



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

**Examensarbete i Företagsekonomi
Kandidatnivå
Januari 2008**

Pengar eller Partner?

En deskriptiv och komparativ framställning av tillväxtfinansiärer

Alexander Miovic
Fredrik Wallberg
Richard Wilmes

Handledare:

Olof Arwidi

Per Magnus Andersson



Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Pengar eller Partner - En deskriptiv och komparativ framställning av tillväxtfinansiärer
Seminariedatum:	18 januari 2008
Ämne/kurs:	FEKK01, Företagsekonomi Examensarbete kandidatnivå (15p)
Författare:	Alexander Miovic, Fredrik Wallberg, Richard Wilmes
Handledare:	Olof Arwidi, Per Magnus Andersson
Nyckelord:	Finansiering, tillväxtföretag, riskkapital, banklån, offentliga/statliga finansiärer.
Syfte:	Syftet med arbetet är en deskriptiv och komparativ framställning av kravställandet på och utvärderingsmetoderna av nystartade och små tillväxtföretag utifrån olika finansiärens målsättningar.
Metod:	Examensarbetet bygger på en analytisk ansats för att kombinera empirin ifrån den multipla fallstudiens kvalitativa intervjuer med den relevanta teoretiska referensramen och tidigare forskningsresultat.
Teoretiska perspektiv:	Examensarbetet tar avstamp i Landströms förklaringsmodell till finansieringsgapet mellan små tillväxtföretag och finansiärer. Modellens element har förankrats i ytterligare teoretiska ansatser – riskhantering, särskilda karakteristika hos små och nystartade tillväxtföretag, finansieringsteori om kapitalstruktur samt en framställning av de olika ägar- och intressekonstellationer som ligger till grund för framväxten av de olika finansiärerna.
Empiri:	Intervjuobjekten har valts ut inom de tre huvudsakliga finansieringskategorierna på den svenska marknaden. I två av dessa kategorier har underindelningar gjorts så att det slutliga urvalet omfattar Handelsbanken (affärsbank), Sparbanken Finn (sparbank), Malmöhus Invest (riskkapitalbolag), Kaj Vareman (affärsängel), TeknoSeed och ALMI Företagspartner Skåne (offentliga finansiärer).
Resultat:	Alla intervjuobjekt visar på ett stort kunnande gällande finansiering av tillväxtföretag medans risktagandet och graden av direkt aktiv kontroll (aktiv styrning) samt graden av finansiell fokus i målsättningarna varierar starkt. Risktagandet och graden av aktiv kontroll är positivt korrelerade.

Abstract

- Title:** Money or Marriage – A descriptive and comparative study of investors in fast growing companies
- Seminar date:** 18th of January 2008
- Course:** FEKK01, Business Administration
Degree Project Undergraduate Level (15 ECTS)
- Authors:** Alexander Miovic, Fredrik Wallberg, Richard Wilmes
- Advisors:** Olof Arwidi, Per Magnus Andersson
- Key words:** Financing, growth companies, venture capital, bank loan, public financier.
- Purpose:** The purpose of the paper is a descriptive and comparative study of the investor's requirements and evaluation models for start-up and small, fast growing businesses based on the investor's goals and visions.
- Methodology:** The work is a multiple case study and takes an analytical perspective in order to combine the empirical results from the qualitative interviews with relevant theoretical framework and conclusions obtained from previous studies.
- Theoretical perspectives:** The degree project is based on Landström's explanatory model for the financial gap between small fast growing businesses and their financiers. The different elements of the model have been related to additional theoretical perspectives considering risk management, special characteristics of start-up and small fast growing businesses, financial and capital structure theory as well as a presentation of different interest and ownership constellations which are at the base of the different categories of investors.
- Empirical foundation:** The interviewees have been chosen in order to cover the three main categories of investors on the Swedish market. Two of the categories have been subdivided leading to a final selection comprising Handelsbanken (business bank), Sparbanken Finn (savings bank), Malmöhus Invest (venture capital), Kaj Vareman (business angel), TeknSeed and Almi Företagspartner Skåne (public investors).
- Conclusions:** All respondents prove a thorough understanding regarding the financing of start-up and small fast growing businesses. The level of active (management) control as well as risk-aversiveness differ considerably and are negatively correlated.

Vi tackar alla som har bidragit till detta examensarbete. Särskilt vill vi lyfta fram Göran Alvek (ALMI Företagspartner Skåne), Niklas Berg (Handelsbanken), Håkan Nelson (Malmöhus Invest), Marcus Skärbäck (TeknoSeed), Lars-Olof Svensson (Sparbanken Finn) och Kaj Vareman som har visat ett stort engagemang och har tagit sig tiden för att medverka i intervjuerna.

Olof Arwidi och Per Magnus Andersson har genom sin vägledning och konstruktiv kritik under arbetets gång varit ett stort stöd.

Alexander Miovic

alex_miovic@hotmail.com

Fredrik Wallberg

fredrik_wallberg@hotmail.com

Richard Wilmes

riwilmes@pt.lu

”Med all respekt för de här bra affärerna [företagssammanslagningar av storföretag], det är ju inte det som är framtiden, det är något annat som är det.”

En av intervjurespondenterna

ang. betydelsen av finansieringen av tillväxtföretag

Innehållsförteckning

Introduktion.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problematisering	2
1.3 Syfte	4
1.4 Målgrupp.....	4
1.5 Disposition	5
2 Metod	6
2.1 Forskningsstrategi	6
2.2 Den empiriska studien.....	7
2.2.1 Utformning av undersökningen	7
2.2.2 Datainsamling	7
2.2.3 Urvalskriterier för finansiärerna	8
2.2.4 Intervjuprocessen.....	9
2.3 Metodkritik	10
3 Teoretisk referensram	11
3.1 Det finansiella gapet	11
3.2 Riskhantering	12
3.3 Särskilda karakteristika hos nystartade och små tillväxtföretag	14
3.3.1 Betydelsen av en stark ledare	14
3.3.2 Finansiell bootstrapping	14
3.4 Finansiering och kapitalstruktur	16
3.4.1 ”Trade-off ”-teorin.....	16
3.4.2 ”Pecking order”- teorin.....	17
3.5 De olika finansiärerna	19
3.5.1 Olika intressen – olika finansiärer	19
3.5.2 Banker.....	21
3.5.3 Riskkapitalister	22
3.5.4 Offentliga finansiärer.....	23
3.6 Strategisk överensstämmelse	25

4	Empiri	27
4.1	Sparbanken Finn	27
4.1.1	Mål & visioner.....	27
4.1.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	28
4.1.3	Utvärderingsmetoder	28
4.1.4	Kravställande & riskhantering.....	29
4.2	Handelsbanken.....	30
4.2.1	Mål & visioner.....	30
4.2.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	30
4.2.3	Utvärderingsmetoder	31
4.2.4	Kravställande & riskhantering.....	31
4.3	Malmöhus Invest AB	33
4.3.1	Mål & visioner.....	33
4.3.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	33
4.3.3	Utvärderingsmetoder	34
4.3.4	Kravställande & riskhantering.....	35
4.4	Kaj Vareman	36
4.4.1	Mål & visioner.....	36
4.4.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	36
4.4.3	Utvärderingsmetoder	37
4.4.4	Kravställande & riskhantering.....	38
4.5	TeknoSeed.....	39
4.5.1	Mål & visioner.....	39
4.5.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	39
4.5.3	Utvärderingsmetoder	40
4.5.4	Kravställande & riskhantering.....	40
4.6	ALMI Företagspartner Skåne	42
4.6.1	Mål & visioner.....	42
4.6.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	42
4.6.3	Utvärderingsmetoder	43
4.6.4	Kravställande & riskhantering.....	44
4.7	Uppsummering av empirin	45

5	Analys	46
5.1	Analys av de olika aktörerna.....	46
5.1.1	Sparbanken Finn	46
5.1.2	Handelsbanken.....	47
5.1.3	Malmöhus Invest	48
5.1.4	Kaj Vareman.....	48
5.1.5	TeknoSeed	49
5.1.6	ALMI Företagspartner Skåne	50
5.2	Jämförelse mellan de olika aktörerna	51
5.2.1	Mål & visioner.....	51
5.2.2	Finansiär av tillväxtföretag.....	52
5.2.3	Utvärderingsmetoder	53
5.2.4	Kravställande & riskhantering.....	54
6	Resultat och resultatdiskussion	55
6.1	Analysens resultat	55
6.2	Slutsats	56
6.3	Resultat- och slutsatsdiskussion.....	58
6.4	Vidare forskning	59

Figurförteckning

Figur 1-1: Det finansiella gapet	4
Figur 1-2: Examensarbetets fokusområde	5
Figur 2-1: Urvalet av intervjuobjekten	10
Figur 3-1: Det finansiella gapet	12
Figur 3-2: Det finansiella gapet – Riskkomponenten	13
Figur 3-3: Diversifieringseffekten	14
Figur 3-4: Det finansiella gapet – Kompetens & instrument.....	15
Figur 3-5: Det finansiella gapet – Externt kapital.....	17
Figur 3-6: Det finansiella gapet – Kunskap	20
Figur 3-7: Finansiären och dess viktigaste intressenter	20
Figur 3-8: Figur 6: Betydelsen av den lokala kontexten.....	22
Figur 3-9: ”The basic framework”	26
Figur 3-10: ”7 S”-modell	26
Figur 3-11: “Types of strategic Fit”	27
Figur 4-1: Sammanfattning av empirin.....	46
Figur 5-1: Finansiella vs icke-finansiella mål	52
Figur 5-2: Graden av risktagande	53
Figur 5-3: Graden av engagemang.....	53
Figur 5-4: Entreprenörens betydelse.....	54
Figur 5-5: Passiv-aktiv kontroll	55
Figur 6-1: Slutsatsdiagram.....	58

Introduktion

I det första kapitlet vill vi ge läsaren en kort introduktion i ämnesvalet, diskutera problematiken i finansieringen av tillväxtföretag samt presentera och motivera studiens syfte. Därefter följer en kortare diskussion kring målgrupp, avgränsning och disposition.

1.1 Bakgrund

Sveriges näringslivsstruktur har i ett historiskt perspektiv präglats av en stor koncentration av traditionella storföretag (Ottosson, Magnusson 2003). På senare år har det riktats allt mer uppmärksamhet mot riskerna med en alltför ensidig näringslivsstruktur och således sårbar ekonomi (ITPS 2005, Socialdemokraterna 2004). En ökad grad av diversifiering i ekonomin skapar en jämnare ekonomisk utveckling (ITPS 2005) och fokus har därför flyttats till små och medelstora företag som står för en betydande del av sysselsättningen och BNP (Nutek 2005). För att garantera den framtida tillväxten i svensk ekonomi är det således viktigt att stödja utvecklingen av nya företag i snabbexpanderande branscher och ta tillvara på deras potential.

”Sverige rasar i tillväxtligan men trenden kan vändas om den politiska viljan finns”

Connect Sverige (2005, a)

”Svenska småföretag är nyckeln till att klara välfärden framöver.”

Fredrik Reinfeldt (Regeringsförklaring 2006)

”För att tillväxten i svensk ekonomi ska vara långsiktigt hållbar krävs en framtidsinriktad näringspolitik för att öka tillväxten i befintliga små och medelstora företag.”

Verket för Näringslivsutveckling – Nutek (2007)

1.2 Problematisering

Betydelsen av små¹ tillväxtföretag² har ökat markant under de senaste 20-25 åren (Alm 2007). Sju av tio nya arbetstillfällen skapas av små och nystartade företag och den svenska tillväxten beror därför i hög grad på småföretagssektorn (Davidsson et al 1994). Problematiken som dessa företag mestadels stöter på är att hitta finansiering till expansionen av den oftast riskfyllda verksamheten (Nutek 2006). Många företag avvecklas eller går i konkurs kort efter etableringen och denna höga risk medför en återhållsam investeringsattityd från potentiella finansiärer (Landström 2003). Det är i många fall avsaknaden av kapital som leder till att potentiella affärsidéer inte kan växa till sin fulla potential (Alm 2007). Det är viktigt att i detta sammanhang förtydliga problematiken kring nystartade och små företag:

”Sveriges största problem behöver inte nödvändigtvis vara att det finns för få företag eller att det startas för få nya företag, utan kan också vara att allt för få företag växer och når sin fulla potential”

Henrekson och Stenkula (2006)

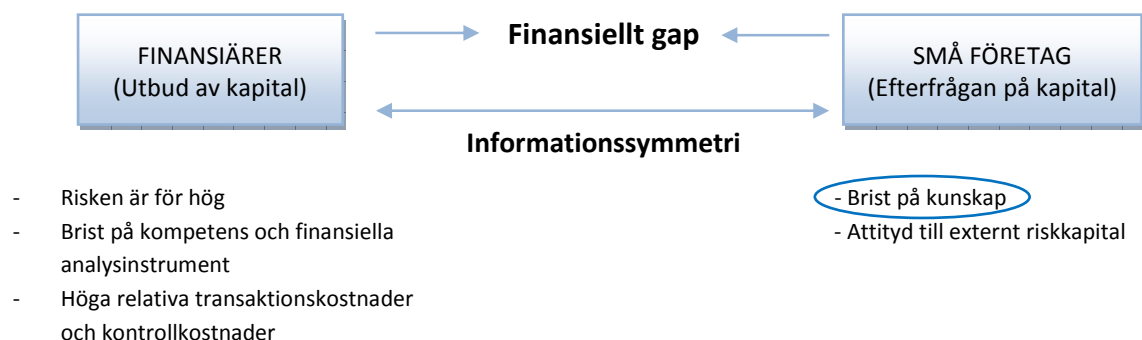
Dock är det inte bara finansiärernas återhållsamhet som hindrar tillväxten. En trend som forskningen har påvisat är en genomgående negativ inställning hos småföretagen att söka externt kapital. Risken att delvis förlora kontrollen över den framtida utvecklingen tycks vara det starka argumentet (Cressy 1995). Däremot kan det konstateras att det finns forskningsresultat som visar på att företag med externt ägande växer snabbare och är lönsammare än internt finansierade konkurrenter (Landström 2003). Det finns således en motsägelse mellan attityden mot externt inflytande och dess positiva effekt på tillväxt.

