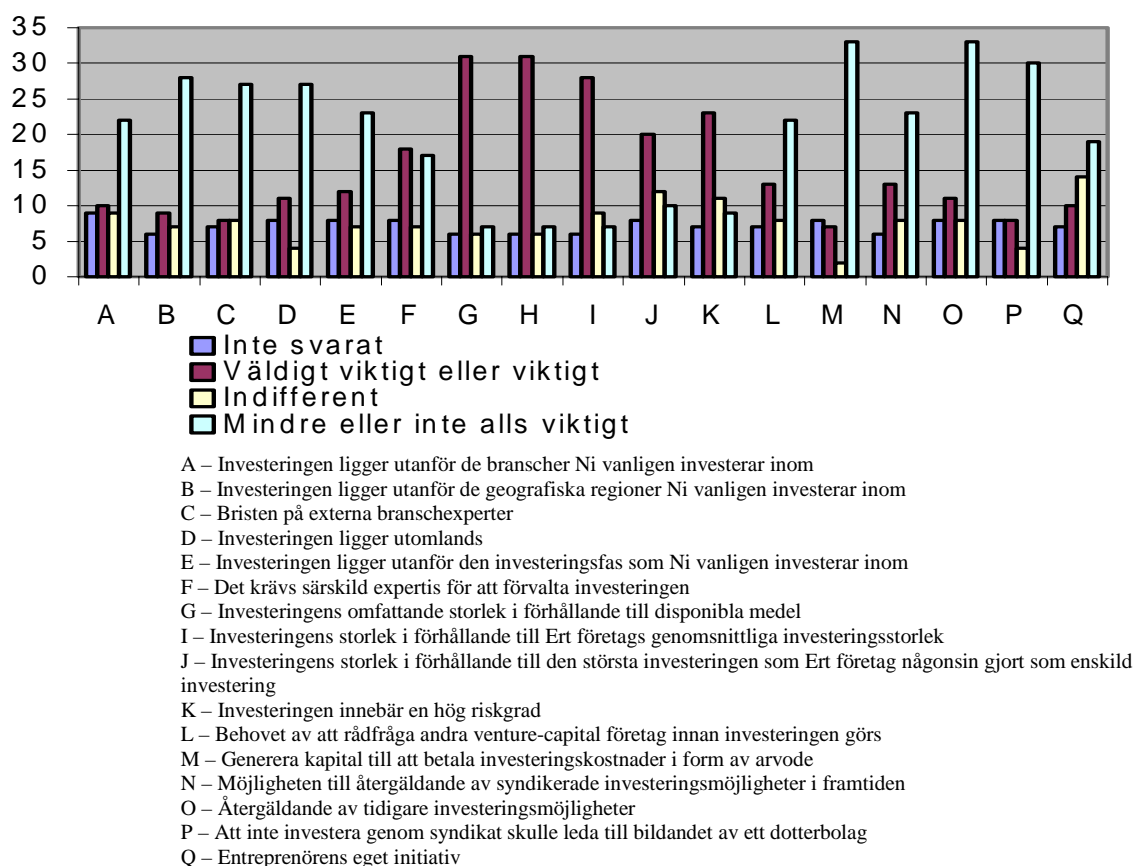
Nedan kommer var och en av dessa tre frågor att presenteras var för sig. Vi kommer att belysa de motiv som enligt resultaten av enkäten anses vara de viktigaste för beslutet att investera i syndikat.

De frågor som presenteras har varierande antal påståenden som skall besvaras. Påståendena kan besvaras med alternativen *väldigt viktigt*, *viktigt*, *indifferent*, *mindre viktigt och inte alls viktigt*. Vi har i presentationen för enkelhetens skull slagit ihop alternativ 1 och 2, samt 4 och 5 till 2 kategorier. Alternativ 3 och uteblivna svar presenteras för sig.

### 4.2.1. Fråga 11: ”Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att investera genom syndikat?”

Denna fråga innehåller 17 påståenden.

Frågan innehåller även en möjlighet för respondenterna att ange andra faktorer som inverkar i beslutet att investera genom syndikat.



I diagrammet ovan ser vi att den viktigaste faktorn för att investera genom syndikat är alternativ G – ”*Investeringens omfattande storlek i förhållande till disponibla medel*” tillsammans med alternativ H - ”*Det krävs ytterligare kapital*”. Dessa båda alternativ ansåg 31 stycken av respondenterna vara viktigt eller mycket viktigt. Detta motsvarar 62% av respondenterna. Även alternativ I – ”*Investeringens storlek i förhållande till Ert företags*

genomsnittliga investeringsstorlek” ansåg respondenterna vara av stor vikt. 56% (28 st) av respondenterna ansåg detta vara väldigt viktigt eller viktigt.

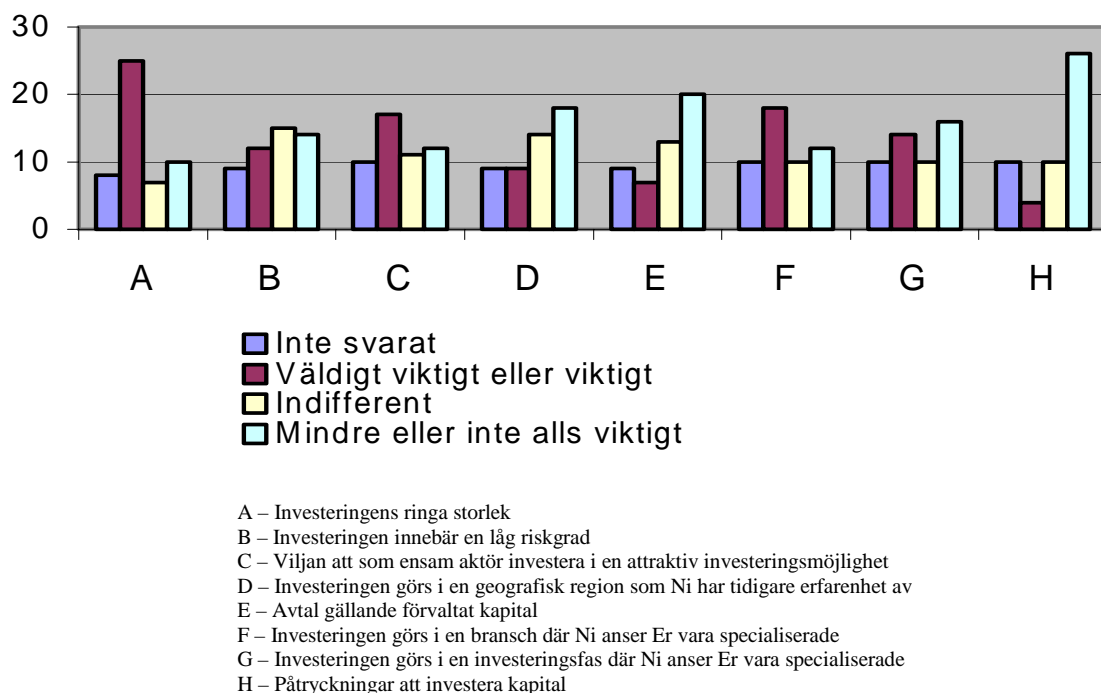
Bland de mindre viktiga faktorerna visade det sig att både alternativ B – ”Investeringen ligger utanför de geografiska regioner Ni vanligen investerar inom” och alternativ D – ”Investeringen ligger utomlands” återfinns. 56% (28 st) av respondenterna anser att det är mindre eller inte alls viktigt att investeringen ligger utanför de geografiska regioner som företaget vanligen investerar inom. 54% (27 st) av respondenterna anser det vara mindre eller inte alls viktigt att investeringen ligger utomlands.

Bland de övriga faktorer som tagits upp av respondenterna återfinns;

- ”Syndikering ökar nätverket och minskar därmed risken”
- ”Kompletterande kompetens och nätverk”
- ”Vi vill aldrig vara ensamma i en investering”

#### 4.2.2. Fråga 12: ”Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att INTE syndikatinvestera?”

Denna fråga innehåller åtta stycken faktorer. Frågan ger även respondenten möjlighet att ange andra faktorer.



Den viktigaste faktorn för att INTE investera genom syndikat är alternativ A – ”Investerings ringa storlek”. 50% (25 st) av respondenterna anser att detta är väldigt viktigt eller viktigt. Den näst viktigaste faktorn är alternativ F – ”Investeringen görs i en bransch där Ni anser Er vara specialiserade” vilket 36% (13 st) av respondenterna ansåg vara väldigt viktigt eller viktigt. Även alternativ C – ”Viljan att som ensam aktör investera i en attraktiv investeringsmöjlighet” ansåg respondenterna vara viktigt. 34% (12 st) ansåg detta vara väldigt viktigt eller viktigt.

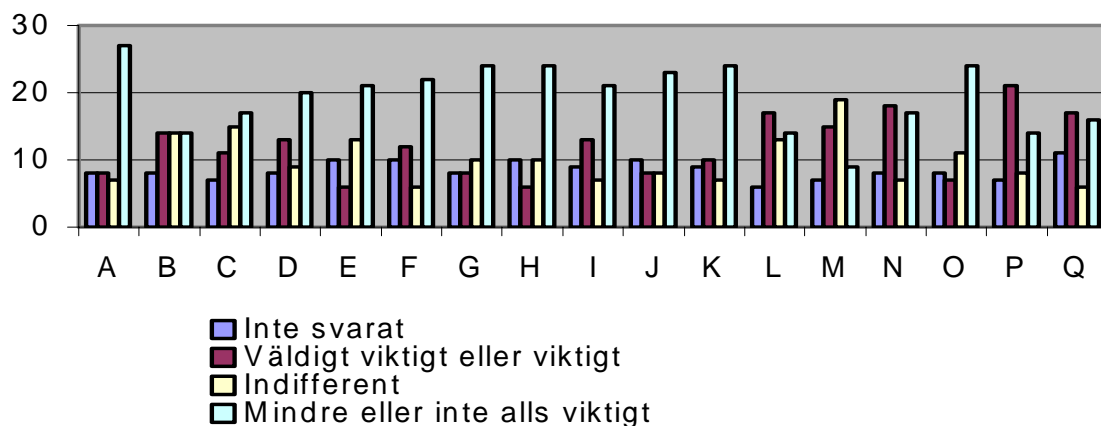
Det alternativ som förefaller vara det minst viktiga är alternativ *H* – ”Påtryckningar att investera kapital”. Endast 8% (4 st) av respondenterna ansåg detta alternativ vara väldigt viktigt eller viktigt, medan hela 52% (26 st) ansåg detta vara mindre eller inte alls viktigt. Bland de övriga faktorer som tagits upp av respondenterna återfinns;

- ”Vi vill alltid investera i syndikering med andra”
- ”Alla investeringar är syndikat”
- ”Samtliga våra investeringar är syndikerade”

#### 4.2.3. Fråga 13: Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att gå med i ett syndikat som ”NON-LEAD INVESTOR”?

Denna fråga innehåller 17 påståenden.

Frågan innehåller även denna en möjlighet för respondenterna att ange andra faktorer som inverkar i beslutet att investera genom syndikat.