¹ Små företag definieras som företag med mellan 10 och 49 anställda. De ska ha en årlig omsättning som understiger 7 miljoner euro eller en balansomslutning som inte överstiger 5 miljoner euro (EU kommissionens rekommendation 96/280/EG).

² Definition av tillväxtföretag (Connect Väst):

Nystartade eller etablerade företag är företag som är verksamma i snabbväxande sektorer, har entreprenöriell och fokuserad ledning, har hög tillväxtpotential, har internationell potential, skapar nya arbetstillfällen och har en affärsidé som kan ge bra avkastning åt investerare.

Dessa aspekter har varit tongivande i forskningen kring finansieringsproblematiken som har ökat under senare tid. I Sverige har Landström varit en av de ledande forskarna och i sin studie ifrån 2003 teoretiserar och sammanfattar han problematiken i en förklaringsmodell.

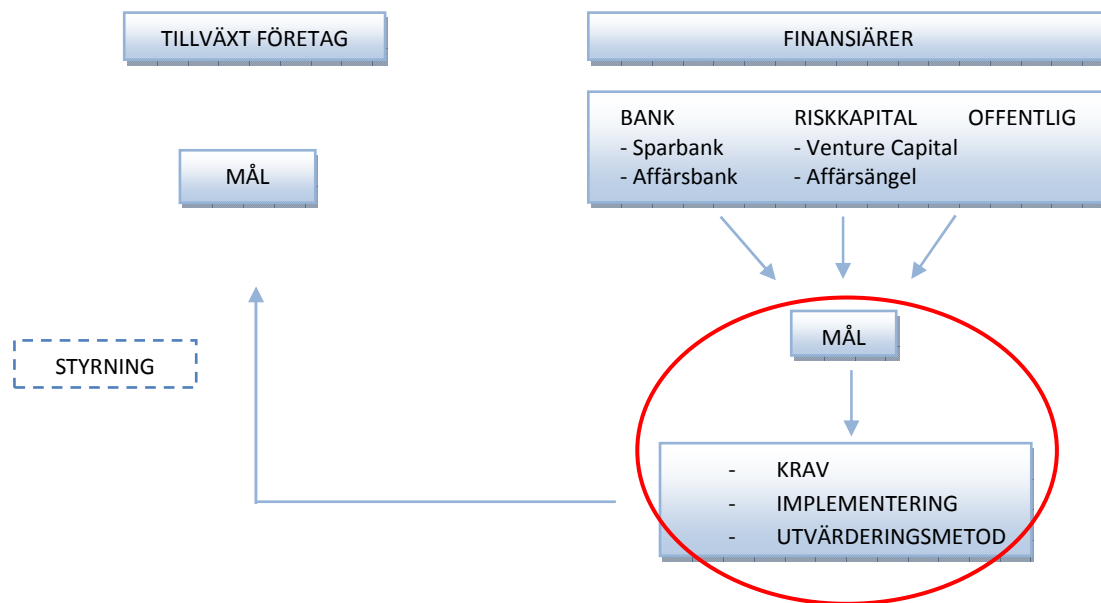


Figur 1-1: Det finansiella gapet (Landström 2003, sid 14)

Landströms studie ser kunskapsbristen som en möjlig förklarande variabel till det så kallade finansieringsgapet, obalansen mellan tillgängligt och efterfrågat tillväxtkapital. Kunskapsbristen kan vara en följd av att många tidigare studier (Understanding the Small Business Sector, Storey 1994; Små tillväxtföretag och extern finansiering, Christensen et al 2007; Hur resonerar småföretagen med hög tillväxt kring sin kapitalanskaffning, Andersson & Groth 2006) tagit avstamp i tillväxtföretagens perspektiv som således är subjektiva i sin syn på finansiärernas arbete. Genom att undersöka finansiärernas perspektiv kommer detta examensarbete att kunna bredda det ensidiga kunskapsperspektiv och bidra till en mera balanserad och i sin helhet objektiv bild av marknadsförhållandena.

Generellt kan finansiärer delas i tre olika kategorier - banker, riskkapital och offentliga finansiärer (Nutek 2005). Behovet för denna kategorisering grundar sig i finansiärernas olikheter beträffande typer av tillhandahållet kapital och målsättningar med investeringarna. Om finansiärernas målsättningar och visioner implementeras på ett lämpligt sett i deras arbets- och styrningsmodell kommer valet av finansieringsform påverka tillväxtföretaget. Detta sker genom att finansiärernas kravställande indirekt utgör ett betydande inflytande över målen och således styrningen och implementeringen av tillväxtföretagets strategi. Det är därför viktigt att beakta vad som är målsättningen för externa finansiärer när de väljer att investera i ett tillväxtföretag.

Frågan som detta examensarbete kommer att behandla är huruvida finansörerna i sina arbetsmetoder tar hänsyn till sina målsättningar och på vilket sätt detta ter sig uttryck.



Figur 1-2: Examensarbetets fokusområde

1.3 Syfte

Syftet med arbetet är en deskriptiv och komparativ framställning av kravställandet på och utvärderingsmetoderna av nystartade och små tillväxtföretag utifrån olika finansörers målsättningar.

1.4 Målgrupp

Arbetet syftar primärt på att bidra till att öka förståelsen av tillväxtföretagens finansieringsproblematik. Genom den breda jämförelsen av de vanligaste externa finansieringsmöjligheterna kan arbetet ligga till grund för vidare mera specifika och fokuserade studier på området.

Resultatet av arbetet kan ge de företag som söker externt kapital en uppfattning om de faktorer som de olika finansiärerna ser som betydelsefulla. Förhoppningsvis skall arbetet kunna bidra till att tillväxtföretag som söker externt kapital kan anpassa och presentera sina idéer med bakgrund i en bredare förståelse för finansiärernas verksamhet.

Slutligen kan resultaten vara av intresse för finansiärerna som i många fall arbetar tillsammans för att finansiera tillväxtföretag. En ökad ömsesidig förståelse kan gagna samarbetet och således eventuellt minska de bakomliggande faktorerna till det ovannämnda finansiella gapet.

1.5 Disposition

Efter detta inledande kapitel följer en redogörelse för tillvägagångssättet och metodvalet i Kapitel 2. Den teoretiska referensramen, tidigare forskning samt de olika finansieringskällorna presenteras i kapitel 3. Sammanställningen av det empiriska materialet ifrån intervjuerna görs i kapitel 4. Det empiriska materialet analyseras i kapitel 5 och den avslutande resultatdiskussionen omfattar kapitel 6.

2 Metod

I detta avsnitt ska vi redogöra och argumentera för tillvägagångssättet och metodvalet. Dessutom ska vi motivera urvalsprocessen för intervjuobjekten samt kritiskt diskutera kvaliteten och alternativa angreppssätt för examensarbetet.

2.1 Forskningsstrategi

Givet det påpekade kunskapsgapet (Landström 2003) samt det deskriptiva och komparativa syftet skulle forskningsstrategin kunna vara en induktiv ansats. På så vis skulle resultaten ifrån intervjuerna med finansiärer ifrån de olika kategorierna kunna leda till formuleringen av en teoretisk kontext (Jacobsen 2002). Givet att det praktiskt taget är omöjligt att studera verkligheten helt öppet och utan förväntningar är en sådan ansats sällan realistisk. Vi väljer därför en analytisk ansats där ”klarhet i förväntningar och antaganden skapas explicit innan data samlas in” (Jacobsen 2002, sid 46) för att på så vis kunna använda och utveckla befintliga forskningsresultat.

Då studiens syfte fordrar en metod som tillför djup och många nyanser, anser vi i överensstämmelse med Jacobsen (2002) att en deskriptiv forskningsmetod är, av pragmatiska³ skäl, den mest relevanta. I kombination med en kvalitativ ansats är detta ett naturligt val genom att öppenheten i denna metodansats tillåter studien att gå mer på djupet och verkligen få med alla aspekterna som våra utvalda respondenter anser vara väsentliga. Således kommer en kvalitativ forskningsstrategi bidra med en mer detaljerad helhetsbild vilket kommer att förmedla det unika hos varje undersökningsobjekt (Jacobsen 2002).

Det pragmatiska perspektivet för metodvalet (Jacobsen 2002) leder således till att detta examensarbete bygger på är, ett deskriptivt, kvalitativt tillvägagångssätt med en analytisk ansats.

³ En pragmatisk ansats för metodvalet definieras av Jacobsen som ”vad som är lämpligt för en given problemställning” (Jacobsen 2002, sid 50).

2.2 Den empiriska studien

2.2.1 Utformning av undersökningen

Gällande utformningen och designen på uppsatsen väljer vi att använda, som Bryman & Bell (2005) föreslår, en multipel fallstudie. Flerfallsstudie med komparativ design stödjer syftet av att beskriva, analysera och avslutningsvis göra en kvalitativ jämförelse av de olika finansiärerna. Denna komparativa design ger studien vissa aspekter av en kvantitativ undersökning, studien får en hybrid karaktär genom att den tillåter ”reflektioner om kontrasterande resultat” (Bryman & Bell 2005, sid 78), vilket vi anser stödja studiens syfte.

2.2.2 Datainsamling

Metoden som vi använder, för insamlandet av empiri, är intervjuer. I likhet med Bryman & Bell (2005) anser vi att intervjuformen är den lämpligaste och mest använda metoden när det gäller kvalitativ forskning.

Intervjuerna utförs genom personliga möten med de olika intervjuobjekten på deras respektive kontor. Enligt Jacobsen (2002) skapar personliga intervjuer, i motsats till telefonintervjuer, en mera förtrolig stämning som kan främja framkommandet av mera känslig information, särskilt i intervjuer med en betydande del öppna frågor. Andra icke-språkliga aspekter kan ha betydelse i intervjuer med öppna frågor och utifrån syftet att fylla en kunskapslucka vill vi undvika att förlora eventuell viktig information genom en opersonlig telefonkontakt. Intervjuplatsen är av praktiska skäl berörda partens kontor vilket också har som fördel att vi undviker en eventuell konstlad miljö som kan påverka intervjuobjektets öppenhet negativt (Jacobsen 2002).

2.2.3 Urvalskriterier för finansiärerna

Det skulle vara önskvärt att undersöka många enheter för att få en bra bredd i det empiriska materialet, vilket dock är mycket tidskrävande (Jacobsen 2002). Det komparativa syftet mellan de olika kategorierna av finansiärer föranleder oss att undersöka minst en finansiär inom varje av Nuteks tre kategorier - banker, riskkapital samt offentliga finansiärer (Nutek 2005). En eventuell fjärde kategori av industriella investerare föreslås exempelvis av McNally (1994). Vi väljer dock att bortse ifrån denna kategori som kan anses vara mera fragmenterad vilket försvårar analysen samt att Nutek är en central instans på den svenska marknaden varför vi väljer att följa deras indelning.

I de fallen som det går att urskilja olika målsättningstendenser inom kategorierna i Nuteks presentation görs ytterligare underindelningar. Nutek föreslår indelningen av riskkapitalkategorin (riskkapitalbolag och affärsänglar) och beroende på den annorlunda historiken och ägarkonstellationen lägger vi initialt till indelningen av bankkategorin (affärs- och sparbankar). Under arbetets gång har det framkommit ett behov av att utvidga analysen av de offentliga finansiärerna genom att också definiera två ytterligare underkategorier (ägarkapital- och kreditfinansiering). Med tanke på vikten av att få en djup förståelse för varje intervjuobjekt har bredden i undersökningen fått begränsas till ett intervjuobjekt i varje underkategori.

Vid valet av intervjuobjekt har vi först och främst koncentrerat oss på finansiärer med anknytning till sydvästra Skåne. Valet motiveras med dels praktiska skäl såsom avstånd och tillgänglighet till finansiärernas kontor. Dessutom ser vi Lund som ett viktigt centrum för tillväxtföretag med bra förutsättningar i form av infrastruktur på Ideon, nära kontakten till universitetet samt det geografiska läget i den expansiva Öresundsregionen. Således kan det antas att finansiärer inom detta område aktivt arbetar med tillväxtföretag vilket ger särskild betydelse åt analysen.

Efter det initiala urvalet utifrån de nämnda aktiva urvalskriterierna har vi fått ersätta en av de initialt tilltänkta kontakterna på grund av bristande samarbetsvilja.

Det slutliga urvalet av intervjuobjekt blev det följande:

Kategori	BANK		RISKKAPITAL		OFFENTLIG FINANSIÄR	
Under-kategori	Sparbank	Affärsbank	Affärsängel	Riskkapitalbolag	Ägarkapital-finansiering	Kreditfinansiering
Intervju-företag	Sparbanken Finn (Lund)	Handelsbanken (Lund)	Kaj Vareman	Malmöhus Invest	TeknoSeed	ALMI Företagspartner Skåne (Malmö)
Intervju-person	Lars-Olof Svensson (Vice VD)	Niklas Berg (Chef Företagsmarknad)		Håkan Nelson (VD)	Marcus Skärbäck (Investment Manager)	Göran Alvek (Affärsområdesansvarig/Finansiering)

Figur 2-1: Urvalet av intervjuobjekten

2.2.4 Intervjuprocessen

Utifrån kunskapsluckan beträffande finansiering av tillväxtföretag och den därav följande analytiska ansatsen på studien skulle en ostrukturerad intervjuform med öppna svar kunna vara lämpligt. I sökandet efter faktorer som på förhand inte är bestämda eller mätbara erbjuder flexibiliteten i denna metod intervjuobjektet goda möjligheter att framhäva väsentliga aspekter och att uttrycka nyanser inom problemområdet. I vår studie är det av stor vikt att kunna anpassa intervjun och fokusera samt utreda viktiga frågor som dyker upp under intervjutillfället. Genom att föra intervjun i olika riktningar och anpassa frågor och följdfrågor till den framkommande informationen istället för att följa en, på förhand, utformad intervjumall främjas studiens syfte att finna källan till problemområdet. (Bryman & Bell 2005).

Den strukturerade undersökningsformen har dock fördelen att den tillåter att enklare kunna jämföra svaren ifrån de olika intervjuobjekten. En kvantitativ enkät med slutna kodifierade svarsalternativ tillåter exempelvis att enkelt upptäcka skillnaderna mellan de olika aktörerna (Jacobsen 2002). För att kombinera dessa alternativens fördelar har vi därför strukturerat frågorna i fyra diskussionsteman (mål & visioner, finansiär av tillväxtföretag, utvärderingsmetoder, kravställande & riskhantering) som vi anser vara av särskild betydelse utifrån tidigare forskning inom ämnesområdet. Den slutgiltiga intervjuformen som denna studie baseras på är semistrukturerade intervjuer med öppna svar⁴.

⁴ Intervjuguiden bifogas i appendix

2.3 Metodkritik

Arbetet är avgränsat till en kvalitativ utvärdering av ett begränsat urval av finansiärer som har gjorts på ett sätt som täcker finansiärer med olika karakteristika på den svenska marknaden. Av praktiska resursskäl har begränsningar fått göras till att endast intervjua en aktör inom varje underkategori vilket leder till att studien inte får någon extensiv karaktär. Således begränsas möjligheten till generaliseringar, given de reliabilitetsbegränsningar som den intensiva karaktären av undersökningen medför (Jacobsen 2002). Däremot har vi försökt att öka reliabiliteten i de svar vi söker genom att noggrant välja ut respondenter med hög trovärdighet (Denscombe 2000). Valet att intervjua ett antal nyckelpersoner med stor kunskap, expertis och erfarenhet gör att studiens tillförlitlighet i sin intensiva karaktär stärks.

Vårt val att använda en multipel fallstudie med komparativ design innebär en risk, att vi ägnar mindre tid åt själva kontexten och att vi istället fokuserar på att hitta vinklar som vi kan jämföra våra undersökningsobjekt. Detta kan leda till avsteg ifrån det öppna angreppssättet och på så vis påverka validiteten negativt (Bryman & Bell 2005).

Mot bakgrund av den offentliga och akademiska debatten om "corporate responsibility" bedömer vi att det kan finnas en risk för att intervjuobjekten försöker ge en mer samhällsansvarig bild av verksamheten än vad som är fallet (Miles & Huberman 1994). Vi är också medvetna om att vår tolkning av empirin inte är en objektiv verklighetsbeskrivning och i den efterföljande analysen av materialet försöker vi därför ta hänsyn till eventuella sådana effekter. Ytterligare kontexteffekter eller intervjuareffekter (Jacobsen 2002) torde inte ha någon större betydelse i denna studie.

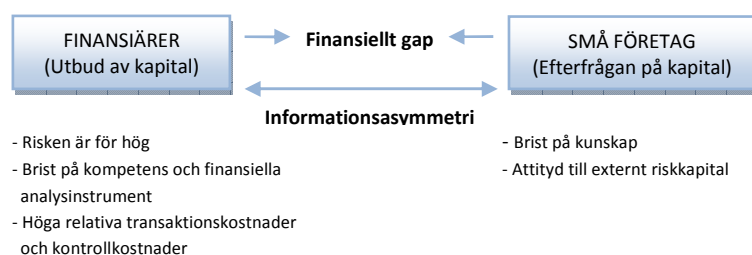
För att ytterligare höja kvaliteten på undersökningen hade ett utökat antal intervjuer varit tänkbart. Alternativt hade en enkät med frågeställningar som baseras på resultaten av intervjuerna kunnat genomföras. Detta hade också, genom garanterad anonymitet, begränsat problematiken med en möjligen snedvriden verklighetsframställning av respondenterna samt att en eventuellt marginell intervju- eller kontexteffekt hade kunnat undvikas.

3 Teoretisk referensram

Detta kapitel är en presentation av den teoretiska referensramen som examensarbetet baseras på samt en sammanställning av olika kategorier av finansiärer med tidigare forskningsresultat.

Teorikapitlet följer Landströms (2003) förklaringsmodell till det finansiella gapet som karakteriserar finansieringsmarknaden för tillväxtföretag. Efter en inledande diskussion lyfts de olika elementen i modellen fram och förankras var för sig i ytterligare teoretiska ansatser.

3.1 Det finansiella gapet

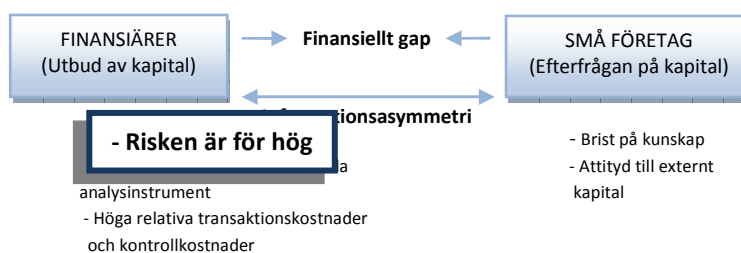


Figur 3-1: Det finansiella gapet (Landström 2003 sid 14)

Landströms (2003) för en diskussion kring det finansiella gapet mellan småföretag och externa finansiärer. Han förmodar att en grundläggande förklaring till det finansiella gapet är informationsasymmetrin. Detta kan ge sig uttryck i att företagsledningen i tillväxtföretag innehar mer information om själva företaget medan externa finansiärer ofta har mer kunskap gällande marknaden eller branschen. Landström menar också på att företagaren ofta inte vet vad som krävs för att tillgodose och dra till sig externa finansiärer med dess kunskap och kapital. Dessutom finns det ofta en negativ attityd till externt riskkapital då ledningen i många fall inte vill förlora kontrollen över företaget.

Andra förklaringar till finansieringsgapet relaterar Landström till finansiärernas sida och deras position gentemot småföretag. Finansiärerna anser ofta att risken är för hög då många småföretag går i konkurs (Storey, 1994) och saknar kompetens samt anpassade finansiella analysinstrument. Då transaktions- och kontrollkostnaderna inte ökar proportionellt med investeringsvolymen blir deras vikt högre vid mindre investeringsvolymen. Givet denna enkla logik kommer den punkten i Landströms modell inte att analyseras separat.

3.2 Riskhantering



Figur 3-2 Det finansiella gapet – Riskkomponenten (Landström 2003 sid 14)

För att hantera finansiella risker⁵ på effektiva⁶ kapitalmarknader har det utvecklats teorier där diversifiering är det grundläggande teoretiska elementet. Priserna på de finansiella marknaderna anses i allmänhet innehålla all offentlig tillgänglig information. Därför ändras priserna slumpmässigt beroende på ny information som framkommer. Ny information påverkar dock inte alla priser på samma vis och således kommer priserna inte att samvariera exakt; annorlunda uttryckt är korrelationen mellan avkastningar på olika investeringar i praktiken alltid mindre än 1. Detta leder till möjligheten att minska risken i den totala investeringen om investeringsvolymen sprids bland olika investeringsalternativ då risken i en investeringsportfölj inte är en linjär funktion av risken i de olika investeringarna (Elton et al 2003).

Exempelvis beror risken i en investeringsportfölj av två investeringar^{7 8} på sammansättningen av portföljen:

⁵ Risken uttrycks i finansiell teori vanligtvis som standardavvikelse där standardavvikelsen definieras som (Elton et al 2003):

$$\text{Standardavvikelsen} = \sqrt{\sum_{i=1}^N [(R_i - E(R_i))^2]}$$

⁶ Effektiva marknadshypotesen säger att priserna på marknaden innehåller all historisk information (svag effektivitet), all offentlig tillgänglig information (halvstark effektivitet) eller även insiderinformation (stark information) (Elton et al 2003).

⁷ Två investeringsalternativ med förväntad avkastning på 4% respektive 7% med därtill hörande standardavvikelser om 7% respektive 9% och korrelation på 0,5.

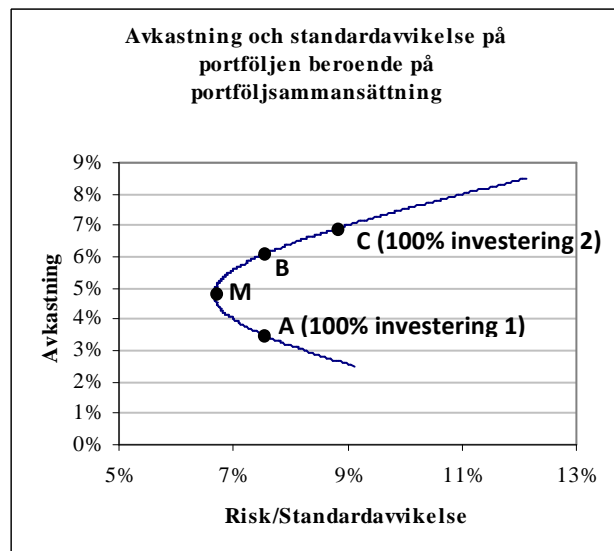
⁸ Teoretiseringen tar i exemplet med 2 investeringar formen (Elton et al 2003):

$$\text{Förväntadavkastning på portföljen} = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2)$$

$$\text{Standardavvikelse på portföljen} = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2}}$$

där $E(R_1)$ och $E(R_2)$ är de förväntade avkastningar på investering 1 respektive 2
 w_1 och w_2 är andelen av portföljen som består av investering 1 respektive 2
 σ_1 och σ_2 är standardavvikelsen på investeringar 1 och 2
 $\rho_{1,2}$ är korrelationen mellan investering 1 och 2

Det framgår tydligt att portföljerna mellan M och B är bättre då de har lägre risk och högre avkastning än investeringsportföljen A som bara innehåller investering 1. Ju fler investeringar som inkluderas i portföljen och ju mindre prisförändringar i de enskilda investeringarna beror på samma informationsflöde (lägre korrelation) desto större blir diversifieringseffekten.



Figur 3-3: Diversifieringseffekten

Finansieringsteorin med portföljvalsteori, ”Capital asset pricing model” och därav följande riskpremier bygger i grunden på detta resonemang. För att skydda sig mot påverkan av negativa informationsflöden i olika företag och branscher ska aktörerna således sprida sina investeringar⁹ (Elton et al 2003).

Givet att investeringar i små tillväxtföretag inte handlas på en effektiv marknad måste finansiärerna först göra en egen avkastnings- och riskbedömning på de enskilda investeringsalternativen. Detta kräver en stor kunskap om tillväxtföretagen, deras omgivning, marknad och framtidsutsikter. Ju bättre dessa bedömningar utförs desto närmare kan den exakta risknivån bestämmas vilket givetvis underlättar hanteringen av risken. Diversifieringseffekterna och det resulterande portföljvalstänkande är dock lika tillämbart som vid investeringar på kapitalmarknaden (Ross et al 2002).

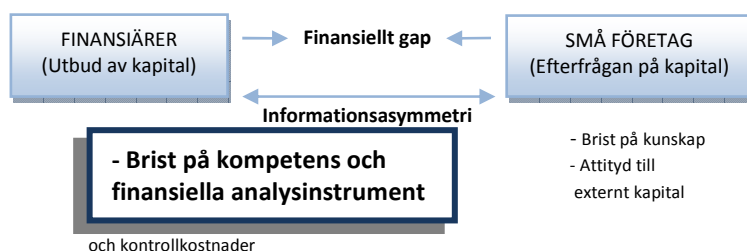
⁹ Generaliseringen för N investeringar tar formen (Elton et al 2003):

$$\text{Förväntad avkastning} = \sum_{i=1}^N w_i E(R_i)$$

$$\text{Standardavvikelse på portföljen} = \sqrt{\sum_{i=1}^N w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{i,j}}$$

där $E(R_i)$ är den förväntade avkastningen på investering i
 w_i är andelen av portföljen som består av investering i
 σ_i är standardavvikelsen på investering i
 $\rho_{i,j}$ är korrelationen mellan investering i och j

3.3 Särskilda karakteristika hos nystartade och små tillväxtföretag



Figur 3-4: Det finansiella gapet – Kompetens & instrument (Landström 2003 sid 14)

3.3.1 Betydelsen av en stark ledare

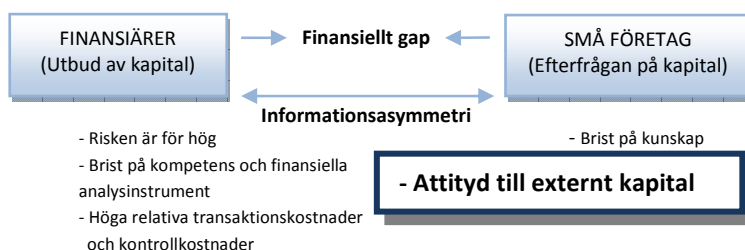
Vid bedömningen av investeringen och företagets utvecklingspotential är det viktigt att beakta den proportionellt mycket större betydelsen av företagsledaren i nystartade och små tillväxtföretaget. Genom den ringa storleken på företaget ökar varje medarbetares betydelse och ledaren har oftast genom att vara den enskild största investeraren ett särskilt starkt personligt intresse i företagets utveckling. Företagsledarna i små tillväxtföretag har dessutom en tendens till att centralisera mycket kunnande till ledarrollen, vilket kräver kompetenser på flera olika områden och gör ledarens position unik. Minskad byråkrati leder också till att småföretag snabbt kan ta tillvara på möjligheter som uppstår på marknaden. Denna flexibilitet ökar dock risken för den externa investeraren och kräver att ledningen visar på ett mycket brett kunnande när nya strategier utvecklas (Bruns 2003).

3.3.2 Finansiell bootstrapping

Teorin om ”finansiell bootstrapping” behandlar företagets alternativa resursanskaffningsmetoder vilket kan ha en avgörande betydelse i mindre företag. Exempelvis kan andra företags resurser utnyttjas till ett förmånligt pris eller rent av gratis. Detta leder till att företaget kan vara starkare än vad som kan utläsas ur balansräkningen och resulterar i en direkt positiv påverkan på företagets lönsamhet. Därför menar Winborg (2003) att det är relevant för en extern finansiär att beakta företagets möjlighet till finansiell bootstrapping.