- A – Återgåldande av investeringsmöjligheter
- B – ”Lead investor” är den största aktieinnehavaren inom syndikatet
- C – Investeringen görs i en bransch där Ni anser Er vara specialiserade
- D – Investeringen görs utanför de branscher Ni vanligen investerar inom
- E – Investeringen görs i en investeringsfas där Ni anser Er vara specialiserade
- F – Investeringen görs utanför de investeringsfaser där Ni vanligen investerar
- G – Investeringen görs i en geografisk region där Ni vanligen investerar
- H – Investeringen görs utanför de geografiska regioner där Ni vanligen investerar
- I – För att skaffa erfarenhet inom en särskild bransch/affärsområde
- J – För att skaffa erfarenhet inom en särskild investeringsfas
- K – För att skaffa erfarenhet inom en särskild geografisk region
- L – Hur väl investeringen är avpassad till Er investeringsportfölj
- M – Investeringen sedd ur ett längre tidsperspektiv
- N – Sannolikheten att externt kapital kommer att behövas
- O – Det finns en press att investera medel
- P – De finansiella villkoren för investeringen
- Q – Att gå med i syndikat med en väl ansedd ”Lead investor” höjer det egna företags anseende

Den viktigaste faktorn för beslutet att gå med i ett syndikat som ”NON-LEAD INVESTOR” är alternativ *P* – ”De finansiella villkoren för investeringen”. 42% (21 st) ansåg detta vara väldigt viktigt eller viktigt. Därefter följer alternativ *N* – ”Sannolikheten att externt kapital kommer att behövas”, vilket 36% (18 st) ansåg vara väldigt viktigt eller viktigt. Den faktor som anses vara minst viktigt är alternativ *A* – ”Återgåldande av investeringsmöjligheter”. 54% (27 st) ansåg detta vara mindre eller inte viktigt alls. Bland de

mindre viktiga faktorerna återfinns även alternativ G – ”Investeringen görs i en geografiskt region där Ni vanligen investerar”. Endast 16% (8 st) ansåg detta vara väldigt viktigt eller viktigt. Alternativ H – ”Investeringen görs utanför de geografiska regioner där Ni vanligen investerar” ansåg endast 12% (6 st) vara väldigt viktigt eller viktigt. Bland de övriga faktorer som tagits upp av respondenterna återfinns;

- ”Strategisk vikt för investeringen”
- ”Vi börjar alltid som lead”

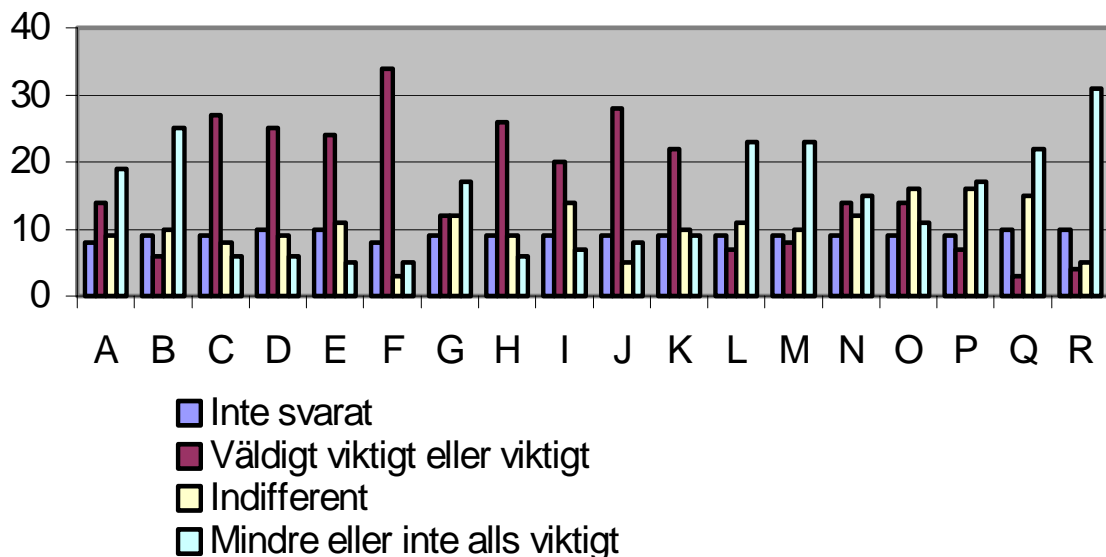
### 4.3. Del 3. Kriterier för val av syndikeringspartner

Denna del av enkäten innehåller två frågor som rör hur man som en lead investor inom ett syndikat väljer en syndikeringspartner. De behandlar även vilka faktorer som är viktiga för ett VC företag att agera som en non-lead investor inom ett syndikat.

Påståendena kan även här besvaras med alternativen *väldigt viktigt*, *viktigt*, *indifferent*, *mindre viktigt* och *inte alls viktigt*. Kategoriindelningarna i denna del är samma som i del 2.

#### 4.3.1. Fråga 14. ”Hur viktiga är följande faktorer, när Ni fungerar som LEAD INVESTOR, för Ert val av Syndikeringspartner?”

Denna fråga innehåller 18 påståenden. Frågan innehåller även denna ett öppet svarsalternativ där respondenten kan komplettera om de 18 påståendena inte skulle anses tillräckliga.



- A – Partnern har mer kapital än Ert företag
- B – Partnern har mindre kapital än Ert företag
- C – Bra tidigare resultat (finansiellt sett)
- D – Partnern uppfattas som specialiserad på urval och förvaltning av investeringar
- E – Partnern är känd för sin förmåga att välja ut bra investeringstillfällen
- F – Partnern är känd för att vara pålitlig (att företaget fullföljer åtaganden)
- G – Partnern har en särskild regional kunskap
- H – Partnerns personal är känd för att vara pålitlig (att de fullföljer åtaganden)
- I – Partnerns personal är känd för att välja bra investeringsmöjligheter



J – Goda erfarenheter av tidigare samarbete med partnern i syndikerade problemfall  
K - Goda erfarenheter av tidigare samarbete med partnerns personal i syndikerade problemfall  
L – Återgäldande av tidigare investeringsmöjligheter  
M – Förväntat återgäldande av syndikerade investeringsmöjligheter i framtiden  
N – Investeringsförfarande vad gäller refinansieringsinvesteringar  
O – Investeringsförfarande vad gäller avyttringsintentioner  
P – Investeringsförfarande vad gäller lagstadgad dokumentation  
Q – Avsaknad av delad investeringsrätt  
R – Fullvärdigt medlemskap i SVCA/Svenska Riskkapitalföreningen

Ovan i tabellen ser vi att påstående *F* - ”Partnern är känd för att vara pålitlig (att företaget fullföljer åtaganden)” är det påstående de flesta respondenter anser vara viktigt eller väldigt viktigt. Hela 68% (34 st) av respondenterna ansåg detta.

Påstående *C* - ”Bra tidigare resultat (finansiellt sett)” och påstående *J* – ”Goda erfarenheter av tidigare samarbete med partnern i syndikerade problemfall” var även dessa viktigt eller mycket viktigt för 54% (27 st) respektive 56% (28 st) av respondenterna.

De påståenden som inte verkade vara av vikt för respondenterna var främst påstående *R* - ”Fullvärdigt medlemskap i SVCA”, vilket hela 62% (31 st) av respondenterna ansåg vara mindre eller inte alls viktigt.

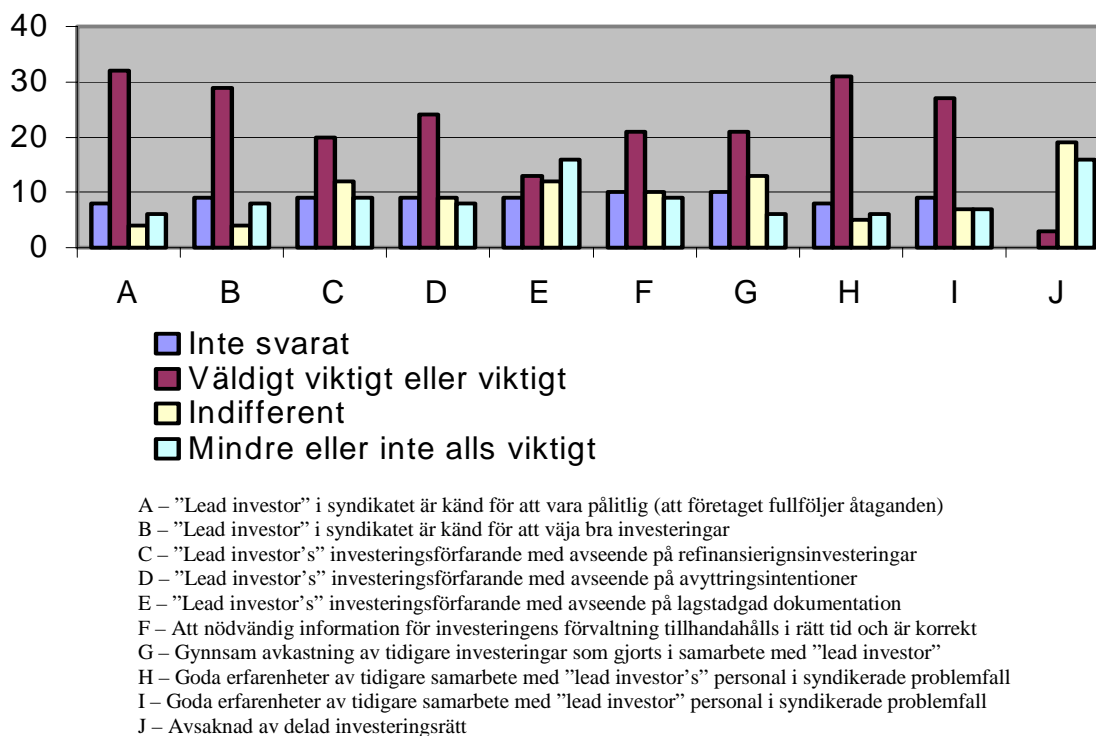
Påstående *B* – ”Partnern har mindre kapital än Ert företag” ansåg 50% (25 st) av respondenterna vara mindre eller inte alls viktigt.

Svaren på de öppna svarsalternativen i denna fråga var endast 3 stycken. Vad som ansågs viktigt här var;

- ”Internationell position och branschexpertis”
- ”Partnerns nätverk”
- ”Partnerns kontaktnät.”

### 4.3.2 Fråga 15 - "Hur viktiga är följande faktorer för Ert val av att gå med i ett syndikat som NON-LEAD INVESTOR?"

Denna fråga innehåller 10 påståenden. Även här finns ett öppet svarsalternativ



Ovan kan vi se att det påstående som var allra viktigast för respondenterna var A – "Lead Investor i syndikatet är känd för att vara pålitlig". Detta alternativ besvarades av 64% (32 st) av respondenterna som väldigt viktigt eller viktigt.

Även påstående H- "Goda erfarenheter av tidigare samarbete med Lead Investor i syndikerade problemfall" och påstående B- "Lead- Investor är känd för att välja bra investeringar" var väldigt viktiga eller viktiga för 62% (31 st) resp. 58% (29 st) av respondenterna.

De påståenden som ansågs vara mindre eller inte alls viktiga var påstående E – "Lead Investors investeringsförfarande med avseende på lagstadgad dokumentation" och påstående J – "Avsaknad av delad investeringsrätt". Procentatserna här var 32% (16 st) på båda alternativen. Det är dock värt att notera att indifferensen är större i alternativ J än i alternativ E.

3 respondenter valde även i denna fråga att besvara det öppna alternativet. Det som kom fram här var;

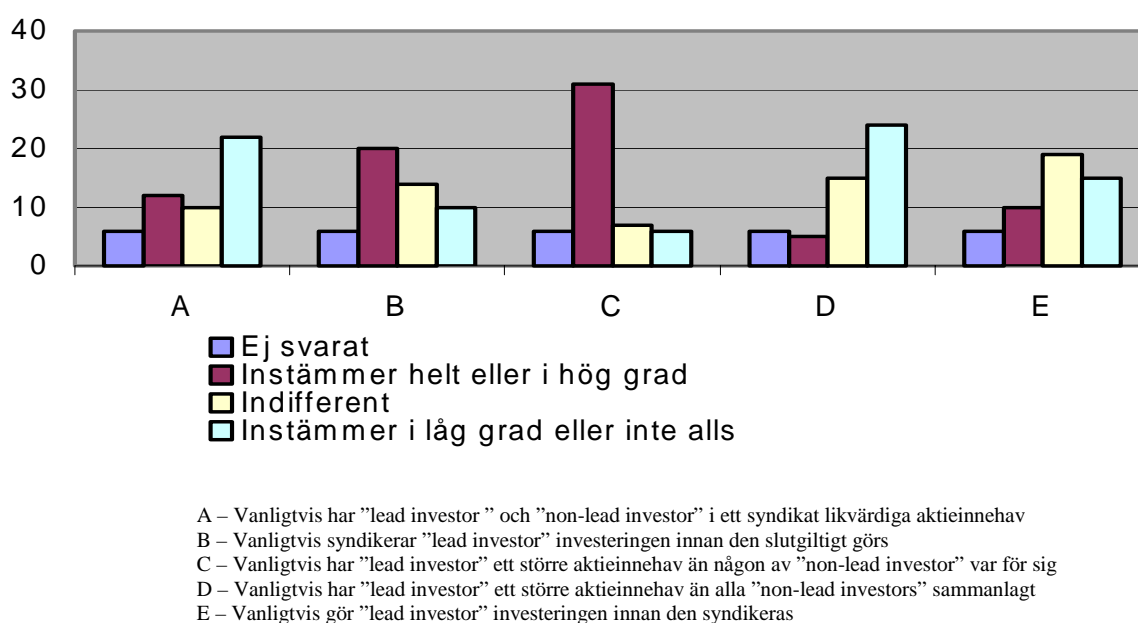
- "Att investeringen är intressant! Att lead investor har rätt kompetens och förmåga att bygga verksamheten"
- "Vi börjar ALLTID som lead investor"
- "Vi går aldrig in i någon annans bolag då vi endast investerar i Seed/Startup faserna"

## 4.4. Del 4. Investeringsavtal inom syndikat

Denna del av enkäten innehåller två ganska olika frågor. Den första av dessa rör en del påståenden om lead och non-lead investors olika roller inom ett syndikat. Den andra frågan rör själva det investeringsavtal parterna inom ett syndikat undertecknar innan saminvesteringen görs.

### 4.4.1. Fråga 16 – ”Till vilken grad instämmer du i följande påståenden”

I denna frågan presenteras 5 olika påståenden rörande rollerna i syndikatet och hur dessa uppfattas av respondenten. Även här rör det sig om en 5 gradig skala där 1 motsvaras av att respondenten helt instämmer i påståendet och där 5 motsvarar att respondenten inte alls instämmer. Om respondenten väljer att vara indifferent till påståendet väljer han alternativ 3. I denna fråga finns inget öppet svarsalternativ.

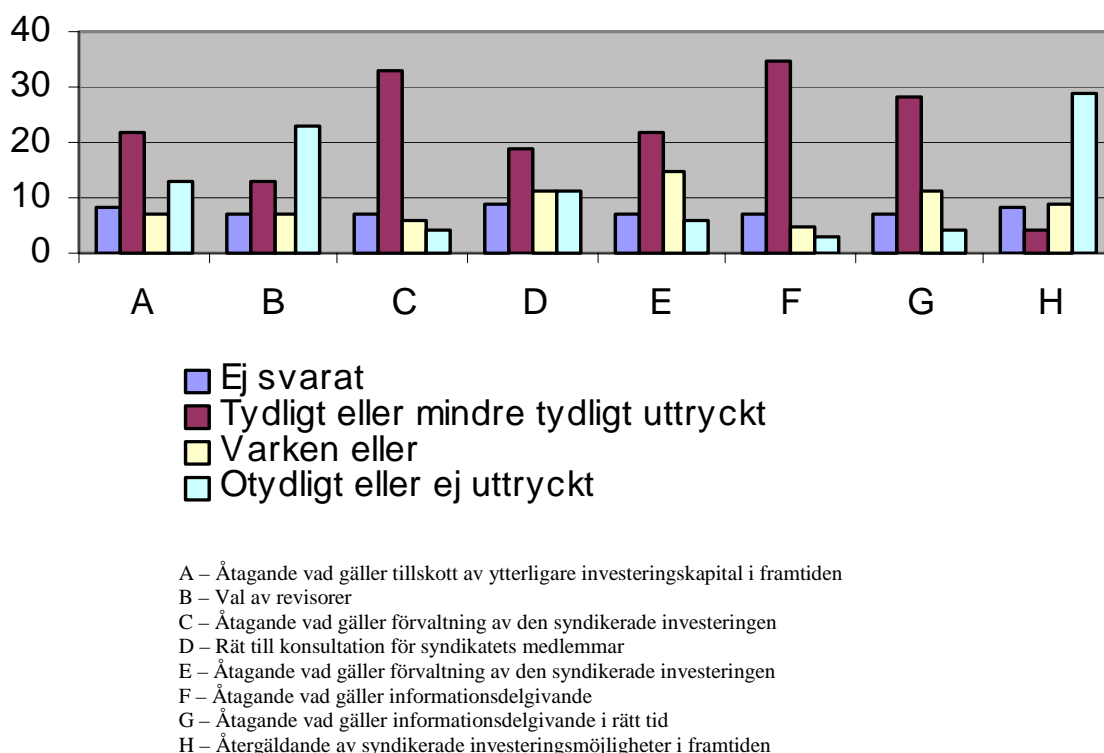


Här kan vi klart och tydligt se att det svarsalternativ som flest respondenter instämde helt eller i hög grad med var påstående C – ”Vanligtvis har Lead Investor ett större aktieinnehav än någon av Non-Lead investors var för sig”. Hela 62% (31 st) av respondenterna ansåg detta. Det påstående som flest respondenter inte alls eller i låg grad instämde med, var påstående D – ”Vanligtvis har Lead Investor ett större aktieinnehav än alla Non-Lead investors sammanlagt”. 48% (24 st) av respondenterna instämde i låg grad eller inte alls med detta.

### 4.4.2. Fråga 17 – ”I vilken utsträckning innefattas följande faktorer i det investeringsavtal som träffas mellan de olika medlemmarna i ett syndikat?”

Denna fråga går ut på att ta reda på hur tydligt olika faktorer tas upp i syndikeringsavtalet. Frågan innehåller 8 olika faktorer som kan finnas med i ett avtal och respondenten kan svara på en 5 gradig skala där 1 motsvaras av att respondenten anser att faktorn är tydligt uttryckt i avtalet och där 5 motsvaras av att den inte alls tas upp i avtalet. Frågan innehåller också ett

öppet svarsalternativ där respondenten själv kan komplettera med andra faktorer som kan finnas med i avtalet.



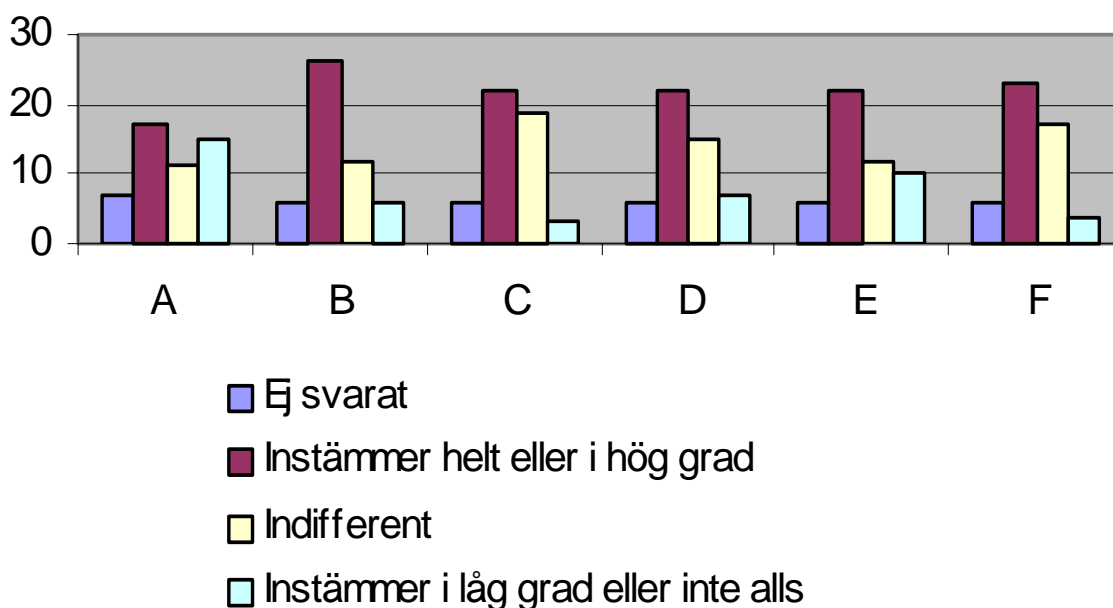
Det som de flesta respondenter menar finns tydligt eller i alla fall uttryckt i avtalet är påstående F- "Åtagande vad gäller informationsdelgivande". 70% (35 st) av respondenterna ansåg att detta uttrycktes bra i avtalet. Även påstående C – "Rätt till information" var en sak som 66% (33 st) ansåg fanns med i avtalet. 58% (29 st) av respondenterna ansåg emellertid att påstående H – "Återgäldande av syndikerade investeringsmöjligheter i framtiden" inte fanns, eller var dåligt uttryckt i avtalet. Vi kan av tabellen ovan också se att påstående B – "Val av revisorer" inte ansågs speciellt väl uttryckt i avtalet. 46% (23 st) av respondenterna ansåg detta.

#### 4.5. Del 5. Ledning av syndikat

Denna del av enkäten innehåller två stycken frågor som grundar sig i påståenden. Respondenten har haft fem olika alternativ att svara på i vilken grad han/hon instämmer i påståendet. Frågorna handlar om i vilken grad det underlättar eller försvårar samordning av verksamheten och beslutsfattande när man ingår i ett syndikat. Påståendena i denna del kan besvaras med *instämmer helt*, *instämmer i hög grad*, *indifferent*, *instämmer i låg grad* eller *instämmer inte alls*. Liksom i frågorna ovan har vi slagit ihop alternativen för att ge läsaren en bättre överblick.

#### 4.5.1. Fråga 18: ”Till vilken grad instämmer du i följande påståenden?”

Denna fråga innehåller sex påståenden som vart och ett kan besvaras med alternativen *instämmer helt*, *instämmer i hög grad*, *indifferent*, *instämmer i låg grad* eller *instämmer inte alls*.



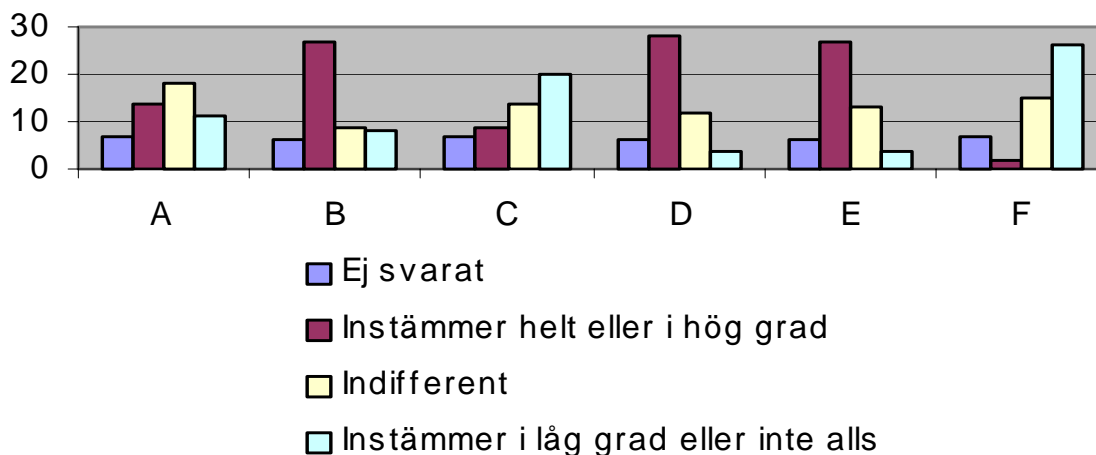
A – Det är mycket svårare att samordna verksamheten när en investering görs genom syndikat (oavsett om Ert företag är en "lead investor" eller "non-lead investor")  
B – Beslutsfattandet tar längre tid när investeringen förvaltas av ett syndikat jämfört med enskilda investeringar  
C – Desto fler medlemmar i ett syndikat, desto svårare blir det för medlemsföretagen att samordna verksamheten  
D – Desto fler medlemmar i ett syndikat, desto längre tid tar beslutsfattandet  
E – Ett syndikat fungerar bäst när "lead investor" har ett klart större aktieinnehav än de andra medlemmarna var för sig  
F – Samordnad verksamhet bland syndikatets medlemmar blir allt svårare när investeringen uppvisar dåligt resultat

Det alternativ som respondenterna instämmer i högst grad med är alternativ B – *"Beslutsfattandet tar längre tid när investeringen förvaltas av ett syndikat jämförs med enskilda investeringar"*. 52% (26 st) av respondenterna instämmer helt eller i hög grad med detta påstående. Därefter följer alternativ F – *"Samordnad verksamhet bland syndikatets medlemmar blir allt svårare när investeringen uppvisar dåligt resultat"*. 46% (23 st) av respondenterna instämmer helt eller i hög grad med detta påstående.