För en extern finansiär gäller det i synnerhet att uppmärksamma tillväxtföretagets position på marknaden där Winborg (2003) framförallt framhäver relationsorienterad finansiell bootstrapping och det personbaserade förtroendet för entreprenören. Teorin belyser det sociala spelets påverkan på ett företag. Det breda sociala nätverket som ett företag har tillgång till kan erbjuda alternativa möjligheter till att anskaffa resurser. För en extern finansiär är det därför viktigt att vara medveten om att ett företag möjligen har sociala fordringar men även skulder som gäller tjänster av olika slag och som kan påverka värderingen. Samtidigt kan alternativa anskaffningsmetoder innebära att företaget saknar full kontroll över kritiska resurser vilket vid relationsmissbruk leder till att nyttjanderätten snabbt kan mistas.

3.4 Finansiering och kapitalstruktur¹⁰



Figur 3-5: Det finansiella gapet – Externt kapital (Landström 2003 sid 14)

3.4.1 "Trade-off"-teorin

Den moderna forskningen och teoribildningen kring företagens kapitalstruktur kan sägas ha börjat med Modigliani och Millers (1958) teori om kapitalstrukturens effekt på företagsvärdet. Modigliani och Miller påvisar att struktureringen av kapital mellan aktier och lån inte påverkar företagsvärdet i en teoretisk friktionsfri värld. Däremot kommer skatter, konkurskostnader och imperfekt information att påverka värdet i en mera real modell så att det finns en optimal kapitalstruktur som balansera dessa effekter¹¹. Enligt "trade-off"-teorin kommer företagen vid finansieringen av tillväxt därför att föredra den typen av finansiering som strävar efter att nå denna optimala struktur. Med en sådan ansats skulle man kunna förklara avvikande finansieringsstrukturer mellan olika branscher, dock förklaras inte skillnaderna inom samma bransch.

¹⁰ Denna teoridel är en kort presentation av de mest centrala teorierna kring kapitalstruktur och attityden till externa medel vid företagsfinansiering. Inget anspråk görs på fullständighet och vissa andra teoretiska ansatser såsom "neutral mutation hypothesis" och "market timing hypothesis" som har framförts över tiden utan att få samma gehör kommer inte att redogöras för i detalj.

- "Neutral mutation" hypotesen framför iden att ledningen anammar vissa rutiner i finansieringsfrågor som sedan inte ifrågasätts men som inte heller påverkar företagsvärdet (Miller 1977).

- Enligt "market timing hypothesis" försöker ledningen vid varje finansieringsbeslut utnyttja de rådande marknadsförhållanden på bästa vis och således blir kapitalstrukturen ett kumulativt resultat av tidigare marknadsförhållanden (Baker och Wurgler 2002).

¹¹ Givet att räntekostnader är avdragsgilla kommer en hög grad av belåning minska skattekostnaden och således öka värdet på aktierna genom ett förbättrat kassaflöde. Däremot ökar en hög belåningsgrad risken för konkurs och de medföljande konkurskostnaderna vilket talar för en hög andel av aktiekapital som inte kräver förutbestämda kontantutbetalningar och således minskar konkursrisken.

3.4.2 ”Pecking order”- teorin

En annan teoretisk ansats till valet av finansieringsform framförs av Myers (1984). Sedan 1960-talet hade det funnits empiriska resultat på att företagsledare avslöjar vissa preferenser när det gäller de olika finansieringsformer (exempelvis Donaldson 1961). Myers har sedan teoretiserat dessa upptäckter i det han betecknar ”pecking order theory”. Denna teoretisering rangordnar finansieringsalternativen enligt deras popularitet hos företagsledningen:

- finansiering med internt genererade medel framför externa medel
- finansiering med lån framför aktieemittering

Under långa delar av 1960-talet ansågs denna förkärlek för intern finansiering vara deriverad av agent-principal problematiken. ”Pecking order” teorin var förklarande till ett suboptimeringsproblem där företagsledningen inte nödvändigtvis agerar i aktieägarnas bästa intresse genom värdemaximering, men att kontrollfrågan och de höga kraven på optimering ifrån externa finansiärer tycks vara starka argument. I sin studie har Donaldson påpekat att de flesta finansieringsbeslut inte tas i syfte att maximera företagsvärdet vilket leder till att föreslaget om en ”managerial view”, ett företagsledningsperspektiv på finansieringsfrågan. Detta bekräftas senare av Ross (1977) som framför en teoretisk ansats baserad på personliga intressen, risker och incitament hos ledningen som betydelsefulla element i finansieringsbesluten. På liknande vis kan Jensen och Meckling’s arbete ifrån 1976 tolkas, där finansieringsbeslut begrundas med agentkostnader som förklarande variabel. I denna modell är den optimala kapitalstrukturen, eller som Jensen och Meckling formulerar det ägarstrukturen, en balansering av olika agentkostnader.

Myers (1984) ifrågasätter en sådan syn och avslår det som mindre utvecklad finansieringsteori då det inte är teoretiskt förankrat (”I used to ignore the pecking order story because I could think of no theoretical foundation for it that could fit with the theory of modern finance”). I sitt sökande efter en teoretisk förklaringsmodell för detta beteende förkastar Myers också transaktionskostnader för nyemissioner som en för svag förklaringsvariabel för ”pecking order”-teorin. Däremot framhäver Myers informationsasymmetrin som den drivande kraften bakom rangordningen. Givet att företagsledningen har som målsättning att maximera värdet på de aktuella aktieägarnas innehav kommer företagsledningen bara att söka

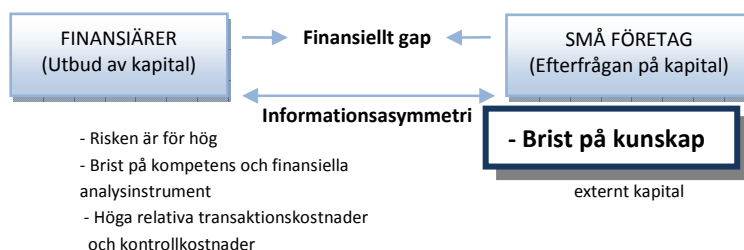
extern finansiering om emitteringsrabatten är mindre än nettonuvärdet av investeringen¹². Givet att den interna informationen bekräftar en positiv effekt på de existerande aktieägarnas värde kommer företaget att söka extern finansiering. I andra fall kommer företaget att föredra att inte investera (trots ett positivt nettonuvärde) framför risken att förstöra värde genom att utgiva alltför underprissatta värdepapper. Externa finansieringskostnader innebär således inte bara administrativa kostnader men framförallt alternativkostnader genom outnyttjade investeringar med positivt nuvärde.

För att öka värdet på de aktuella aktierna måste således nuvärdet av investeringarna vara högre än värderabatten hos nyemitteringen. Ju säkrare kassaflödet hos emitteringen är, desto mindre påtaglig blir fördelen av intern överlägsen information och således kommer värderabatten att minska. Detta tillåter att fler projekt ska kunna genomföras och slutsatsen blir att intern finansiering är att föredra framför extern finansiering samt att låg-risk värdepapper såsom lån är att föredra framför hög-risk värdepapper såsom aktier. En nyemission kan därför tolkas som en negativ signal om att det saknas interna medel till att finansiera nya projekt.

Således har ”pecking order”-teorin också en teoretisk förankring utöver ledningens aversion mot kontroll som externa finansiärer kräver i samband med sin investering.

¹² Myers påvisar att resonemanget är hållbar i en situation med emitteringspremie som även kan motiverar en investering till negativt nettonuvärde om emitteringspremien kompenserar de gamla aktieägarna.

3.5 De olika finansiärerna

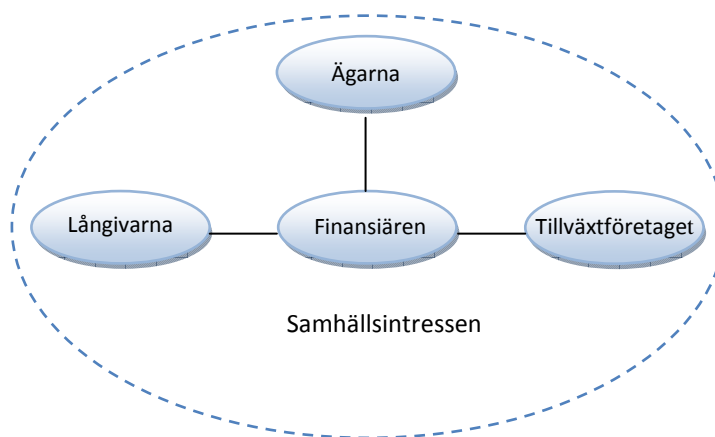


Figur 3-6: Det finansiella gapet – Kunskap (Landström 2003 sid 14)

3.5.1 Olika intressen – olika finansiärer

För att skapa förståelse för finansiärernas verksamhet är det viktigt att ta hänsyn till deras olika intressenter som kan ha alla olika mål och egenskaper. Dessa individer, grupper och organisationer inleder beroendeförhållanden genom utbytesrelationer med finansiären. Det blir således upp till finansiären att balansera de olika intressena (Bruzelius & Skärvad, 2004).

Då intressenterna kan ha olika syften i utbytesrelationen ställer de olika krav på belöning utifrån de resurstillskott som lämnas. I form av satsat kapital blir ägarna en viktig intressent. Ägarna ställer krav på att de investerade kapitalet skall förvaltas och utvecklas positivt. Dock kan ägare ha olika definitioner på ”positiv utveckling”



Figur 3-7: Finansiären och dess viktigaste intressenter (Anpassat ifrån intressentmodellen, Bruzelius & Skärvads 2004)

där en maximerad avkastning på investerat kapital är det mest vanligt förekommande kravet (Bruzelius & Skärvad, 2004). Andra mer filantropiska varianter är också möjliga och mot bakgrunden av ett ökat intresse för samhällsansvar kan sådana krav väntas bli mer vanligt förekommande¹³.

¹³ Vikten av samhällsansvar har exempelvis lett FN till att grunda intresseorganisationen Global Compact som sammankopplar över 3500 företag, universitet och hela städer med samhällsansvar som mål (Global Compact).

Tillsammans med ägarna bidrar eventuella långgivare med kapital till finansiärens investeringsverksamhet. Långgivarna löper inte samma risk som ägarna att förlora satsat kapital. Inom utbytesrelation ställer långgivarna vanligtvis krav i form av ränta och amorteringar på det insatta kapitalet (Bruzelius & Skärvad, 2004).

Ett av de främsta hinder emot utvecklingen av små tillväxtföretag är frågan om deras kapitalförsörjning. Tillväxtföretagens balansräkningar växer i form av ackumulerade vinstmedel eller med externa kapitaltillskott. Av de senare uppstår ett beroendeförhållande mellan tillväxtföretagen och finansiärerna där tillväxtföretagen efterfrågar olika sorters kapital i utbyte mot att finansiärerna får investeringsmöjligheter. Den externa finansieringen delas upp i skuldkapital och ägarkapital, vilket sätter sin prägel på de krav som finansiärerna ställer samt vilka mål som kan uppnås. Denna ökade finansiella förmåga förenas med finansiärernas krav på inflytande, kontroll och styrning. Därför ska tillväxtföretagen beakta risken att delvis förlora sin självständighet (Berggren 2003).

Utöver de kapitaltillskott som finansiärerna bidrar med erhåller företagen oftast andra typer av resurser som i många fall kan uppfattas som mer betydelsefulla än själva kapitaltillskottet. Dessa resurstillskott kan ha olika former såsom ekonomisk kompetens och en ökad legitimitet. Samarbetet med en väletablerad finansiär skapar en tyngre position gentemot leverantörer, kunder och andra finansiärer (Cressy & Olofsson 1997). Vikten av en finansiär med god kännedom om företagets marknad kan exempelvis vara av stor betydelse om finansiären förmår att koppla ihop företaget med nya kunder (Berggren 2003).

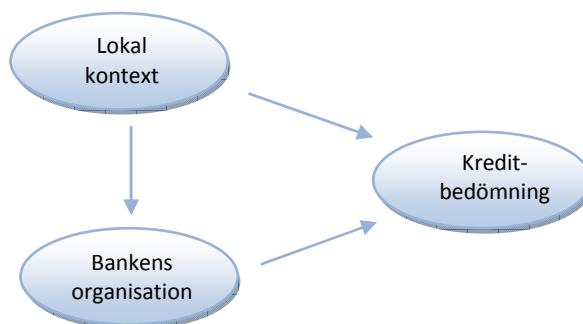
Samhället ställer krav på att företagen är samhällsansvariga, betalar skatt för sina vinster men framförallt bidrar till en hög och jämn sysselsättning (Bruzelius & Skärvad, 2004). Dessa olika miljöer som finansiärerna verkar inom föranleder Nutek att kategorisera finansiärerna i tre stora grupper; banker och finansbolag, riskkapitalbolag och affärsänglar, och offentliga finansiärer (Nutek 2005).

3.5.2 Banker

Banker tillhandahåller huvudsakligen skuldkapitalet i olika former av krediter, exempelvis lån eller checkräkningskrediter, till vilket låntagarna är återbetalningsskyldiga, samt att en ränta ska betalas (Nutek 2005). Den svenska bankmarknaden har vuxit fram ur två olika system; sparbankerna och affärsbankerna som dock sedan 1969 (föreskrift om ”Samordnad banklagstiftning”) verkar på samma villkor. Sparbankerna har innan dess inte kunnat konkurrera med affärsbankerna beträffande kreditgivning till företag då sparbankslagen ifrån 1892 i princip uteslöt denna verksamhet (Sparbanken Gripen).

Forskning visar att små tillväxtföretag har svårare att finansiera sin tillväxt med banklån jämfört med större företag (Burns 2003). Bankerna tar mestadels inga stora risker och kräver oftast någon form av säkerhet. Bankens uppgift under utvärderingsprocessen är att bedöma risken att tillväxtföretagen inte kan uppfylla sina förpliktelser till framtida räntebetalningar och amortering av krediten. Då utvärderingar av tillväxtföretag snabbt kan bli irrelevanta tar banken i dessa fall en större risk.