Det alternativ som respondenterna instämmer i lägst grad med är alternativ A – *"Det är mycket svårare att samordna verksamheten när en investering görs genom syndikat"*. 30% (15 st) av respondenterna instämmer i låg grad eller inte alls med detta påstående.

#### 4.5.2. Fråga 19: Till vilken grad instämmer du i följande påståenden angående beslutsfattandet inom ett syndikat rörande investeringsförvaltning?

Denna fråga innehåller sex påståenden som vart och ett kan besvaras med alternativen *instämmer helt*, *instämmer i hög grad*, *indifferent*, *instämmer i låg grad* eller *instämmer inte alls*.



- A – Beslut fattas efter fullständig enighet bland alla medlemmar i syndikatet
- B – Vanligtvis är alla syndikatsmedlemmar eniga om ett beslut
- C – Beslut fattas på basis av syndikatsmedlemmarnas individuella aktieinnehav
- D – "Lead investor" är den mest inflytelserika medlemmen i beslutsfattandet
- E – Beslut fattas efter gemensamma överläggningar mellan alla medlemmar i syndikatet
- F – "Lead investor" fattar beslut som sedan antas av övriga medlemmar i syndikatet

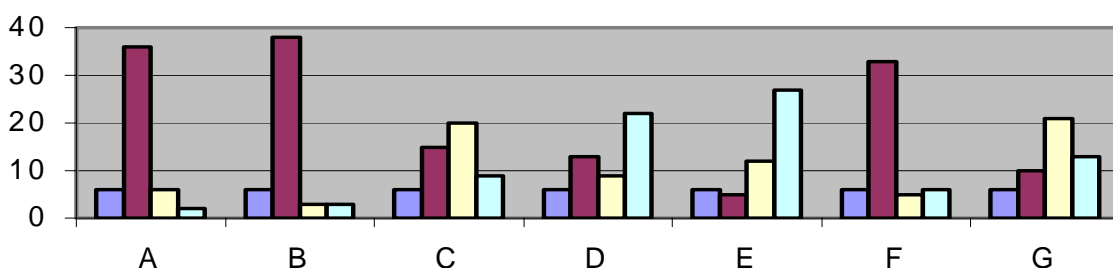
Det alternativ som respondenterna instämmer i högst grad med är *D* - "Lead investor är den mest inflytelserika medlemmen i beslutsfattandet". 56% (28 st) instämmer helt eller i hög grad med detta påstående. Därefter följer alternativ *B* – "Vanligtvis är alla syndikatsmedlemmar eniga om ett beslut" och alternativ *E* – "Beslut fattas efter gemensamma överläggningar mellan alla medlemmar i syndikatet". 54% (27 st) av respondenterna instämmer helt eller i hög grad med dessa båda alternativ.

Det alternativ som respondenterna instämmer i lägst grad med är alternativ *F* - "Lead investor fattar beslut som sedan antas av övriga medlemmar i syndikatet".

## 4.6. Del 6. Rollerna som "Lead investor" och "Non-lead investor i syndikat

I denna del finns det bara en fråga med sju olika påståenden. De olika påståendena har även här en skala mellan 1 och 5, där 1 betyder att man instämmer helt och 5 att man inte instämmer alls.

### 4.6.1. Fråga 20: "Vid förvaltning av investeringar genom syndikat, vad är skillnaden mellan rollen som "lead investor" och "non-lead investor"?"



- Ej svarat
- Instämmer helt eller i hög grad
- Indifferent
- Instämmer i låg grad eller inte alls

- A – "Lead investor" har en mer aktiv roll än "non-lead investor"
- B – "Lead investor" representeras i styrelsen
- C – "Non-lead investor" representeras i styrelsen
- D – "Lead investor" får tillgång till mer information än "non-lead investor"
- E – "Non-lead investor" är beroende av "lead investor" för att få tillgång till information
- F – "Lead investor" har mycket tätare kontakt med företagsledningen än "non-lead investor"
- G "Non-lead investor" söker vägledning från "lead investor" gällande förvaltningen av syndikerade investeringar

Påstående B – "Lead Investor representeras i styrelsen" var det påståendet där respondenterna instämde i högsta grad, hela 76% (38 st) ansåg att så var fallet. I påstående A – "Lead Investor har en mer aktiv roll än Non-Lead Investor" instämmer 72% (36 st) av respondenterna med att lead investor har en mer aktiv roll. Vad gäller det påstående där respondenterna instämmer i låg grad eller inte alls fick alternativ E – "Non-Lead Investor är beroende av Lead Investor för att få tillgång till information" högst utslag med 54% (27 st). Men det ska nämnas att i detta påstående fick sammanslagningen av alternativ 1 och 2, alltså de som instämde helt eller i hög grad, enbart 10% (5 st) av åsikterna, medan alternativ 3 som är av mer indifferent åsikt hamnade på 24% (12 st).

## 5. Analys

### 5.1. Hypotesförklaringar

Vi har alltså som grund för vår uppsats ställt upp 8 hypoteser. Dessa hypoteser skall vi analysera och jämföra med de resultat som framkom av vår enkätundersökning. De baseras i störst utsträckning på de frågor som på förhand var utarbetade i enkäten. Vi anser att genom att ställa upp dessa hypoteser och sedan systematiskt analysera dem, kommer vi att ge läsaren en övergripande bild av våra respondenters attityder till syndikatsbildningar.

Vissa hypoteser kan vid en första anblick verka lite breda till sin karaktär, men detta har ett syfte. Genom att vi i vår uppsats är begränsade av frågorna och svaren i enkäten blir också de hypoteser vi har möjlighet att ställa begränsade. Dessa hypoteser kan ju sedan antingen accepteras eller förkastas, men vårt syfte är inte acceptera så många hypoteser som möjligt, utan snarare att ge en så övergripande och beskrivande bild som möjligt av våra respondenters attityder.

Här nedan presenterar vi hypoteserna var för sig. Vi skall också försöka ge läsaren en bild av hur vi tänkt när vi kommit fram till dem.

#### **1. Vi antar att den främsta orsaken till att göra syndikatsinvesteringar karakteriseras av att investeringen innebär en HÖG RISK.**

När en form av kapitalinsats skall göras i ett utvecklingsföretag eller ett företag som ännu inte etablerats på marknaden, innebär detta givetvis någon form av risk för investeraren. Man skulle därför kunna tänka sig att ett medel för att minska denna risk är att sprida den. Om flera VC företag tillsammans investerar i ett portföljbolag, alltså genom syndikat, borde denna risk minska. Det är därför lätt att tänka sig att den främsta orsaken till syndikatsbildningar är för att investeringen innebär en hög risk.

Gomper and Lerner angav som ett motiv till syndikatsbildningar att företagen ville diversifiera sin portfölj, vilket också får riskspridning som följd.

Även under presentationen av NUTEKS 3:e kvartalsrapport 2001 den 27 november, var det främst riskspridning som framhölls av talaren som motiv till syndikatsbildningar. Hur väl detta uttalande var underbyggt med statistiska siffror framgick dock inte. Det är främst dessa faktorer som ligger till grund för vår hypotes.

#### **2. Vi antar att de främsta motiven till att inta ställningen som non-lead investor i ett syndikat är för att få bättre erfarenhet inom de branscher, investeringsfaser eller geografiska regioner där man känner att lead investor har större erfarenhet.**

Denna hypotes baseras främst på fråga 13 i vår enkät. Om man vill ingå i ett syndikat, men inte vill inta rollen som lead investor, borde det finnas ett motiv till detta.

Vi ansåg när vi satte upp denna hypotes att de främsta motiven bakom detta val borde vara att skaffa sig erfarenhet inom områden där man normalt sett inte investerar.



### **3. Vi antar att storleken på företaget påverkar rollen man intar i ett syndikat.**

Denna hypotes baseras inte enbart på en fråga i enkäten. Vi kommer att definiera storleken på ett VC företag som den största kapitalinsats företaget är berett att göra. Detta framkommer av fråga 4 i undersökningen.

Ju större kapitalinsats man är beredd att investera desto ”större” anser vi företaget vara. Detta är givetvis bara en definition på hur ett företags storlek kan klassificeras, men vi kommer att hålla oss till denna definition.

Detta ville vi sedan mäta mot det antal företag som för tillfället agerar som lead investor.

Detta framkommer av påstående a och c i fråga 8.

### **4. Vi antar att det främsta motivet (kriteriet) för att välja en investeringspartner är dennes förmåga att välja bra investeringar.**

Både när man agerar som lead och non-lead investor i ett syndikat har man innan man gått in i syndikatet gjort ett avgörande val. Detta val av partner måste motiveras av vissa bakomliggande faktorer. Vad är det då som ligger bakom detta val? Vi anser att det borde vara den potentiella partners historiska förmåga att välja ut bra och lönsamma investeringar som är den avgörande faktorn.

Genom att analysera svaren på frågorna 14 och 15 i vår enkät skall vi försöka utreda denna hypotes.

### **5. Vi antar att det är en allmän åsikt hos våra respondenter att lead och non-lead investors har olika stora aktieinnehav.**

Denna hypotes har vi valt till att utgöra huvudhypotesen inom ett område som berör attityder till de olika rollernas ekonomiska hierarki inom den gemensamma investeringen. Vi har även ställt en underhypotes som lyder; **Vi antar att lead investor har ett större aktieinnehav i investeringen än non-lead investors var för sig.**

Genom att ställa upp dessa hypoteser skall vi försöka utreda det inbördes förhållande som råder mellan de olika investerarna. Om man tar på sig huvudansvaret för en investering ligger det enligt oss nära till hands att anta att lead investor också innehar den största aktieposten i portföljbolaget.

Dessa hypoteser baseras sig på fråga 16 i undersökningen.

### **6. Vi antar att våra respondenter anser att det är svårare att samordna verksamheten inom ett syndikat än om man beslutar att investera ensam.**

Denna hypotes baseras på fråga 18 i undersökningen. Här rör det sig om huruvida ett syndikat i sig kan ge upphov till organisatoriska svårigheter. Ju fler investerare som har gått samman desto svårare kan samordningen av verksamheten bli, enligt vår hypotes. Vi tror att våra respondenter i högre grad anser att detta är fallet än att det inte skulle finnas några svårigheter inom detta område överhuvudtaget.

### **7. Vi antar att en allmän åsikt hos våra respondenter är att det finns en skillnad i beslutsfattandet inom ett syndikat mellan lead och non-lead investors.**

Denna hypotes baseras på fråga 19 i undersökningen. Vi vill genom att ställa denna hypotes påvisa att det finns en åsikt att beslutsfattandet inom ett syndikat inte är helt demokratiskt. Vi resonerade att det borde finnas skillnader om det nu existerar olika stora aktieinnehav inom syndikatet. Man skulle ju kunna tänka sig att lead investors har större beslutsrätt eftersom dessa har påtagit sig huvudansvaret för investeringen.

Denna hypotes har vi valt att göra något "bred" för att på bättre sätt analysera om och isåfall vem som har störst beslutsrätt. Med bred menar vi att hypotesen bara antar att det finns en skillnad och inte vem som har störst beslutsrätt. Genom detta försöker vi också analysera i helhet hur beslutsfattandet ser ut i ett syndikat.

## **8. Vi antar att den allmänna åsikten hos våra respondenter är att lead investor har en mer aktiv roll i förvaltningen av investeringen och i kontakten med portfölj företaget än non-lead investor.**

Vi baserade denna hypotes på fråga 20 i vår undersökning. Denna fråga berör eventuella skillnader i förvaltningen mellan lead och non-lead investors. Vi anser att det borde avspeglas i respondenternas attityder att den som har huvudansvaret för investeringen också är den som har en mer aktiv roll både vad gäller förvaltning och kontakt med portföljbolaget.

Fråga 20 innefattar sådana påståenden som rör t.ex. styrelse, informationstillgång och kontakt med portföljbolagets ledning.

Även denna hypotes har en bred karaktär för att vi på ett så utförligt sätt som möjligt skall kunna utreda skillnaderna.