Burns (2003) påpekar att det inte är lätt för banken att, utifrån en passiv roll som utomstående part, värdera och följa upp kreditrisken. Informationsasymmetrin missgynnar banken som får ett ofullständigt underlag att fatta beslut på. Silver (2003) påvisar betydelsen av det han kallar för kyrkotornprincipen¹⁴ där banker länge ansåg



Figur 3-8: Figur 6: Betydelsen av den lokala kontexten (Landström 2003 sid, 154)

det vara nödvändigt att låna ut lokalt för att öka tillgängligheten på information vid kreditgivning. Silver menar på att dagens banker omprövar tankesättet av lokal finansiering och att många av de avgörande besluten sker långt ifrån de företag som skall finansieras. Det sker en utveckling mot centralisering av beslutsfattandet, mallstyrning och datorisering vilket i sin tur får konsekvenser för utvecklingen av småföretag, då bankens informella bidrag vid sidan av kapitaltillskotten försvåras. Kyrkotornsprincipen är därför av stor relevans för framväxten av småföretag då den lokala kontexten influerar bankens organisation i form av decentralisering och i slutändan kreditbedömningen.

¹⁴ All utlåning ska ske inom ett avstånd som kan överblickas från det lokala kyrkotornet.

3.5.3 Riskkapitalister

Riskkapitalisterna investerar kapital i syfte att som ägare eller delägare ta en aktiv roll i företaget. Det primära målet för riskkapitalister är att generera avkastning på investerat kapital, vanligtvis genom att sälja företaget efter en viss tid (Nutek 2005). Riskkapital delas in i två kategorier; ”public equity” som betecknar investeringar i börsnoterade bolag samt ”private equity” som betecknar investeringar i onoterade företag. För detta examensarbete är ”venture capital”-företag och affärsänglar som underkategori till ”private equity” av intresse (Nyman 2002).

”Venture capital”-företag investerar riskkapital i tidiga utvecklingsfaser, sådd-, start-up- eller expansionsfasen. Investeringarna kännetecknas oftast av hög riskbenägenhet i lämpliga projekt/företag med hög tillväxtpotential och goda vinstmöjligheter. Tillväxtbranscher som IT, bioteknik, läkemedel och Clean Tech ligger ofta i fokus (Nyman 2002).

Enligt Fredriksen (2003) är grundtanken bakom riskkapitalbolagen att utöver eget kapital också tillföra kompetens i affärsutveckling, vilket enligt Fredriksen är en skillnad jämfört med andra finansiärer. Genom rollen som aktiva investerare agerar riskkapitalbolagen som en intermediär mellan kapital och entreprenörer. Riskkapitalbolagen kan överkomma informationsasymmetrier genom att ha höga krav på inflytande, exempelvis i form av styrelseplatser. Erfarenheten och kompetensen gör att riskkapitalbolagen är bra på att välja ut entreprenörsföretag samt att genom den aktiva rollen kontrollera och tillföra värde.

Affärsänglar, informella investerare, är privatpersoner som investerar ägarkapital i onoterade företag till vilka man inte har en familjerelation. Investeringarna sker oftast i ett tidiga skeden i nystartade och växande företag.

Utöver det finansiella kapitalet bidrar affärsänglar även med affärsexpertis, personliga kontakter och strategisk kompetens. Politis (2003) menar att en bidragande orsak till affärsänglarnas vilja att utveckla tillväxtföretag ligger i att många affärsänglar själva har haft karriärer som entreprenörer. Begreppet ”lärande entreprenör” utvecklas då affärsänglarna har förmågan att kontinuerligt vidareutveckla sitt entreprenörskap och kunnande i sina

investeringsföretag. Således lär sig affärsänglarna värdefulla kunskaper¹⁵ som de kan använda i sina framtida investeringar.

Landströms gjorde 1997 en studie om riskkapitalisters syn på affärsmöjligheter. Informella riskkapitalisterna tenderar att fästa större vikt vid ledarskapet medan de formella riskkapitalisterna främst betonar potentialen i företagets marknad och produkt. Detta är en följd av att informella investerarna oftast har en mer begränsad ägarposition i företagen vilket gör det svårare för de informella riskkapitalisterna att ersätta en företagsledare som de inte är nöjda med. Landström påpekar ytterligare skillnader mellan informella och formella riskkapitalister beträffande synen på investeringar. Han beskriver de informella riskkapitalisterna som entreprenörer vilka ser sina investeringar som ”subjekt” där möjligheten att skapa affärer och en önskan att vara med i utvecklingsprocessen är drivkraften. De formella riskkapitalisterna kan betraktas som finansiärer vilka ser sina investeringar som ”objekt”, en finansiell placering, där verksamheten består av att komplettera företagets resurser och lösa de problem som uppstår. Detta förhållningssätt menar Landström gör att de olika riskkapitalisterna kan förväntas bedöma nya investeringsförslag på olika vis.

3.5.4 Offentliga finansiärer

Statliga finansiärer är myndigheter och organ vars syfte är att främja företagandet, framförallt i tidiga skeden, för att bidra till att politiska mål om tillväxt, regional utveckling, sysselsättning eller kunskapsutveckling uppnås. Offentligt stöd förknippas oftast med bidrag utan krav på återbetalning men stödet tar mestadels formen av olika typer av lån och ägarkapital. De statliga finansiärerna är ofta specialiserade inom ett särskilt område eller bransch och bidrar mestadels med mindre investeringar som t.ex. mindre lån, bidrag samt projektstöd. Dessa ska fungera som komplement till de övriga aktörerna på finansieringsmarknaden. Generellt sätt anses de statliga finansiärerna ha låga krav på

¹⁵ Politis (2003) framhäver två kompetensblock; managementkompetens i form av kunskaper inom ledning och styrning av företag samt entreprenöriell kompetens om uppstartandet och genomförandet av nya entreprenöriella projekt.

inflytande samt lägre krav på kontinuerlig återbetalning vilket leder till högre finansiell flexibilitet för tillväxtföretaget (Nutek 2005).

Utbudet av offentliga finansieringsmedel varierar starkt över tiden och det är således viktigt att ta reda på de aktuella inriktningar, kriterier, och typer av tillgängligt kapital. Även investeringens omfattning, företagets storlek och inriktning är relevant att beakta. De flesta stödprogram är öppna för alla aktörer, såsom företag, institut och universitets organisationer. Företag kan exempelvis söka direktfinansiering för sina projekt hos ALMI, Innovationsbron eller Industrifonden. ALMI finns lokalt i alla län och kombinerar affärsutveckling med lånefinansiering. Framöver kommer Innovationsbron att satsa 200 miljoner årligen för tillväxten av kunskapsbaserade innovationsföretag i tidiga utvecklingsskeden, detta i form av stipendier, lån och ägarkapital. Industrifonden är en annan aktör, som erbjuder främst ägarkapital men även finansiering genom lån (Connect 2005, b).

3.6 Strategisk överensstämmelse

En grundläggande förutsättning för en lyckad företagsstrategi är att den förenar företagets interna miljö med dess omgivning. ”Strategic fit” är ett koncept som initialt kan delas in i två dimensioner, en intern och en extern.

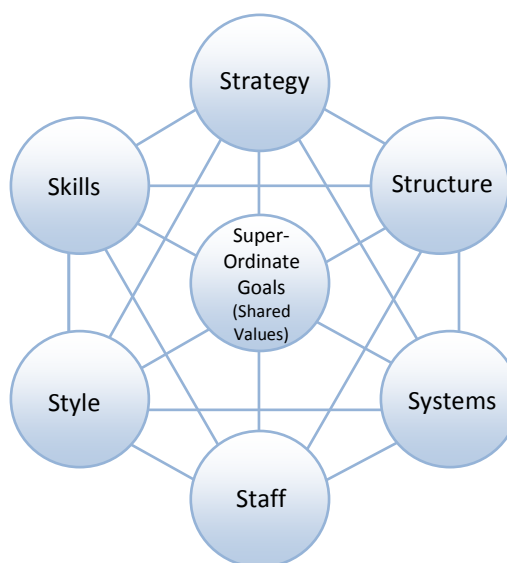
“Strategic fit is the situation in which all the internal and external elements relevant for a company are in line with each other and with the corporate strategy.”
Scholz (1987)

Det externa perspektivet framförs exempelvis i Grant (2007) som framhäver betydelsen av en överensstämmelse mellan företagets mål & visioner, resurser & förmågor samt struktur & system med den industrimiljön och omvärldskontexten som företaget agerar i:



Figur 3-9: ”The basic framework” (Grant 2007, sid 12)

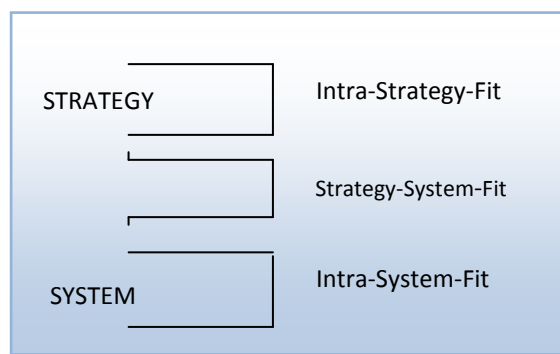
Det interna perspektivet har exempelvis lyfts fram i McKinsey’s ”7 S”-modell. Av dessa 7 parametrar anses strategin, strukturen och systemen (som processer and flöden) ofta vara såkallade ”hard S” i kontrast till de resterande fyra ”soft S” som är relaterade till företagskultur. Scholz (1987) menar på att modellen samt det något svävande begreppet ”strategic fit” kan systematiseras genom att reducera problematiseringen kring de båda begreppen:



Figur 3-10: ”7 S”-modell (McKinsey)

- Strategi (företagets formulering av de generella målsättningar och strategier för uppnåendet av dessa mål)
- System (interna och externa element som är viktiga för företaget)

Anpassningen av de interna systemen till mål och visioner är således en viktig komponent i ett framgångsrikt företagskoncept. Strategi och system kopplas samman av det som Scholz betecknar som ”strategy-system-fit”, den överensstämmelsen som ska finnas mellan system och företagsstrategin. Att systemen och strategin är konsistenta i sig själva ter sig en självklarhet i detta sammanhang (”Intra-Strategy-Fit” och ”Intra-System-Fit”). Scholz använder sig av denna teoretisering för att undersöka effekten av företagskultur medan andra studier såsom Chandler (1962) väljer modellen för att undersöka strategins påverkan på arbetsstrukturer.



Figur 3-11: "Types of strategic Fit" (Schulz 1987)

För denna studie är det av särskild vikt att undersöka ”strategy-system-fit”, nämligen huruvida arbetsmetoderna som finansiärerna använder sig av stämmer överens med deras målsättningar. Det är först och främst fördelaktigt för tillväxtföretagen att ha en välfungerande samarbetspartner i finansieringsfrågor men därutöver kan överensstämmelsen av tillväxtföretagens förväntningar samt finansiärernas mål & visioner och därav följande arbetsmetoder bli av särskild betydelse för ett lyckat samarbete.

4 Empiri

I följande kapitel ska vi redogöra för det empiriska materialet som har samlats in genom de sex intervjuerna. I slutet av kapitlet sammanfattas de viktigaste aspekterna i en tabell.

Empirikapitlet är en strukturerad sammanfattning av respondenternas tankar beträffande fyra olika dimensioner; mål & visioner, finansiärer av tillväxtföretag, utvärderingsmetoder samt kravställande & riskhantering. Den öppna strukturen på intervjuerna har gjort att gränsdragningarna mellan dimensionerna i vissa fall är flytande.

4.1 Sparbanken Finn

”Får att komma in på ägandesidan har vi gått in i tre riskkapitalbolag”

Lars-Olof Svensson, Vice VD
angående företags olika kapitalbehov

Sparbanken Finn är den största självständiga sparbanken i Sverige med verksamhetsområde i sydvästra och mellersta Skåne. Intervjun genomfördes med Lars-Olof Svensson, Vice VD och ansvarig för affärsområde företag, på Sparbanken Finns huvudkontor i Lund.

4.1.1 Mål & visioner

Sparbanken Finns huvudsakliga mål är att tjäna tillräckligt med pengar för att kunna bedriva sin verksamhet. Banken vill vara ledande när det gäller små och medelstora företag inom sitt geografiska verksamhetsområde. Sparbanken Finn har också en målsättning om att verka för utvecklandet av det lokala näringslivet.

4.1.2 Finansiär av tillväxtföretag

Erfarenheten från tidigare bankkriser har visat att tillväxtföretagen i sitt tidigaste skede inte kan finansieras via banklån. Risken för konkurs och därmed kapitalförluster för banken står inte i förhållande till marginalerna på utlåningsräntan. Sparbanken Finn har därför investerat kapital i tre riskkapitalbolag med samma regionala fokusområde.

Rörelsekrediter i ett tidigt skede av företagsutvecklingen utmärker Sparbanken Finn som är beredd att ta högre risker i syfte att främja visionen om utvecklande av det lokala näringslivet. Större finansieringsvolymen erbjuder Sparbanken Finn i vanliga fall inte i väldigt tidiga utvecklingskedan. Banken agerar också som bollplank och rådgivare i finansiella och kommersiella frågor samt kan fungera som en stark partner vid en eventuell framtida försäljning av företaget. Framförhållning i likviditetsfrågor och det oftast överdrivna kontrolltänkandet som karakteriserar små tillväxtföretag är andra aspekter som Sparbanken Finn vill förmedla till kunderna.

Sparbanken Finn har genom åren utvecklat ett särskilt kunnande på små tillväxtföretag detta mot bakgrunden av den starka entreprenöriella karaktären av sin marknad. Även om arbetsmetoden och de grundläggande värderingarna är liknande för alla Sparbanker så finns det bankspecifika skillnader i nivån på risktagande.

4.1.3 Utvärderingsmetoder

Sedan 1969 lyder sparbankerna under den allmänna banklagstiftningen vilket har lett till utvecklandet av ett stort kunnande beträffande små tillväxtföretag. Positionering i en entreprenöriell region med mycket fokus på nystartade företag har enligt Lars-Olof Svensson gjort att Sparbanken Finn idag ligger i framkanten vad gäller kunskap om utvärdering av små tillväxtföretag.