## **5.2. Hypotesprövning**

### **5.2.1. Hypotes 1: "Vi antar att den främsta orsaken hos våra respondenter till att göra syndikatsinvesteringar karaktäriseras av att investeringen innebär en hög risk".**

#### **Förutsättningar**

Förutsättningarna för att pröva denna hypotes ligger i del 2 i enkäten, vilken behandlar motiv för att bilda syndikat. Vi har till att börja med valt att välja ut de påståenden ur enkäten utifrån vilka vi kan tolka att det ligger en vilja hos respondenterna att sprida risken i investeringen.

I enkäten finns det två uppenbara påståenden som blir de primära faktorerna att se till när vi prövar hypotesen. Det första återfinns i **fråga 11 – "Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att investera genom syndikat?"** och påståendet lyder, *K - "Investeringen innebär en hög riskgrad"*. Det andra påståendet är starkt knutet till det ovan nämnda och finns i **fråga 12 – "Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att INTE investera genom syndikat?"**, och lyder, *B - "Investeringen innebär en låg riskgrad"*.

Ur dessa båda påståenden skulle vi snabbt kunna se om det är riskspridning som är det viktigaste motivet för att investera genom syndikat. Vi har dock valt att även titta på andra motiv än de båda ovan nämnda. Detta för att vi anser att dessa övriga faktorer även de innebär en form av riskspridning, även om det inte är lika tydligt uttryckt i påståendet. Vi menar att om dessa faktorer ligger till grund för syndikatbildning innebär det att företagen försöker att minska risken i investeringen genom att ta hjälp av andra företag.

De övriga faktorer vi tittar på är osäkerhetsfaktorer inom bransch, region och investeringsfaser. Bland dessa tittar vi på följande påståenden;

- *A - "Investeringen ligger utanför de branscher Ni vanligen investerar inom"*
- *C - "Bristen på externa branschexperter"*
- *B - "Investeringen ligger utanför de geografiska regioner Ni vanligen investerar inom"*
- *D - "Investeringen ligger utomlands"*
- *L - "Behovet av att rådfråga andra venture-capital företag innan investeringen görs"*

## Hypotesprövning

För att nu se om hypotesen skall accepteras eller förkastas återkommer vi till de diagram och procentsatser som vi tidigare presenterat.

Om vi ser till påståendet att *K - "Investeringen innebär en hög riskgrad"* så är det 46% av respondenterna som ansett detta vara ett väldigt viktigt eller viktigt motiv till att investera genom syndikat. 18% av respondenterna anser detta vara mindre viktigt eller inte alls viktigt. Att *B - "Investeringen innebär en låg riskgrad"* anser endast 24% vara väldigt viktigt eller viktigt för att inte investera genom syndikat, vilket pekar på att graden av risk inte är det primära för valet att investera genom syndikat.

För de övriga påståendena vi valt att se som ett sätt att sprida risken anser endast 24% att det är väldigt viktigt eller viktigt att investeringen ligger utanför de branscher de vanligen investerar inom, medan hela 56% anser detta vara mindre viktigt eller inte viktigt alls.

För påståendet att bristen på externa branschexperter skulle vara ett motiv för syndikat anser endast 16% att detta är väldigt viktigt eller viktigt och 54% anser det vara mindre viktigt eller inte alls viktigt. Att investeringen ligger utomlands anser 22% vara väldigt viktigt eller viktigt och hela 54% anser det vara mindre viktigt eller inte viktigt alls.

Behovet av att rådfråga andra VC företag innan en investering görs anser 56% vara väldigt viktigt eller viktigt och endast 14% anser detta vara mindre viktigt eller inte viktigt alls.

Kan vi då genom dessa ovan nämnda påståenden sluta oss till att det största motivet för att investera genom syndikat är riskspridning?

Svaret på detta är nej. När vi ser till alla faktorer som vi fått svar på i enkäten under frågorna som rör motiv för syndikatbildning ser vi en tydlig tendens.

De påståenden som flest av våra respondenter ansett vara väldigt viktigt eller viktigt som motiv för att bilda syndikat är alla en fråga om behovet av kapital. Påståendena *H - "Det krävs ytterligare kapital"* och *G - "Investeringens omfattande storlek i förhållande till disponibla medel"* är de viktigaste motiven. 62% av våra respondenter har ansett dessa båda motiv vara väldigt viktigt eller viktigt och endast 14% har ansett de vara mindre viktigt eller inte viktigt alls.

Det tredje viktigaste motivet är *I - "Investeringens storlek i förhållande till företagets genomsnittliga investeringsstorlek"*. 56% av respondenterna har ansett detta vara väldigt viktigt eller viktigt.

## Resultat

Detta resulterar i att vår hypotes förkastas. Resultatet av analysen ovan säger alltså att det viktigaste motivet för respondenterna att bilda syndikat är en fråga om kapital, dvs att det disponibla kapitalet i det enskilda företaget inte är tillräckligt. Vid brist av disponibelt kapital söker man investeringspartners för att kunna genomföra investeringen.

Riskspridning som motiv för att bilda syndikat ansågs alltså inte lika viktigt som behovet av kapital. Resultatet av enkäten visar dock att riskspridning som motiv för att ingå i syndikat anses vara det motiv som näst efter kapitalbehovet är det viktigaste.

## 5.2.2. Hypotes 2: ”Vi antar att de främsta motiven till att inta ställningen som en non-lead investor i ett syndikat är för att skaffa erfarenhet inom; bransch, investeringsfaser eller region där man känner att en lead investor har större erfarenhet”

### Förutsättningar

Denna hypotes knyts precis som ovan till del 2, dvs. motiv för att bilda syndikat. Frågan som behandlar de olika områdena bransch, investeringsfaser och region finner vi i fråga 13- **”Hur viktiga är följande faktorer för Ert beslut att gå med i ett syndikat som non-lead investor?”**

I denna hypotes antar vi då att de företag som intar rollen som non-lead gör detta för att skaffa sig erfarenhet inom områden de inte är speciellt bevandrade i. De områden vi har valt att begränsa oss till är de ovan nämnda. Anledningen till detta är att förutom den finansiella avkastning man räknar med att generera, så kan man även skaffa sig erfarenhet för framtida investeringar.

### Hypotesprövning

När det gäller området bransch så finns det tre påståenden där respondenten ska förmedla sin åsikt om de anser att det är väldigt viktigt, viktigt, indifferent, mindre viktigt eller inte alls viktigt. Påstående *C* - ”*Investeringen görs i en bransch där ni anser vara specialiserade*”. I detta påstående ansåg 34% av respondenterna att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och 26% att det var väldigt viktigt eller viktigt. Påstående *D* - ”*investeringen görs utanför de branscher ni vanligen investerar inom*”, här ansåg 40% att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och 26% att det var väldigt viktigt eller viktigt. Påstående *I* - ”*För att skaffa erfarenhet inom en särskild bransch/affärsområde*”, utfallet av detta gav att 42% ansåg att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och 26% att det var väldigt viktigt eller viktigt.

Vad gäller området investeringsfas så innefattar även detta tre påståenden. Påstående *E* - ”*Investeringen görs i en investeringsfas där ni anser er vara specialiserade*”, som gav ett utfall av att 42% ansåg att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och endast 12% ansåg det vara väldigt viktigt eller viktigt. Påstående *F* - ”*Investeringen görs utanför de investeringsfaser där ni vanligen investerar*”, vilket gav ett resultat av att 44% tyckte att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och 24% att det var väldigt viktigt eller viktigt. Påstående *J* - ”*För att skaffa erfarenhet inom en särskild investeringsfas*”, där 46% ansåg det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och 16% att det var väldigt viktigt eller viktigt.

Det sista området handlar om region. Detta område innefattar precis som ovan tre påståenden. Påstående *G* - ”*Investeringen görs i en geografisk region där ni vanligen investerar*”. Här ansåg respondenterna till en grad av 48% att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och till en grad av 16% att det var väldigt viktigt eller viktigt. Påstående *H* - ”*Investeringen görs utanför de geografiska regioner där ni vanligen investerar*”, i detta påstående ansåg 48% att det var mindre viktigt eller inte alls viktigt och endast 12% ansåg att det var väldigt viktigt eller viktigt. Påstående *K* - ”*För att skaffa erfarenhet inom en särskild geografisk region*”, här anser 48% av respondenterna att det är mindre viktigt eller inte alls viktigt och 20% att det är väldigt viktigt eller viktigt. Resultaten ovan hör alla till den hypotes vi har antagit. Man kan tydligt se att de område vi valt inte hamnar bland de primära orsakerna för att gå med i ett syndikat som non-lead investor. Däremot finns det två påståenden som respondenterna anser vara av stor vikt för medverkanen i ett syndikat som non-lead investor. Det första påståendet

lyder enligt följande; *N* - "Sannolikheten att externt kapital kommer att behövas", där 36% anser det vara väldigt viktigt eller viktigt och 34% att det är mindre viktigt eller inte alls viktigt. Nästa påstående är; *P* - "De finansiella villkoren för investeringen", där 42% anser det vara väldigt viktigt eller viktigt och 28% att det är mindre viktigt eller inte alls viktigt.

Frågan som ska besvaras är då om vi kan ansluta oss till att den största anledningen för att gå med i ett syndikat som non-lead investor är för att skaffa sig erfarenhet inom bransch, investeringsfas eller region. Svaret på detta är ett entydigt nej och det gäller alla de nämnda områdena.

## Resultat

Enligt ovan resulterar detta i att vi kommer att förkasta vår hypotes. Det som istället är av stor vikt att bejaka är att den främsta anledningen för att medverka i ett syndikat som non-lead investor är de finansiella villkoren för investeringen samt eventuell avsaknad på kapital

### 5.2.3. Hypotes 3: "Vi antar att storleken på företaget påverkar rollen man intar i ett syndikat"

#### Förutsättningar

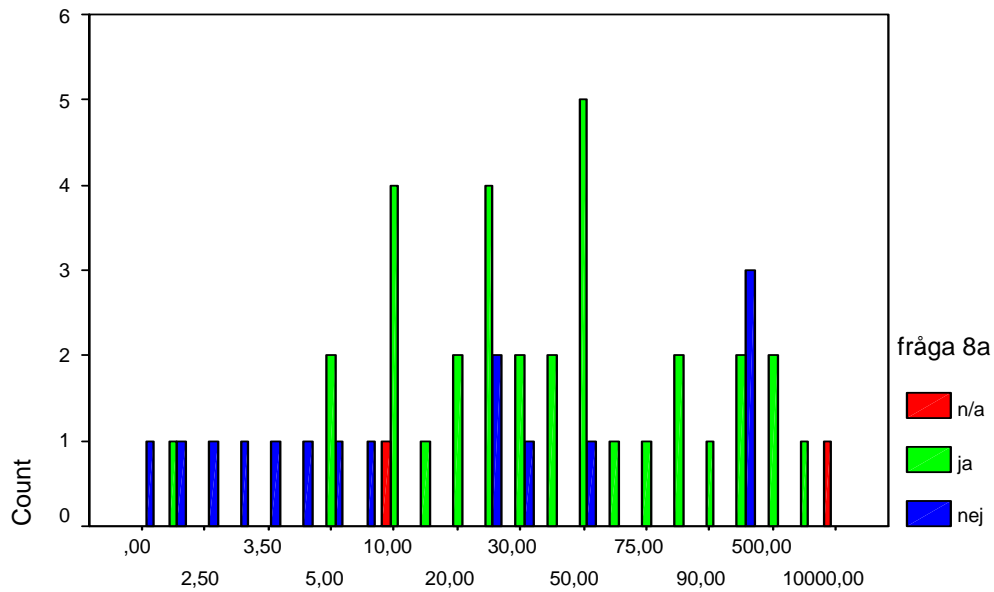
Denna hypotes hör till del 1 av enkäten som behandlar den allmänna informationen om de företag vi tar oss an. I hypotesen relaterar vi storleken på företagen till den maximala kapitalinsats de är beredda att göra. Denna relation hör till fråga 4 i enkäten; "***Vilken är den maximala investering Ert företag är berett att göra?***". Men denna fråga måste självklart kombineras med en fråga som beskriver vilken position man intar i syndikatet. Denna fråga är fråga 8 i enkäten; "***I vilken utsträckning har Ert företag varit, och i vilken utsträckning är det, verksamt i privata syndikatinvesteringar?***" där vi måste använda oss av två påståenden. Dessa lyder som följande; *A* - "Är Ert företag för närvarande verksamt som lead investor i en syndikatinvestering?" och *C* - "Har Ert företag vid något tidigare tillfälle varit verksamt som lead investor i en syndikatinvestering?". Denna hypotes skiljer sig en aning från de andra hypoteserna, där påståendena oftast ger respondenterna en möjlighet att ta ställning bland fem olika grader i hur de känner för påståendet. I denna hypotes är istället fråga 4 en öppen fråga, där respondenterna själv anger hur mycket kapital de är beredda att investera. I den andra frågan vi använder oss av, dvs. fråga 8, kan respondenterna enbart svara ja eller nej. För att på ett tydligare sätt kunna visa skillnaderna i de olika positionerna, har vi här tagit bort de som inte svarat.

#### Hypotesprövning

Vi ska nu kontrollera om vår hypotes ska accepteras eller förkastas. Första jämförelsen är kombinationen mellan den maximala investering man är beredd att göra och om man i nuläget är verksamt som lead investor i ett syndikat. Detta visar diagram A nedan. Om vi ser till de elva minsta företagen, så är det bara tre stycken som agerar som lead investor, vilket motsvarar 27,3%. I resterande företag agerade 30 företag av 37 svarande som lead investor, vilket motsvarar 81,1%. Skillnaden mellan de två anser vi vara markant. I den andra jämförelsen, som diagram B nedan visar, kombinerar vi den maximala investering man är beredd att göra med om man någon gång varit verksamt som lead investor i ett syndikat. Om vi även här ser till de elva minsta företagen så har sex företag av elva någon gång agerat som lead investor, vilket motsvarar 54,5%. I resterande företag har 30 företag av 35 svarande

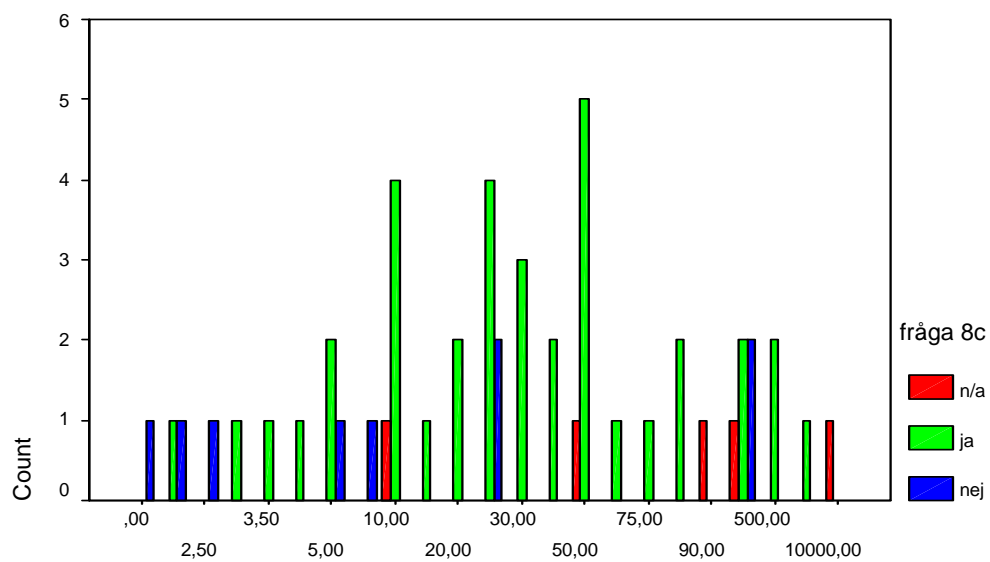
någon gång agerat som lead investor, vilket motsvarar 85,7%. Skillnaden i denna kombination är inte lika markant, men ändå tillräcklig för att åskådliggöra skillnader.

**Diagram A (n/a=Ej svarat)**



fråga 4

**Diagram B (n/a=Ej svarat)**



fråga 4

## Resultat

Detta resulterar i att vår hypotes accepteras. I de företag utöver de elva minsta, hamnar vi på procentsatser som 81,1% och 85,7% i positionen lead, vilket tydligt visar att storleken på företaget påverkar rollen man intar i syndikatet.

### 5.2.4. Hypotes 4: ”Vi antar att det främsta motivet (kriteriet) för att välja en syndikeringspartner är dennes förmåga att välja bra investeringar”

#### Förutsättningar

Förutsättningarna för att pröva denna hypotes ligger i del 3 av enkäten. I de två frågor som ingår i denna del presenteras ett antal påståenden som rör kriterier för val av syndikeringspartner.

I fråga 14 – ”*Hur viktiga är följande faktorer, när Ni fungerar som lead investor, för Ert val av SYNDIKERINGSPARTNER?*” behandlas de kriterier en lead investor har för valet av partner i syndikatet. I fråga 15 – ”*Hur viktiga är följande faktorer för Ert val att GÅ MED I ETT SYNDIKAT som NON-LEAD INVESTOR?*” rör det sig om hur en non-lead investor bedömer lead investor i ett syndikat. Dessa båda frågor är snarlika, men de ser från olika infallsvinklar på kriterier för hur val av partner bör prioriteras.

Vi har även i denna hypotes valt ut ett antal påståenden ur de båda frågorna. Vi anser att om dessa påståenden prioriteras HÖGST, dvs att flest antal respondenter procentuellt sett prioriterar dem, så bör vår hypotes hålla.

Påståendena vi valt ur fråga 14 är;

- D – ”Partner uppfattas som specialiserad på urval och förvaltning av investeringar”*
- I – ”Partnerns personal är känd för att välja bra investeringar”*

Ur fråga 15 har vi valt påstående;

- B – ”Lead investor i syndikatet är känd för att välja bra investeringar”*

Vi anser alltså att dessa påståenden är relevanta för att pröva vår hypotes. Nu återstår att se huruvida dessa kriterier kan anses vara de främsta för val av potentiell partner.

#### Hypotesprövning

För att vi skall kunna pröva denna hypotes får vi se tillbaka på de siffror som kom fram i dessa frågor.

Under fråga 14 var det 50% av respondenterna som ansåg att påstående D var väldigt viktigt eller viktigt, indifferensen var 18% och de som ansåg detta mindre eller inte alls viktigt var endast 14%. Vad gäller påstående I var det dock endast 40% av respondenterna som ansåg vara väldigt viktig eller viktig. Indifferensen i påståendet var dock hela 28% och de som ansåg detta påstående vara mindre viktigt eller inte alls viktigt var 14%.



Vad gäller påstående B i fråga 15 var det 58% som ansåg detta väldigt viktigt eller viktigt. Indifferensen låg här endast på 8% och 16% ansåg det mindre eller inte alls viktigt.

Det allra viktigaste påståendet i fråga 14 var emellertid inte något av de vi tog upp för att stödja vår hypotes.

Påstående F – ”Partnern är känd för att vara pålitlig” var det allra viktigaste för respondenterna med hela 68%. Indifferensen var endast på 6% och de som ansåg påståendet mindre eller inte alls viktigt var 10%

I fråga 15 var påstående A – ”Lead investor är känd för att vara pålitlig” det som 64% av respondenterna ansåg väldigt viktigt eller viktigt. Indifferensen var 8 % och de som ansåg det mindre eller inte alls viktigt var 12%.

Vid en rangordning av de väldigt viktiga eller viktiga alternativen i fråga 14 blir F högst följt av;

J – ”Goda erfarenheter av tidigare samarbete med partner i syndikerade problemfall” 56%

C – ”Bra tidigare resultat” 54%

I fråga 15 har vi först A sedan;

H – ”Goda erfarenheter av tidigare samarbete med lead investor i syndikerade problemfall” 62%

B – ”Lead investor är känd för att välja bra investeringar” – alltså 58%

## Resultat

Vi måste här sluta oss till att vår hypotes måste förkastas. Av ovan nämnda påståenden kan vi se att partners förmåga inte är högst prioriterad vid val av syndikeringspartner, oavsett om det är en non-lead investor som väljer eller en lead investor.

Det viktigaste är helt klart pålitligheten följt av att ett gott tidigare samarbete existerat mellan parterna.

Även om vår hypotes förkastas kan vi se att det inte är helt oviktigt att partnern har en god förmåga att välja bra investeringar. I fråga 15 utgjorde detta alternativ som vi kan se ovan det tredje främsta.

**5.2.5. Hypotes 5: ”Vi antar att det är en allmän åsikt hos våra respondenter att lead investor och non-lead investors har olika stora aktieinnehav.”**

**”Vi antar vidare att lead investor har ett större aktieinnehav i investeringen än non-lead investors var för sig.”**

## Förutsättningar

Denna hypotes knyts till del 4 i enkäten, vilken behandlar investeringsavtal inom syndikat. Förutsättningarna för att pröva denna hypotes ligger i två stycken påståenden i enkäten, hämtade ur fråga 16 – ”*Till vilken grad instämmer du i följande påståenden?*”. Dessa två påståenden lyder;

- A - ”Vanligtvis har lead investor och non-lead investor i ett syndikat likvärdiga aktieinnehav”
- C - ”Vanligtvis har lead investor ett större aktieinnehav än alla non-lead investors var för sig”

För att kunna pröva denna hypotes måste vi ställa dessa båda påståenden mot varandra. För att hypotesen skall kunna accepteras gäller att mindre än 2/3 av våra respondenter instämmer i låg grad eller inte alls i påståendet om att lead investor och non-lead investor har olika stora aktieinnehav, samtidigt som mer än hälften instämmer helt eller i hög grad i påståendet att lead investor har ett större aktieinnehav än alla non-lead investors var för sig.

För att jämföra dessa har vi valt att titta på de respondenter som valt att ta ställning till påståendet. Med detta menas att vi ej räknar med de respondenter som ej besvarat frågan och ej heller de respondenter som varit indifferent.

## Hypotesprövning

Vi börjar med att titta på påståendet att *"Vanligtvis har lead investor och non-lead investor i ett syndikat likvärdiga aktieinnehav"*. 24% av respondenterna instämmer helt eller i hög grad, medan 44% instämmer i låg grad eller inte alls. Då 20% av respondenterna är indifferent till påståendet och 12% inte har svarat alls, blir fördelningen av de som tagit ställning till påståendet att ca 35% instämmer helt eller i hög grad och ca 65% instämmer i låg grad eller inte alls. Vi kan i och med detta inte direkt sluta oss till att det är en allmän åsikt att lead investor och non-lead investor har olika stora aktieinnehav i ett syndikat. Majoriteten instämmer dock i detta påstående.

För att gå vidare med hypotesens andra del tittar vi på påståendet att *"Vanligtvis har lead investor ett större aktieinnehav än någon av non-lead investor var för sig"*.

62% av respondenterna instämmer helt eller i hög grad med detta påstående och 12% instämmer i låg grad eller inte alls. När vi räknar endast de som valt att ta ställning till påståendet blir siffrorna än mer tydliga. 84% av de respondenter som tagit ställning till påståendet instämmer helt eller i hög grad och 16% instämmer i låg grad eller inte alls. I och med detta har vi ett klart påstående som håller enligt våra krav. Det första påståendet höll inte riktigt men det är ett gränsfall som ändå visar på att majoriteten instämmer i låg grad eller inte alls med likvärdiga aktieinnehav.

Intressant att titta på i samband med denna hypotes är även påståendet att *"Vanligtvis har lead investor ett större aktieinnehav än alla non-lead investors sammanlagt"*.

I detta påstående instämmer endast 10% helt eller i hög grad, medan 48% instämmer i låg grad eller inte alls. Vi skulle alltså kunna sluta oss till att det vanligtvis inte är så att lead investor har ett större aktieinnehav än alla non-lead tillsammans. Att en del av våra respondenter anser att lead investor har ett större aktieinnehav än alla non-lead tillsammans, skulle kunna bero på att i de fall då syndikatet består av endast två (eller ett fåtal) medlemmar vore det naturligt att lead har ett större aktieinnehav än non-lead tillsammans.

## Resultat

Resultatet av denna hypotesprövning är att enligt respondenterna i vår undersökning har vanligtvis lead investor och non lead investor olika stora aktieinnehav. Lead investor har ett större innehav än non-lead investors var för sig, men ej större än alla non-lead tillsammans.