Utvärderingen baseras på en affärsplan där budget och marknadsanalys ingår för att definiera milstolpar vid vilka vidare finansiering kan godkännas. För att utvärdera potentialen av olika tekniska projekt använder sig Sparbanken Finn aktivt av närheten till Lunds Universitet och

forskarnas kompetens. Sedan läggs det stor vikt på utvecklingsstadiet av de olika projekten samt att det finns en bra balans mellan produkttänkande och kommersiellt fokus. Även en långsiktig plan för utvecklingen av ägarkonstellationen och potentiella exit-strategier är relevanta aspekter. Givet begränsad historisk information är entreprenören med sina tidigare erfarenheter och förankringar i olika nätverk betydelsefull. I slutändan är kreditbedömningen dock baserad på en sammanvägning av alla dessa parametrar i kombination med erfarenhet och känsla.

4.1.4 Kravställande & riskhantering

Generellt sett är Sparbanken Finn beredd att tillhandahålla lån med något större risknivå om investeringen främjar syftet att utveckla det lokala näringslivet. En stark bemanning av sina 21 kontor och nära kontakt med företagen samt lång erfarenhet i branschen gör att Sparbanken Finn tror sig kunna hantera investeringar med högre risk jämfört med konkurrenterna. Den decentraliserade organisationsstrukturen, där beslut tas nära kunden, höjer kvaliteten på utvärderingarna och således kan högre risker kontrolleras och beslut tas snabbare.

Rörelsekrediter i ett tidigt skede säkras oftast genom att entreprenören personligen står som borgen för lånet samtidigt som företagarens incitament till lånekontraktet ökas. Bankens förtroende till företagaren stärks också av entreprenörens signalering om tro på sin idé. Större kapitalvolymerna ges först ut i ett senare skede när företagets kommersialiseringsfas kommit igång. Även här försöker Sparbanken Finn gardera sig mot större förluster genom olika slags garantier och pantsättningar i själva företagsverksamheten samt uppnåendet av såkallade milstolpar för fortsatt kreditgivning.

I vissa fall kontrollerar Sparbanken Finn riskerna genom att begära styrelseposter. Dessa utnyttjas inte till aktiv styrning utan är snarare ett medel för informationsinhämtning och uppföljning av affärsplanen.

4.2 Handelsbanken

”Det råder ofta en missuppfattning om att banklån är det självklara alternativet när det egentligen är riskkapital som krävs - sedan är det givetvis en bedömning; är affärsidén bra, är det en driftig person som tidigare har levererat, då kan vi välja att vara med ändå.”

Niklas Berg, bankdirektör - chef för företagsmarknad
angående bankens roll som finansiär i uppstartsfasen

Handelsbanken grundades 1871 och är en universalbank med kontor i ett 20-tal länder där hemmamarknaderna är Norden och Storbritannien. Intervjun genomfördes med Niklas Berg, chef för företagsverksamheten på kontoret i Lund, som är ett av Handelsbankens största kontor med ett antal framgångsrika internationella företag som har varit trogna kunder sedan länge.

4.2.1 Mål & visioner

Handelsbankens huvudsakliga mål är att ha en högre avkastning på eget kapital än vad deras konkurrenter har. För att nå sitt primära mål fokuserar Handelsbanken på att ha lägre kostnader samt en högre kundnöjdhet jämfört med konkurrenterna, vilket ska resultera i långsiktiga och lönsamma kundrelationer.

4.2.2 Finansiär av tillväxtföretag

Niklas Berg ser inte banken som det naturliga alternativet för att finansiera tillväxtföretag i ett väldigt tidigt utvecklingskede. Bankverksamheten med lån (bottenlån) som inte tillåter höga marginaler som kompensation för risktagandet lämpar sig dålig för denna typ av finansiering.

Niklas Berg betonar emellertid att Handelsbanken vid flera tillfällen har tagit relativt höga initiala risker i tillväxtföretag som sedan har haft stora framgångar.

Generellt är det dock snarare andra banktjänster som Handelsbanken kan vara till hjälps med i detta tidiga skede. Handelsbankens kan bidra till tillväxtföretagens verksamhet genom tillhandahållande av rörelsekrediter, kort- och betalningstjänster samt i viss mån finansiell rådgivning. Om kunden önskar så kan Handelsbanken genom sitt omfattande nätverk förmedla kontakten till affärsänglar, riskkapitalister, statliga bidragsfonder, jurister, konsulter eller revisorer. Niklas Berg betonar vikten av en bra kundrelation som är centralt i Handelsbankens affärskoncept. Efter ett intensivt samarbete i uppstartsfasen kan Handelsbanken senare vara en bra partner när den initiala finansieringen ska omstruktureras (exempelvis vid exit av riskkapitalister).

4.2.3 Utvärderingsmetoder

För att identifiera de tillväxtföretag som man är beredd att finansiera trots ökade risker använder sig Handelsbanken inte av några specifikt avvikande utvärderingsmetoder utan bedömer varje enskilt fall utifrån dess affärsplan och entreprenören bakom. Banken gör vanligtvis en affärsbedömning, där bland annat en företagsbedömning och en kreditriskbedömning ingår. Viktiga element i denna bedömning är om möjligt en bokslutsanalys och entreprenörens personlighet. Utifrån detta utformas en strategi för den fortsatta affärsrelationen med kunden.

4.2.4 Kravställande & riskhantering

Niklas Berg menar på att Handelsbanken har haft ett kontinuerligt perspektiv på sin riskhantering som ibland uppfattas som konservativ. Denna grundar sig i enskilda kreditriskbedömningar som inte påverkas av något portföljvalstänkande. Dessa fundamentala riskbedömningar gör att Handelsbanken inte känner att risken blir okontrollerbar om övervikt i ett visst segment uppkommer. Historiskt sett har attityden att noggrant hålla sig till de

uppsatta riktlinjerna och inte följa marknadstrender i allt för hög utsträckning visat sig vara framgångsrik. Handelsbanken har uppnått sitt mål om högst räntabilitet bland de svenska storbankerna de senaste 35 åren. Det goda resultatet och gedigna riskhanteringen ger Handelsbanken den bästa ratingen bland svenska storbankerna.

Handelsbankens decentraliserade arbetssätt, med självständiga kontor som tar hand om kunderna oavsett storlek, bidrar till en väldigt nära kontakt med kunden. Detta nära samarbete leder till snabbare informationsutbyte och beslut som underlättar den initiala riskhanteringen samt den täta uppföljningen av investeringen. Utöver detta kan säkerheter i bolaget och/eller en personlig borgen krävas. Alternativa riskhanteringsmetoder såsom "covenants" där kreditgivningen knyts till uppfyllning av exempelvis olika nyckeltal eller kassaflöden är också vanligt förekommande.

4.3 Malmöhus Invest AB

*”Vi är inte motorn i bolaget men vi må vara oljan
[...] så att motorn gå lite smidigare.”*

Håkan Nelson, VD

angående Malmöhus Invests roll i tillväxtföretag

Malmöhus Invest AB grundades 1979 och är därmed Sveriges äldsta existerande riskkapitalbolag. Genom åren har investeringar gjorts i ett hundratal bolag, främst i södra Sverige, och portföljen består i genomsnitt av 12-13 högteknologiska bolag. Intervjun genomfördes på kontoret i Malmö med Malmöhus Invests VD Håkan Nelson.

4.3.1 Mål & visioner

Malmöhus Invest har som främsta målsättning att realisera avkastning till aktieägarna i form av stark värdetillväxt fram till bolagsförsäljning. Mot bakgrund av en stark avkastning, givet etiskt ansvarstagande, ser företaget positivt på att näringslivet i regionen utvecklas.

4.3.2 Finansiär av tillväxtföretag

Malmöhus Invest har som investeringsfilosofi att genom investeringar i storleksordningen 3-20 miljoner bli aktiv minoritetsägare i tillväxtföretag inom teknologibranschen. Antalet aktiva investerare med fokus på biomedicin, IT och industri inom detta segment är starkt begränsat. Även om det vid vissa tillfällen har förekommit att Malmöhus Invest har tagit en mindre position i ett större konsortium av investerare så ser Malmöhus Invest sin främsta styrka i att vara lokalt förankrad och den största aktiva partnern.

Malmöhus Invest fokuserar sina investeringar i södra Sverige och på danska Själland. Närheten till investeringsobjekten ser Håkan Nelson som en konkurrensfördel. Det är inte praktiska aspekter som är betydelsefulla utan snarare tillgången till det utvecklade lokala nätverket av bland annat konsulter, banker och revisorer. Det är kontakten och kunskapen om dessa nätverk som, utöver kapitaltillskottet, är Malmöhus Invests viktigaste bidrag till tillväxtföretagen. Genom att vara en partner i de strategiska besluten och genom deltagande i viktiga möten med banker, kunder eller leverantörer, utan att lägga sig i den dagliga verksamhetsstyrningen, utvecklas investeringsföretagen mer än genom traditionellt styrelseinflytande.

Den juridiska formen som aktiefund där investeringar tas in i sin balansräkning ("evergreen fund"¹⁶ istället för det i branschen brukliga tidsbegränsade "closed-end fund" upplägget) kan Malmöhus Invest ha ett längre investeringsperspektiv. Detta är särskilt viktigt då Håkan Nelson tror sig kunna upptäcka dåliga affärer under investeringen första år i motsats till lönsamma affärer som ofta tar lång tid att utvecklas ("De sura citronerna mognar fortare än de goda apelsinerna."). Detta tålamod har i många fall lett till att investeringar har kunnat överleva initiala motgångar för att senare på upp till 10-års sikt bli väldigt lönsamma affärer.

4.3.3 Utvärderingsmetoder

Malmöhus Invest lägger stor vikt vid entreprenörens personlighet – kompetens, entreprenörskraft och personkemi. Något förenklat beskriver Håkan Nelson detta som: "Vi investerar inte i projekt och bolag. Vi investerar i människor". Därpå måste Malmöhus Invest se möjligheten till en "otroligt stark" värdetillväxt vilket utvärderas med en mångfacetterad analysmodell som bland annat inkluderar affärsplaner och marknadsanalyser. Framförallt har möjligheten till internationell expansion blivit allt viktigare under den senaste 10-20 års perioden för att uppnå den önskade värdetillväxten. Då Malmöhus Invest inte har den djupa tekniska förståelse och kunskap om de olika produkterna utnyttjas ett stort nätverk av teknologikonsulter.

¹⁶ Evergreen Fund (www.lse.co.uk):

"A fund in which returns are generated on investments are automatically returned to the general pool, with the aim of keeping a continuous supply of capital on hand for investments."

4.3.4 Kravställande & riskhantering

Enligt Håkan Nelson måste riskhanteringen betraktas i två dimensioner, dels ett portföljvalstänkande och dels kontrollen av den enskilde investeringen. När det gäller portföljsammansättningen tror Håkan Nelson inte på en branschspecialisering. Det handlar snarare om att ha ett brett teknologiskt perspektiv för att jämna ut svackor i de olika branscherna. Sedan är det också viktigt att portföljen består av bolag i olika utvecklingskedan för att få ett kontinuerligt flöde i investeringarna och försäljningarna.

Gällande kontrollen av de enskilda investeringarna är det viktigt att vara en aktiv partner och att delta på viktiga möten med exempelvis kunder, leverantörer eller andra finansiärer. Vid utvecklingsproblem är det inte enskilda parametrar som styr utan tillväxtförutsättningarna. Håkan Nelson pekar på ett antal investeringar där tålamod och aktivt arbete med initiala motgångar har visat sig vara mycket lönsamt i slutändan.

4.4 Kaj Vareman

*”Jag har aldrig brytt mig om avtal, aldrig brytt mig om formalia
- vi kör som satan!”*

Kaj Vareman, företagsängel
angående samarbetet med forskarna i företagen

Kaj Vareman är en framgångsrik affärsängel som sedan 1978 har startat och utvecklat ett antal framgångsrika företag, exempelvis Lease, Zeol och Anox. Kaj Vareman är idag mest känd för kommersialiseringen av begreppet ”functional food” genom Pro Viva.

4.4.1 Mål & visioner

Kaj Varemans vision har alltid varit att tillfredsställa konkreta människobehov och åstadkomma samhällsnytta. Målet har varit att skapa företag med ett positivt budskap som det är ”roligt att jobba med” för att de växer, skapar arbete och utvecklar samhället med fokus runt miljöfrågor.

4.4.2 Finansiär av tillväxtföretag

Kaj Vareman tycker att affärsängelsverksamheten egentligen ska definieras utifrån två olika perspektiv; ett aktivt arbete och engagemang ifrån företagsängeln som i så fall oftast förknippas med ett mera begränsat kapitaltillskott. Sedan ser han också en kategori av företagsänglar som tar större finansiella poster men som inte bidrar med lika mycket kunskap och aktivt engagemang. Själv tillhör Kaj Vareman den första kategori av änglar som går in ”med hela sin själ för att driva företaget”.

Kaj Varemans bidrag till utvecklingen av företagen är att kunna prata det företagsekonomiska språket, en kunskap som de mera produktinriktade forskarna saknar. Detta ger affärsidéerna en trovärdighet gentemot potentiella kunder, leverantörer och andra finansörer. Dessutom bidrar Kaj Vareman till en balansering av produktfokuseringen och marknadsperspektivet samt att han tar hand om den ekonomiska styrningen av "sina" bolag.

Kaj Vareman är noggrann med att specificera att han som affärsängel har möjligheten till ett mycket långt tidsperspektiv. Utvecklingen av revolutionerande affärsidéer tar i många fall 7-10 år för att kommersialiseras och detta tidsperspektiv saknas oftast hos stora företag vars forskning till stora delar handlar om inkrementella förbättringar av befintliga produkter. Avsaknaden av behovet att ständigt levererar starka kvartalsrapporter underlättar enligt Kaj Vareman förnyelseprocessen väsentligt.