### 5.2.6. Hypotes 6: ”Vi antar att våra respondenter anser att det är svårare att samordna verksamheten och mer tidskrävande inom ett syndikat än om man beslutar att investera ensam”

#### Förutsättningar

Denna hypotes hör till del 5 av enkäten och handlar om ledning av syndikat. Här kan man antingen instämja helt, instämja i hög grad, vara indifferent, instämja i låg grad eller inte alls. Till denna fråga som är fråga 18 i enkäten; ”*Till vilken grad instämmer du i följande påståenden?*” har vi valt ut två påståenden som hör till samordning av syndikat och två påståenden som hör till tidsaspekten av genomförandet. Om antalet som instämmer är större än de som ej instämmer kommer hypotesen att accepteras.

#### Hypotesprövning

Här tar vi oss an problemet enligt ordningen ovan. Påstående; A - ”*Det är mycket svårare att samordna verksamheten när en investering görs genom syndikat*”, i detta påstående instämmer 34% helt eller i hög grad och 30% instämmer i låg grad eller inte alls. Påstående; C - ”*Desto fler medlemmar i ett syndikat, desto svårare blir det för medlemsföretagen att samordna verksamheten*”, utfallet av detta gav att 44% instämde helt eller i hög grad och endast 6% instämde i låg grad eller inte alls. Nästa steg är då tidsaspekten. Påstående; B - ”*Beslutsfattandet tar längre tid när investeringen förvaltas av ett syndikat jämfört med enskilda investeringar*”. Detta påstående är också det påstående där respondenterna instämmer i högsta grad, 52% instämmer helt eller i hög grad och 12% instämmer i låg grad eller inte alls. Påstående; D - ”*Desto fler medlemmar i ett syndikat, desto längre tid tar beslutsfattandet*”, utfallet av detta gav att 44% instämde helt eller i hög grad i påståendet och 14% instämde i låg grad eller inte alls.

Nu har vi de olika förutsättningarna för denna hypotes och ska utifrån dessa testa om hypotesen ska accepteras eller förkastas. Enligt ovan valde vi ut två påståenden till samordning av syndikat och två påståenden angående tidsaspekten. Genomgående hamnade alla fyra påståendena på den sidan där man instämmer med påståendet, vilket innebär att vår hypotes kommer att accepteras.

#### Resultat

Vår hypotes accepterades. Detta innebär att majoriteten av respondenterna anser att både samordningen av verksamheten och genomförandet av beslutsfattandet är mer tidskrävande i ett syndikat än om man beslutar att investera ensam. Detta resultat var enligt vår mening inte så överraskande, då det är ganska logiskt att det både blir svårare att samordna verksamheten och mer tidskrävande när många parter är inblandade. Både problem och lösningar måste kanaliseras till alla de medverkande parterna, vilket leder till att processen får en längre väg att vandra.

### **5.2.7. Hypotes 7: ”Vi antar att en allmän åsikt hos våra respondenter är att det finns en skillnad i beslutsfattandet inom ett syndikat mellan lead och non-lead investors”**

#### **Förutsättningar**

Förutsättningarna för att besvara denna hypotes ligger i del 5 av enkäten, liksom i föregående hypotes. Vi baserar helt denna hypotes på fråga 19 – *”Till vilken grad instämmer du i följande påståenden angående beslutsfattandet inom ett syndikat rörande investeringsförvaltning?”*.

Vi har här inte valt ut ett antal påståenden som kan stödja vår hypotes eftersom vi valde att göra denna tämligen bred. Vi väljer här istället att analysera varje påstående var för sig, samt fokusera på ytterligheterna av de som anses instämna eller inte instämna. Det är svårt att ta ställning till indifferensen och till de som ej har svarat eftersom de inte enligt vår åsikt tar ställning i frågan. Vi tar istället ut de som verkligen tar ställning till påståendet och klassificerar dessa enligt 2 ytterligheter; de som instämmer helt eller i hög grad och de som instämmer i låg grad eller inte alls. Dessa två grupper visar vi sedan den procentuella fördelningen på. Vi menar härmed att en ”allmän åsikt” är när mer än 2/3 av de som tagit ställning finns i någon av dessa ytterligheter.

Vi kommer dock även att presentera alla totalsiffror under varje påstående för att läsaren skall få en bild av vad alla respondenter svarat.

*Påstående A – ”Beslut fattas efter fullständig enighet bland alla medlemmar i syndikatet”*

På detta svarade 28% att de instämde helt eller i hög grad, 36% var indifferent, 22% instämde i låg grad eller inte alls och 14 % svarade ej.

Detta motsvarar 56% instämmande och 44% ej instämmande av de som tagit ställning.

Detta visar att respondenterna i sin helhet verkar lite tveksamma till detta påstående. Av de som tagit ställning finns ungefär lika många instämmande som inte instämmande.

Indifferensen i denna fråga är också tämligen hög. Det verkar inte finnas en allmän åsikt att en fullständig enighet måste råda innan ett beslut kan fattas inom syndikatet. Eftersom skillnaden mellan ej instämmande och instämmande är ganska marginell och ingen ytterlighet var större än 2/3 kan ingen direkt slutsats dras här.

*Påstående B – ”Vanligtvis är alla syndikatsmedlemmar eniga om ett beslut”*

På detta påstående svarade hela 54% att de instämmer helt eller i hög grad, 18% var indifferent, 16% instämde i låg grad eller inte alls och 12% svarade ej.

Detta motsvarar 77% instämmande och 23% ej instämmande av de ställningstagande.

Detta påstående kan enligt vår åsikt till viss del verka som ett komplement till påstående A. Här ser vi att flertalet respondenter verkar anse att det vanligtvis finns en enighet i besluten mellan medlemmarna i ett syndikat. Det verkar således råda en allmän åsikt att det finns en konsensus i besluten eftersom mer än 2/3 anser detta. Vad man dock måste tänka på är att det inte nödvändigtvis behöver råda total enighet för att ett beslut skall kunna fattas, utan att det endast är vanligt att enighet förekommer.

*Påstående C – ”Beslut fattas på basis av syndikatsmedlemmarnas individuella aktieinnehav”*

I detta påstående instämde 18% helt eller i hög grad, 28% var indifferent, 38% instämde i låg grad eller inte alls och 14% svarade ej.

Detta motsvarar 31% instämmande och 69% ej instämmande.

Detta tyder på att det inte är en allmän åsikt att beslutsrätten beror på individuella aktieinnehav. Den är enligt vår åsikt inte allmän eftersom 69% ej instämde i detta påstående, vilket är strax över 2/3. Eftersom 31% instämde kan det i vissa syndikat tydligen finnas en tendens att beslutsordningen beror på aktieinnehav, men det är inte en allmän åsikt.

*Påstående D – ”Lead investor är den mest inflytelserika medlemmen i beslutsfattandet.”*

56% av respondenterna instämde helt eller i hög grad med detta, 24% var indifferent, 8% instämde i låg grad eller inte alls och 12% svarade ej.

Detta motsvarar 88% instämmande och 12% ej instämmande.

Har ser man tydligt att den allmänna åsikten är den att lead investor verkligen har mest inflytande i beslutsfattandet.

*Påstående E – ”Beslut fattas efter gemensamma överläggningar mellan alla medlemmar i syndikatet”*

I detta påstående är det 54% som helt eller i hög grad instämmer, 26% är indifferent, 8% instämde i låg grad eller inte alls och 12% besvarade ej påståendet.

Detta motsvarar 87% instämmande och 13% ej instämmande av de som tog ställning.

Detta påstående är i sig intressant eftersom det kan sägas hänga ihop med påstående A och B. Det verkar som om en slags demokratisk ordning i besluten inom syndikaten är en allmän åsikt bland respondenterna. Detta trots att det tydligen inte alltid behöver finnas en fullständig enighet bland alla medlemmar, vilket till viss del visades i påstående A.

*Påstående F – ”Lead investor fattar beslut som sedan antas av övriga medlemmar i syndikatet.”*

I detta påstående var det 4% av de tillfrågade som instämde helt eller i hög grad, 30% var indifferent, 52% instämde i låg grad eller inte alls och 14% svarade ej.

Detta motsvarar 7% som instämmer helt eller i hög grad och 93% som instämmer i låg grad eller inte alls av de som tog ställning.

Här ser vi tydligt att det inte är en allmän åsikt att lead investor har fullständig makt över besluten, trots att denne verkar vara den mest inflytelserike medlemmen.

## Hypotesprövning

Vi anser att vi genom att ha analyserat dessa påståenden kan sluta oss till att vår hypotes accepteras. Detta därför att lead investor i så hög grad anses vara den mest inflytelserike medlemmen över besluten i ett syndikat.

## Resultat

Även om största delen av de respondenter som tagit ställning här anser att en gemensam konsensus råder vid beslutsfattandet, framträder ändå lead investor som den främste.

Detta tyder på att det är en allmän åsikt att vissa skillnader råder mellan medlemmarna.

Det intressanta i denna fråga är påstående A. Här är det förvisso fler som anser att en fullständig enighet måste råda innan besluten fattas än de som inte instämde i detta.

Skillnaden är dock inte markant. Det verkar i många fall som att det inte nödvändigtvis behöver råda fullständig enighet i fattandet av beslut, men att fallet oftast är så. Vi kunde inte sluta oss till en allmän åsikt i detta fallet.

Vidare verkar inte aktieinnehavet spegla beslutsfattandet mer än att lead investor (som var den enligt hypotes 5 som hade störst aktieinnehav) är den som har störst inflytande.

En viktig sak framkommer i påstående F genom att lead investor inte anses ha oinskränkt makt att ensam fatta beslut som sedan skall godtas av de andra medlemmarna.

Sammanfattningsvis kan vi då säga att;

- Lead investor har mest inflytande, men att denne inte har ensamrätt att fatta beslut
- Det verkar finnas stor enighet i besluten, men att de inte nödvändigtvis måste finnas fullständig konsensus för att de skall gå igenom.
- Olika stora aktieinnehav speglar inte beslutsordningen.
- Besluten fattas efter gemensamma överläggningar mellan medlemmarna i syndikatet

### 5.2.8. Hypotes 8: ”Vi antar att den allmänna åsikten är att lead investors har en mer aktiv roll i förvaltningen av investeringen och i kontakten med portfölj företaget än non-lead investors”

#### Förutsättningar

Denna hypotes hör till del 6 i enkäten och benämns som följande; ”**Rollerna som lead investor och non-lead investor i syndikat**”. Till denna del finns endast en fråga och det är den frågan som enkäten avslutas med, dvs. fråga 20 – ”*Vid förvaltning av investeringar genom syndikat, vad är skillnaden mellan rollen som lead investor och non-lead investor?*” För denna fråga gäller samma avgränsningar som i fråga 19 i föregående del, dvs att vi även här fokuserar på de som verkligen tar ställning till påståendena. Även här gäller kravet på 2/3.

*Påstående A – ”Lead investor har en mer aktiv roll än non-lead investor”.*

Här svarade 72% av respondenterna att de instämde helt eller delvis, 12% var indifferent och 4% instämde inte alls eller i låg grad. 12% besvarade inte frågan.

Detta motsvarar 95% som instämmer och 5% som inte instämmer av de som tar ställning.

Detta utslag är det högsta av de olika påståendena i denna fråga, vilket vi anser komma ur ganska naturliga anledningar. Generellt sett går lead investor in med en större kapitalinsats än en non-lead investor, vilket leder till att lead investor tar en mer aktiv roll i investeringen pga

att det slutliga resultatet är av stor vikt. Som nämnts innan så handlar venture-capital som företagsform också om ett aktivt ägarengagemang. Självklart så är det slutliga resultatet även viktigt för non-lead investor, men genom lägre kapitalinsats blir konsekvenserna inte lika omfattande med ett sämre slutligt resultat än väntat.

*Påstående B – ”Lead investor representeras i styrelsen”.*

Här svarade 72% att de instämde helt eller delvis, 6% var indifferent, 6% instämde inte alls eller i låg grad och 12% svarade ej. Detta motsvarar 93% som instämmer och 7% som inte instämmer av de som tar ställning.

Med tanke på att det är lead investor som lägger in en stor del av kapitalet i projektet, så är det ganska självklart att de ingår i styrelsen och får vara med att bestämma om de olika beslut som skall fattas.

*Påstående C – ”Non-lead investor representeras i styrelsen”.*

Här svarade 30% att de instämde helt eller delvis, 40% var indifferent, 18% instämde inte alls eller i låg grad och 12% svarade ej.

Detta motsvarar 62,5% som instämmer och 37,5% som inte instämmer av de som tar ställning.

Detta påstående ställer sig de flesta indifferent till, varav vi drar slutsatsen att det handlar om en bedömningsfråga från fall till fall. Av de som tar ställning så får vi trots allt en liten övervikt av de som instämmer, så om det inte innebär ytterligare svårigheter i beslutsfattandet anser vi precis som respondenterna att även non-lead investor bör vara representerade i styrelsen, både lead och non-lead investor arbetar förhoppningsvis mot samma mål.

*Påstående D – ”Lead investor får tillgång till mer information än non-lead investor”.*

Här svarade 26% att de instämde helt eller delvis, 18% var indifferent, 44% instämde inte alls eller i låg grad och 12% svarade ej.

Detta motsvarar 37% som instämmer och 63% som inte instämmer av de som tar ställning.

Detta innebär att de flesta anser att informationsflödet är likvärdigt för både lead och non-lead investor, vilket också är en väldigt positiv inställning vid ett samarbete. Bara för att man intar en mindre aktiv roll så innebär inte det att man har mindre bra förslag. Bra förslag kan enbart komma genom att man är väl insatt i vad som försiggår, därav är likvärdigt informationsflöde av extra stor vikt. Detta kan relateras till påstående F i fråga 17. Det visade sig att 70% ansåg att det uttryckligt sägs i avtalen att information ska delgivas. Således visar även detta att en informationsasymmetri i vissa fall omöjliggörs.

*Påstående E – ”Non-lead investor är beroende av lead investor för att få tillgång till information”.*

Här svarade 10% att de instämde helt eller delvis, 24% var indifferent, 54% instämde inte alls eller i låg grad och 12% svarade ej. Detta motsvarar 16% som instämmer och 84% som inte instämmer av de som tar ställning. Detta påstående är ganska likvärdigt påståendet ovan. Här är det visserligen större procentsats som instämmer med att det råder i stort sett fritt informationsflöde inom ett syndikat. Detta leder till att parterna är relativt oberoende av varandra, åtminstone i detta påstående.

*Påstående F – ”Lead investor har mycket tätare kontakt med företagsledningen än non-lead investor”.*

Här svarade 66% att de instämde helt eller delvis, 10% var indifferent, 12% instämde inte eller i låg grad och 12% svarade ej. Detta motsvarar 85% som instämmer och 15% som inte instämmer av de som tar ställning.

Även här så återfinns en stor skillnad mellan de som instämmer och de som inte instämmer, vilket kan återknytas till det aktiva ägarengagemang inom venture-capital. För att kunna genomföra ett aktivt ägarengagemang krävs det enligt vår åsikt en tät och frekvent kontakt.

*Påstående G – ”Non-lead investor söker vägledning från lead investor gällande förvaltning av syndikerade investeringar”.*

Här svarade 20% att de instämde helt eller delvis, 42% var indifferent, 26% instämde inte eller i låg grad och 12% svarade ej.

Detta motsvarar 43% som instämmer och 57% som inte instämmer av de som tar ställning.

Här är den övervägande åsikten att non-lead investor ej söker vägledning gällande förvaltningen, vilket kan hänföras till att de inte sköter förvaltningen i lika stor utsträckning som lead investor.

## **Hypotesprövning**

Med angivna förutsättningar ovan ska vi nu testa om vår hypotes ska accepteras eller förkastas. De tre påståendena angående den aktiva rollen, representationen i styrelsen och kontakten med företagsledningen får i stort sett ett 100% utslag av att man instämmer i de olika påståendena. Detta innebär att denna hypotes är den hypotes som accepteras med största marginal.

## **Resultat**

Vi kom fram till att vår hypotes stämde, vilket också hör till en av grundförutsättningarna inom venture-capital, att ta ett aktivt ägarengagemang. Till de påståenden där respondenterna inte instämde hör i stort sett bara tillgången till information. Där instämmer de inte med att det är svårare för non-lead investor att få tillgång till information om projektets gång, vilket vi också kom fram till i förutsättningarna. Detta är enligt vår mening bara av positiv betydelse för medlemmarna i syndikatet.



## 6. Summering och slutsatser

Vi vill i detta kapitel sammanfatta de resultat som framkom genom vår analys av de olika hypoteserna.

Det har tydligt framkommit att utsträckningen av syndikat ha ökat i Sverige den senaste tiden. Enligt NUTEKs kvartalsrapport för tredje kvartalet 2001 hade en ökning med 7 procentenheter skett sedan det andra kvartalet 2001. Enligt NUTEK uppgår andelen investeringar som för närvarande görs genom syndikat på den svenska VC marknaden till hela 70%.

### 6.1. Slutsatser av motiv till syndikat

I början av vårt arbete antog vi att en avgörande anledning för VC företag att bilda syndikat var att investeringen innebar en hög risk. Detta var emellertid inte det som framkom av våra respondenters svar. Den viktigaste faktorn till syndikatsbildning var enligt våra respondenter brist på kapital inom det egna företaget.

Det visade sig i vår undersökning att det näst viktigaste motivet till syndikatsbildningar var att investeringen innebär en hög risk.

Dessa båda motiv anser vi dock vara sammankopplade. Om man som investerare överväger att ingår i ett syndikat på grund av brist på kapital innebär detta också en möjlighet. Man kan nämligen utnyttja sitt knappa kapital bättre genom att investera i mer än ett projekt. Detta är en diversifiering av sin kapitalportfölj vilket i sin tur leder till riskspridning. Således kan diversifiering, vilket Gompers & Lerner anser vara ett motiv för syndikatsbildning, i vissa fall antas vara en följd av inte bara en önskan till riskspridning utan även en indikation på kapitalknapphet.

Med detta resonemang menar vi att våra respondenters främsta motiv till syndikatsbildning, *kapitalknapphet*, inte får isoleras från det andra viktigaste motivet, *riskspridning*.

Begreppen diversifiering, riskspridning och kapitalknapphet kan således enligt vår mening anses sammankopplade.

Vidare har vi genom vår analys kommit fram till att den avgörande faktorn för att gå med i ett syndikat som non-lead investor var de finansiella villkoren följt av behovet av externt kapital. Behovet av externt kapital kan vi hänföra till resultatet ovan, att den totalt sett viktigaste faktorn för att bilda syndikat var kapitalknapphet. Att de finansiella villkoren och kapitalknappheten visar sig vara betydligt viktigare än möjligheten att dra nytta av lead investors kunnande inom region, investeringsfas eller bransch är kanske i sig inte så överraskande. Det som för oss var oväntat, var att möjligheten att dra nytta av lead investors erfarenheter och specialiseringar var tämligen lågt prioriterat.

Genom vår analys har det även framkommit tänkbara indicier som kan tala mot ett syndikat enligt vår åsikt. Detta trots att vi i analysen inte tagit med någon hypotes som behandlar detta. Det visade sig att det inte var någon överväldigande majoritet av våra respondenter som ansåg att syndikering behövde innebära samordningsproblem. Ett syndikat kan ju i sin enklaste form innehålla endast två parter. Med endast två parter behöver inte samordningen vara något större problem. Det framkom emellertid att ju fler medlemmar i syndikatet, desto större

samordningsproblem blir det enligt respondenterna. Det framkom också att beslutsfattandet kan bli lidande när investeringen görs genom syndikatet.

Samordningen verkar alltså bli lidande ju fler medlemmar syndikatet innehåller. Eftersom vi undersökte motiv till syndikatsbildning borde detta enligt vår åsikt kunna vara en tänkbar anledning mot syndikering. I fråga 12 i enkäten tas tänkbara anledningar upp som talar mot syndikatsbildning. Denna fråga har vi alltså inte behandlat i analysen, men den kan vara värd att notera i detta sammanhang. Vad som vi anser vara värt att påpeka är att samordningsproblem inte tas upp av någon av respondenterna, trots att det fanns utrymme att göra det i det öppna svarsalternativet. Detta skulle därför vara intressant att undersöka vid ett senare tillfälle.

## 6.2. Rollerna i ett syndikat

De slutsatser vi nu kommer att dra, rör sig om de roller medlemmarna i ett syndikat kan inta. Innan vi analyserade resultaten av enkäten, var det vi visste om dessa roller i princip endast att lead investor är den medlemmen i ett syndikat som bär huvudansvaret.

Genom vår analys och hypotesprövning kom vi fram till en rad skillnader och likheter som karaktäriserar dessa båda roller

Vi kom genom analysen fram till att storleken på företaget har betydelse för vilken roll man intar i ett syndikat.

Vi har inte funnit någon absolut gräns angående den kapitalinsats man är beredd att göra, som distinkt visar att man agerar i rollen som lead eller non-lead investor. Det vi däremot har sett är att bland de mindre företagen i vår undersökning är det mindre vanligt att man agerar som lead investor än bland de större företagen. Bland de större företagen agerar den största andelen som lead investor.

Vidare har vi kommit fram till att storleken på aktieinnehavet skiljer sig mellan lead investor och non-lead investor. Inte så oväntat är det lead investor som är den som innehar den största aktieposten i ett syndikat.

Ovan har vi beskrivit vad som karaktäriserar lead och non-lead investor vad gäller storlek och aktieinnehav. Vi går nu vidare med att se på likheter och skillnader i agerandet inom syndikatet.

Här har vi kommit fram till att det finns en viss skillnad vad gäller beslutsfattandet i ett syndikat. Lead investor har mer inflytande än non-lead investor, utan att för den sakens skull ha rätt att ensam fatta beslut.

Det visade sig även att aktieinnehavets storlek inte verkar spegla beslutsordningen i ett syndikat, annat än att lead investor är den som har mest inflytande. Detta kan alltså tyda på att aktieinnehavet bland non-lead investor inte behöver påverka beslutsordningen bland dessa.

Det verkar finnas en allmän åsikt att det oftast råder en allmän konsensus i besluten.

Genom vår undersökning fick vi dock inte fram någon djup analys över hur beslutsordningen ser ut inom syndikaten. Detta är också ett ämne som skulle vara intressant att studera i framtiden.

Vi har även sett skillnader i förvaltningen av investeringen och i kontakten med portföljföretaget.

Lead investor anses vara den som har den mest aktiva rollen i förvaltningen av investeringen. Lead investor är också den som har de tätaste kontakterna med portföljföretaget. I och med

detta skulle man kunna ledas till att tro att det inom syndikat skulle råda en viss informationsasymmetri, där lead investor skulle ha ett övertag gentemot non-lead investor. I vår analys visade det sig dock att tillgången av information är likvärdig för lead och non-lead investor. Syndikatsavtalen verkar även innehålla regler för att all information skall delgivas. Det var detta som allra flest respondenter ansåg finnas tydligast uttryckt i avtalen. Det visade sig även att non-lead investor inte är beroende av lead investor för att få tillgång till denna information.

Vad gäller de viktigaste faktorerna för val av partner i ett syndikat har vi konstaterat att det inte råder några skillnader mellan lead och non-lead investor. Det visade sig att för både lead och non-lead investor är det främst pålitligheten hos partnern samt erfarenheter från tidigare samarbete man tar hänsyn till när en partner skall väljas. Det vi trodde skulle påverka detta val, var hur väl en potentiell partner kan identifiera lukrativa investeringar. Denna faktor var dock inte avgörande.

## 7. Källförteckning

Gompers, P. & Lerner, J. (1999) *"The Venture Capital Cycle"*, Massachusetts Institute of Technology

Holme, I.M. & Solvang, B.K. (1997) *"Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder"*, Studentlitteratur Lund

Svenska Riskkapitalföreningen (2001) *"Medlemsmatrikel"*, Provisa Information AB

NUTEK, SVCA & CMA (2001) *"Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2001"*, NUTEK

Elektroniska Källor;

[www.nutek.se](http://www.nutek.se)

[www.svca.se](http://www.svca.se)

[www.industrifonden.se](http://www.industrifonden.se)

[www.vencap.se](http://www.vencap.se)