4.4.3 Utvärderingsmetoder

Kaj Vareman tycker att det är viktigt att affärsidén bygger på en "rejäl forskningsbakgrund". Detta har fördelen gentemot enskilda uppfinningar att det kan arbetas utifrån ett initialt bredare perspektiv. Med utgångspunkten i teknologin kan produkten sedan utvecklas till att matcha marknadens behov. Detta har blivit särskilt tydligt med ProViva som initialt var en läkemedelsteknologi som sedan kunde anpassas till livsmedelsbranschen. Flexibiliteten som forskarnas bakgrund och nätverk leder till har varit ett betydelsefullt beslutskriterium.

Andra viktiga aspekter är likviditetsplanen, en bra personkemi med forskarna samt en tydlig överenskommelse om utvecklingsstrategier och framtida ägarkonstellation. Behovet av att forskarna inser att kontrollen över bolaget måste släppas efter en avslutad produktutveckling och marknadsetablering är viktigt för att garantera en fortsatt tillväxt utöver Kajs investeringshorisont.

4.4.4 Kravställande & riskhantering

Kaj Vareman bidrar, utöver pengarna som ger honom 25-30% av aktierna i bolaget, med sin kompetens och arbetsförmåga. Han är verkställande direktör och har det övergripande ekonomiska ansvaret för företagen. Det intensiva arbetet i företagen ger honom ett optimalt informationsflöde; exempelvis gör Kaj Vareman och hans fru Lotta veckovisa likviditetsplaneringar på ett halvårs sikt och utför all bokföringsarbete ("Jag har koll på varenda krona och öre som spenderas"). Det informella arbetssättet där han kan utjämna likviditetssvackor med privata medel gör att forskarna inte behöver lägga kraft på ekonomifrågor utan kan ägna sig helt åt produktutvecklingen. Sedan tycker Kaj Vareman att det är viktigt att hålla en bra relation till sina affärspartner, till exempel banken för att vid behov kunna få likviditetsstöd.

4.5 TeknoSeed

”Det misstaget som man inte ska göra är att fokusera för lite på människan och förblindas av tekniken.”

Marcus Skärbäck, Investment Manager
angående betydelsen av entreprenören

TeknoSeed AB är ett statligt riskkapitalbolag som grundades 1997 och som idag är ett dotterbolag till Innovationsbron som verkar på uppdrag av näringslivsdepartementet. TeknoSeed förvaltar över 180 miljoner kronor och har en portfölj på 14 tillväxtföretag i olika teknologiska branscher, främst IT, medicinteknik och industriteknik. Marcus Skärbäck ansvarar för TeknoSeeds investeringar i IT- och industriteknikföretag.

4.5.1 Mål & visioner

TeknoSeed ska brygga mellan forskning och näringslivet för att kommersialisera spännande idéer. TeknoSeeds målsättning är att realisera en maximerad avkastning givet ett mandat om investeringar i mycket tidiga utvecklingsfaser av teknikföretag i södra Sverige.

4.5.2 Finansiär av tillväxtföretag

TeknoSeed verkar, på fullt kommersiella villkor, som en aktiv partner till tillväxtföretagen. Redan innan förhandlingar om finansiering påbörjas och investeringen görs arbetar TeknoSeed mycket med bolagen för att gemensamt utveckla en affärsplan vilket kan ta flera månader. TeknoSeeds finansiella investeringsvolym är mindre än de traditionella riskkapitalbolagen, vilket ger möjligheten att investera i mycket tidiga utvecklingskedan där kapitalbehovet inte är så stort. De initiala investeringarna ligger i vanliga fall i storleksordningen 1-3 miljoner kronor och Teknoseed siktar vanligtvis på 20-30% minoritetsägande.

Även efter den initiala investeringen fortsätter TeknoSeed att vara en aktiv delägare utan att lägga sig i operationella beslut. Däremot utövas ett starkt inflytande i strategiska, organisations- och ledningsfrågor. TeknoSeed använder sig också aktivt av sitt stora nätverk för att knyta värdefulla resurspersoner med teknisk kompetens eller industriell erfarenhet till tillväxtföretagen. Även i processen att hitta framtida finansieringsalternativ kan TeknoSeed med sin lokala och regionala förankring vara till hjälp genom goda kontakter till andra finansiella aktörer såsom större riskkapitalbolag.

4.5.3 Utvärderingsmetoder

TeknoSeed har ett tydligt utvärderingskoncept och delar in processen i tre dimensioner; entreprenören, tekniken och marknaden. Betydelsen av entreprenören definierar Marcus Skärbäck i termer av personkemi, inställning, kompetens samt vilja till att i framtiden komplettera med ytterligare extern kompetens. Den tekniska utvecklingspotentialen ska vara stor och unik så att utvecklingarna kan upphovsrättsligt skyddas. TeknoSeed dra nytta av sitt gedigna nätverk med goda kontakter till bland annat forskare vid Lunds Universitet för att analysera produkternas tekniska förutsättningar. Slutligen ska det finnas en spännande global marknad som kan generera höga tillväxtsiffror. Dessa dimensioner belyses också under perspektivet av en framtida "exit" som ska generera den eftersträlvade finansiella avkastningen.

4.5.4 Kravställande & riskhantering

Riskhanteringen är central för TeknoSeed eftersom investeringar i tidiga utvecklingsfaser innebär mycket höga risker. Uppskattningsvis når 80% av TeknoSeeds investeringar aldrig sin uppskattade potential men avkastningen ifrån de resterande företagen med stora framgångar täcker dessa förluster och genererar vinster. Det breda teknikperspektivet ger visserligen fördelen av diversifieringseffekter men de viktigaste elementen i riskhanteringen är milstolpar, aktivt styrelsearbete och preferensaktier.

I sina finansieringsåtaganden arbetar TeknoSeed mycket utifrån olika milstolpar som tillväxtföretaget måste uppnå för att få utökad finansiering. Sådana milstolpar kan vara tekniska utvecklingsresultat, godkännande av patent eller management rekrytering. Det aktiva styrelsearbetet ger ett betydande inflytande och möjligheten att utveckla företagen i önskad riktning. TeknoSeed försöker också att begränsa sina risker genom att kräva preferensaktier som vid likvidering ger fördelaktiga villkor och som säkerställer beslutsrätten i vissa förutbestämda frågor.

4.6 ALMI Företagspartner Skåne

*”Vi ska vara den som möjliggör för en bra entreprenör att genomföra sin idé;
vi ska vara den som möjliggör att banken sedan kan låna ut
de pengar som behövs”*

Göran Alvek

angående ALMI:s finansieringsverksamhet

ALMI Företagspartner Skåne är ett aktiebolag som på uppdrag av riksdagen grundades 1994 för att främja utvecklingen av mindre företag. Intervjun genomfördes med Göran Alvek på ALMI Företagspartner Skånes kontor i Malmö. Göran Alvek, med tidigare bakgrund inom riskkapitalbranschen är finansieringsansvarig sedan 2003 och ansvarar för ALMI Företagspartner Skåne finansiering av över 1000 tillväxtföretag i Skåne.

4.6.1 Mål & visioner

ALMI Företagspartner Skåne primära mål är att främja tillväxten av små och medelstora företag i Skåne under icke-vinstdrivande förutsättningar. Närmare bestämt vill ALMI se till att nya företag startas, etablerade företag växer och att innovationer kommersialiseras genom att låna ut pengar till en ränta som endast skall kompensera för kreditförluster.

4.6.2 Finansiär av tillväxtföretag

ALMI finansierar små och medelstora företag i förändringsskeden såsom initial uppstart eller expansion på internationella marknader. Finansieringen tar formen av riskfyllda lån upp till 6 miljoner. Givet att ALMI inte har något vinstintresse kan investeringar göras i högre riskprojekt vid lika räntor än vinstdrivande bolag. Därmed ligger ALMI:s kreditförluster oftast runt 5% årligen vilket är upp till 10 gånger högre än jämförbara privata aktörer. Ökade

finansiella resurser har lett till en stadig utvidgning av kreditvolymen under de senaste åren. Göran Alvek bedömer att det för tillfället finns fortsatt potential för investeringar i högklassiga projekt så att risktagandet förblir kontrollerbart.

Utöver lånefinansieringen verkar ALMI som bollplank till sina investeringsföretag. ALMI betonar vikten av ett kommersiellt tänkande utöver produktfokuseringen som ofta karakteriserar entreprenörsföretagen. Därför erbjuds rådgivningstjänster i kommersiella frågor såsom marknadsföring och kontaktförmedling till andra finansiärer, revisorer och konsulter.

4.6.3 Utvärderingsmetoder

ALMI har genom åren byggt upp en bred kompetens och erfarenhet som kombineras med ett gediget nätverk. Utvärderingsmetoden för potentiella investeringsprojekt är av affärsmässig karaktär och tar avstamp i tre stödpelare; affärsidén, marknaden och entreprenören, där entreprenörens betydelse väger tyngst. Något tillspetsat väljer Göran Alvek att uttrycka det som: ”En halvtaskig affärsplan med en bra entreprenör, då blir det någonting”. Beträffande de traditionella redovisningsmåttan understryks vikten av en noggrann likviditetsanalys.

ALMI lägger stor vikt vid utvecklingen av sin utvärderingsmetod för att ständig förbättra sina kunskaper om framgångsfaktorerna för investeringar i tillväxtföretagen. Förhoppningen är att ständigt lära av misslyckanden och framgångar för att utvecklas till att bli en bättre partner och bedömare av affärsidéer. Därför utvärderar ALMI sina investeringsföretag efter 3 år mot en kontrollgrupp genom mätningar och benchmarking mot SCB-statistik (antal konkurser, lönsamhet, omsättningstillväxt, personalökningar).

4.6.4 Kravställande & riskhantering

ALMI tror sig ta höga risker för att främja syftet att utveckla nya företag samtidigt som man tror sig kunna kontrollera dessa risker på olika vis. Djupgående analyser och ett utnyttjande av sitt gedigna nätverk ligger till grund för den initiala riskbedömningen. Sedan krävs säkerheter i bolaget och personlig borgen på 10-15% av kreditbeloppet. Det är dock viktigt att poängtera att ALMI tar ut säkerheter i bolaget med lägre prioriteringsordning än bankerna. Därigenom tillfaller de största kreditriskerna ALMI, vilket underlättar för kompletterande bankfinansiering.

Göran Alvek är angelägen om att ALMI uppfattas som en företagspartner. Syftet med rådgivningstjänster ska inte upplevas som kontrollerande men som en möjlighet till finansiell och kommersiell rådgivning. ALMI har heller inget intresse av att realisera värdeökningar utan ska bara gardera sig mot kreditförluster på 4-5års sikt.

Slutligen tillämpas inget portföljvalstänkande på ALMI:s kreditgivning utan riskerna bedöms i varje enskilt fall. En överrepresentation av investeringar i samma bransch ses snarare som en signal till att noggrannare analyserar marknaden och dess potential än en portföljövervikt. Generaliserande för hela riskhanteringen vill Göran Alvek framhäva att ALMI jobbar enligt affärsmässiga grunder och inte enligt byråkratiska paragrafer.

4.7 Uppsummering av empirin

	Mål & Visioner	Finansiär av tillväxtföretag	Utvärderingsmetoder	Kravställande & riskhantering
Sparbanken Finn	<ul style="list-style-type: none"> - Tjäna tillräckligt med pengar - Utveckla närområdet 	<ul style="list-style-type: none"> - Lån (om regional tillväxtpotential), rörelsekrediter, indirekt riskkapitalist - Rådgivning och kontaktförmedling - Partner vid framtida försäljning 	<ul style="list-style-type: none"> - Affärsplan - Entreprenören - Nätverk 	<ul style="list-style-type: none"> - Stark bemanning av lokalkontor - Borgen, säkerheter i bolaget - "Milstolpar"
Handelsbanken	<ul style="list-style-type: none"> - Högre avkastning än konkurrenterna 	<ul style="list-style-type: none"> - Lån (i mindre utsträckning); rörelsekrediter - Rådgivning och kontaktförmedling - Partner vid framtida försäljning 	<ul style="list-style-type: none"> - Affärsplan (gärna med bokslutsbedömning) - Entreprenören - Nätverk 	<ul style="list-style-type: none"> - Decentraliserad, lokal organisationsstruktur - Borgen, säkerheter i bolaget - Covenants
Malmöhus Invest	<ul style="list-style-type: none"> - Avkastning till ägarna 	<ul style="list-style-type: none"> - Aktiv minoritetsägare 3-20 miljoner - Kontaktförmedling - Partner i strategiska beslut - Långt perspektiv 	<ul style="list-style-type: none"> - Affärsplan - Entreprenören - Nätverk - Internationell potential 	<ul style="list-style-type: none"> - Aktiv partner - Portföljval med teknologiskt perspektiv & olika utvecklings-skeden - Närhet
Kaj Vareman	<ul style="list-style-type: none"> - Samhällsnytta, tillväxt 	<ul style="list-style-type: none"> - Aktivt engagemang - Bidrar med kommersiellt entreprenörskunnande - Mycket långt perspektiv 	<ul style="list-style-type: none"> - Bred produktpotential (genom en rejäl forskningsbakgrund) - Entreprenören 	<ul style="list-style-type: none"> - 25-30% ägande - VD med ekonomiskt ansvar - Flexibelt affärskoncept
Almi Företagspartner Skåne	<ul style="list-style-type: none"> - Främja tillväxten i Skåne 	<ul style="list-style-type: none"> - Riskfyllda lån - Rådgivning och kontaktförmedling 	<ul style="list-style-type: none"> - Affärsplan - Entreprenören - Nätverk 	<ul style="list-style-type: none"> - Borgen, säkerheter i bolaget (lägre prioriteringsordning än bankerna) - Nära kontakt
TeknoSeed	<ul style="list-style-type: none"> - Maximera avkastningen - Investera i nystartade teknikföretag i södra Sverige 	<ul style="list-style-type: none"> - Aktiv minoritetsägare - Initialt utvecklande av affärsplan - Kontaktförmedling - Partner i strategiska beslut 	<ul style="list-style-type: none"> - Teknisk innovation - Marknadspotential - Entreprenören - Nätverk - Internationell potential 	<ul style="list-style-type: none"> - Aktiv partner - Portföljval med teknologiskt perspektiv - Närhet

Figur 4-1: Sammanfattning av empirin

5 Analys

I det följande kapitlet ska vi analysera det empiriska materialet som har kommit fram genom intervjuerna. Materialet återkopplas till tidigare teoretiseringar på området och vi öppnar upp för egna tolkningar av intervjuobjektens verksamheter.

Upplägget för analysen är av matriskaraktär där de sex undersökningsobjekten analyseras individuellt i den första delen, innan de fyra olika undersökningsdimensionerna mål & visioner, finansiär av tillväxtföretag, utvärderingsmetoder samt kravställande & riskhantering jämförs i den senare analysdelen.

5.1 Analys av de olika aktörerna

5.1.1 Sparbanken Finn

Sparbanken Finn har som målsättning att tjäna tillräckligt med pengar för att bedriva sin verksamhet. Andra mål såsom utveckling av närområdet prioriteras framför en renodlad vinstmaximering. Den strategiska överensstämmelsen mellan mål & visioner och arbetsmetoderna blir tydlig då Sparbanken Finn finansierar affärer med högre risk, om detta främjar de icke-finansiella målen. Den indirekta rollen i riskkapitalbolag går också i linje med bankens vision om regional näringslivsutveckling i tidiga företagsfaser där traditionella banklån inte är aktuella. Banken kan genom dessa investeringar i ägarkapital utveckla den regionala marknaden och säkerställa en framtida kundbas.

Den starka bemanningen av lokalkontoren och den därav nära kundkontakten är viktiga aspekter för både utvecklingen av tillväxtföretagen, i form av finansiell rådgivning, och för riskhanteringen enligt kyrkotornsmodellen. Inteckningar i företagen, milstolpar för fortsatt kreditgivning samt krav på personlig borgen är andra element i strävan att hantera informationsasymmetrin. Sparbanken Finn har även insett betydelsen av ledargestalten i tillväxtföretag och fäster stor vikt vid denne i sin utvärdering av tillväxtföretagens potential. Användandet av ett stort kontaktnät, bland annat till forskarna på Lunds Universitet, är ett annat viktigt inslag i utvärderingsprocessen av nya idéer för att kompensera den tekniska

kunskapsbristen inom banken. Påpekandet av entreprenörernas starka och ibland överdrivna kontrollbehov och produkttänkande är andra problemområden som Sparbanken Finn ser som betydelsefulla, vilket stämmer överens med tidigare forskningsresultat (Landström 2003).

Sparbanken Finns tro på stor kunskapsutveckling om tillväxtföretag sedan 1969 bekräftas således i denna analys.

5.1.2 Handelsbanken

Handelsbankens mål om högre avkastning än konkurrenterna återspeglas på många vis i bankens interna arbetssystem. Riskfyllda lån till nystartade företag ges ut i mindre utsträckning, då avkastningen mestadels inte står i ett rimligt förhållande till risken.

Handelsbankens decentraliserade organisationsstruktur med lokalkontor stärker riskhanteringen enligt kyrkotornsprincipen. Den konservativa inställningen till risktagande ter sig också uttryckt i en mer traditionell utvärderingsmetod som grundas i en allmän företagsbedömningsmodell med marknadsanalys, framtidsprognos och bokslutsanalys. Dock anpassar Handelsbanken denna modell till tillväxtföretag; betydelsen av entreprenören med sin drivkraft, sitt nätverk och tidigare framgång framhävs. Detta resonemang om relationsorienterad finansiell bootstrapping understryks snarare än att ett portföljvalstänkande skulle minska riskerna. Efter kreditgivningen fortsätter Handelsbanken att stötta utvecklingen av tillväxtföretag för att säkra krediten genom minskad informationsasymmetri. Finansiell rådgivning och ett stort kontaktnät är viktiga inslag i detta sammanhang.

Handelsbanken vill poängtera att många entreprenörer spontant vill ha banklån som extern finansieringskälla i situationer som kräver tillskott av ägarkapital. Huruvida detta beror på kunskapsbrist eller aktivt val av kapitalstruktur kan inte avgöras. Handelsbanken är en aktör som snarare står till tjänst med andra banktjänster än själva finansieringen.

Handelsbanken visar således på en bra förståelse av problematiken vid finansiering av tillväxtföretag, men denna verksamhet är inte Handelsbankens kärnverksamhet.

5.1.3 Malmöhus Invest

Malmöhus Invest har som primär målsättning att skapa avkastning till ägarna genom att som aktiv ägare och partner utveckla tillväxtföretag i framförallt södra Sverige och på danska Själland. Kravet på hög avkastning går i hand med högt risktagande där fokus på närheten till investeringsobjekten, enligt kyrkotornsmodellen, är ett betydande inslag för att minska informationsasymmetrin. Den geografiska aspekten förbättrar också möjligheten till att utnyttja olika relationsbaserade fördelar. Investeringsrisken hanteras dessutom med bakgrund i djupgående analyser och diversifieringseffekter utnyttjas aktivt genom spridningen av investeringarna i ungefär 12 olika företag i olika utvecklingsstadier.

Det är framförallt det ekonomiska kunnandet i kombination med kapitaltillskott som är Malmöhus Invests bidrag till värdetillväxt. För att urskilja intressanta investeringar använder Malmöhus Invest sig av marknadsanalyser och affärsplaner men betonar vikten av entreprenören och de möjligheter som dennes nätverk, i enighet med relationsorienterad finansiell bootstrapping, erbjuder. En stark internationell potential i affärsidén har blivit ett allt viktigare utvärderingskriterium i syfte att skapa den höga värdetillväxten som ägarna kräver. Genom sin juridiska organisationsform som ”evergreen fund” kan Malmöhus Invest ha ett långt investeringsperspektiv vilket ytterligare främjar den strategiska överensstämelsen med avkastningssyftet, då de mest lönsamma investeringarna oftast tar längst tid att utveckla.

Malmöhus Invest är således en kunnig och stark men mycket krävande partner med djupgående förståelse för tillväxtföretagens behov.

5.1.4 Kaj Vareman

Kaj Varemans vision som företagsängel är att skapa tillväxtföretag som tillfredsställer konkreta människobehov och bidrar till samhällsnytta. Detta filantropiska ändamål föranleder Kaj Vareman till ett aktivt engagemang i ”sina” företag.

Det är svårt att karakterisera Kaj Vareman som finansiär. I överensstämmelse med tidigare forskningsresultat (Landström 1997, Politis 2003) raderas gränsdragningen mellan ”finansiären” och den initiala entreprenören ut. Situationen kan snarare beskrivas som att Kaj

Vareman tar över entreprenörrollen för att på så vis kombinera den befintliga tekniska kompetensen med det egna kommersiella perspektivet och entreprenöriellt kunnande från tidigare projekt.

Denna mycket aktiva roll i företaget där Kaj Vareman är ansvarig för den dagliga verksamhetsstyrningen eliminerar informationsasymmetrin mellan ledaren och finansiären då dessa roller innehas av samma person. Däremot kräver en sådan aktiv roll i företaget en utomordentligt bra personkemi samt att ett traditionellt riskspridningsperspektiv mellan olika företag av resursskäl inte är möjligt. Kaj Vareman kompenserar förbiseendet av portföljvalsteorin genom kravet på en ”regäl forskningsbakgrund” samt lång investeringshorisont. I ett diversifieringsperspektiv kan den därav resulterande flexibiliteten tolkas som en riskspridning mellan olika utvecklingsmöjligheter inom ett och samma tillväxtföretag.

Kaj Vareman tar således, trots mindre kapitaltillskott, själv rollen som entreprenör med tydliga krav på att styra hela företaget.

5.1.5 TeknoSeed

TeknoSeeds målsättning är att agera vinstmaximerande i en väldefinierad marknad. Det statliga intresset för samhällelig utveckling lyser igenom i målsättningen då detta marknadssegment inte täcks av tidigare privata intressen. Den självständiga organisationsstrukturen gör TeknoSeed AB till en effektiv och mycket flexibel aktör som inte verkar på byråkratiska villkor. Detta system är således mycket väl anpassat till det dynamiska och mycket mångfacetterade verksamhetsområdet och visar på en god intern och extern strategisk överensstämmelse.

I sina utvärderingsmetoder återfinns element av dessa målsättningar genom att betona vikten av innovativ teknik och en central betydelse av entreprenören med sin omgivning. Samtidigt understryks ekonomiskt viktiga aspekter såsom marknadspotential och rättsligt patentskydd för att försvara affärsmodellen.

TeknoSeeds arbetssätt karakteriseras av en mycket nära kontakt och samarbete med entreprenören vilket reducerar informationsasymmetrin och bidrar till en framtida positiv utveckling av tillväxtföretaget. Samarbetet med experter från exempelvis universitet har en utvecklande och pådrivande roll men innehåller också aspekter av informationsasymmetri-reducerande åtgärder. Det lokala och regionala perspektivet kan på samma vis tolkas i ljuset av kyrkotornsmodellen. En annan urskiljande aspekt i TeknoSeeds investeringar är kravet på preferensaktier som ger stort inflytande och viss finansiell riskreducering. Utöver dessa riskhanterande åtgärder på de enskilda investeringarna ger det breda teknikperspektivet också diversifieringseffekter. Således använder sig TeknoSeed av alla verktyg i riskhanteringsteorin vilket ter sig naturligt givet den mycket höga risken som investeringar i mycket tidiga utvecklingskedan innebär.

5.1.6 ALMI Företagspartner Skåne

ALMI:s målsättning är att främja tillväxten i Skåne under icke-vinstdrivande förutsättningar. Det icke-vinstdrivande målet är en förutsättning för att ALMI ska kunna arbeta med riskfyllda krediter utan att kräva höga räntebetalningar som skulle försämra tillväxt-möjligheterna för låntagarna. ALMI:s risktagande är ofta en premis för att andra aktörer ska våga medfinansiera tillväxtföretag och skapar därmed förutsättningar för skånsk tillväxt. ALMI:s verksamhetskoncept är således ett tydligt exempel på "inter-strategy-fit" och "strategy-system-fit".

Trots det icke-vinstdrivande affärskonceptet arbetar ALMI, på affärsmässiga grunder, som en lokal partner till tillväxtföretagen. Kreditgivningen föranleds av en noggrann analys av affärsidéns framtidspotential, men framförallt läggs stor vikt vid entreprenörens betydelse genom sin drivkraft och det personbaserade förtroendet.

Det efterföljande nära samarbetet reducerar informationsasymmetrin, framförallt genom rådgivningstjänster i företagsekonomiska och juridiska frågor. ALMI säkrar sina krediter ytterligare genom sekundära säkerheter i bolaget och personlig borgen som dock aldrig ska försämra möjligheten till ytterlig finansiering ifrån banker. Däremot används inte något portföljvalsperspektiv i utvärderingsprocessen. Detta kan tolkas som en överensstämmelse med visionen om att främja tillväxt, då ett portföljvalsperspektiv kan utesluta potentiella tillväxtföretag av enbart diversifieringsskäl.

5.2 Jämförelse mellan de olika aktörerna

5.2.1 Mål & visioner

Intervjuprocessen uppenbarade tydliga skillnader i mål och visioner mellan de olika aktörerna. Skillnaderna rör mestadels graden av fokusering på rent finansiella mål kontra icke-finansiella mål. Särskilt Handelsbanken och Malmöhus Invest har uttryckt ett starkt vinstmaximeringsintresse. I andra ändan av denna skala placerar sig ALMI och Kaj Vareman som båda lägger störst vikt vid utvecklings- och samhällsnyttiga ändamål. Resultatet av intervjuprocessen placerar Sparbanken Finn emellan dessa två grupperingar genom att balansera vinstmaximering med utvecklingen av närområdet. TeknoSeeds placering på denna skala ter sig något svårare då ett rent finansiellt vinstmaximeringsmål definieras inom ramen för utvecklingsbryggandet mellan forskningen och näringslivet. Vi väljer därför att definiera TeknoSeeds målsättning som mindre finansiellt fokuserad än de privata aktörerna.

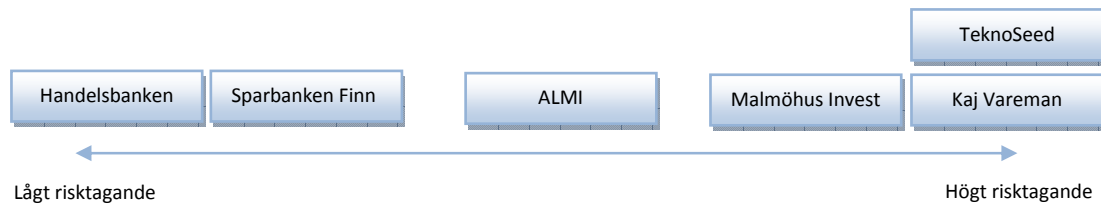
Vi tror att dessa skillnader till stor del kan förklaras med ägarkonstellationen av de olika finansiärerna. Handelsbanken och Malmöhus Invest är båda aktiebolag med vinstkrävande privata investerare som ägare. Detta vinstmaximeringsperspektiv genomsyrar verksamheterna som också måste fokusera på samma aspekt. Det statliga ägandet i ALMI påverkar målsättningarna genom den starka fokuseringen på regional tillväxt som är ett uttryck för statens vilja att utveckla Sveriges näringsliv. Denna påverkan är mindre i TeknoSeed men ter sig fortfarande uttryck i jämförelse med de privata aktörerna. Sparbanken Finn ägs av sina kunder som är privata investerare men samtidigt medborgare i regionen där Sparbanken Finn verkar, vilket kan förklara den balanserade målsättningen. Kaj Varemans målsättning är svårare att analysera med samma modell eftersom han är ägare till sin egen finansieringsverksamhet som dessutom tenderar till att vara entreprenörsdriven. Hans drivkraft ska således ses mot bakgrund av personliga intressen som kan jämföras med en entreprenörs.



Figur 5-1: Finansiella vs icke-finansiella mål

5.2.2 *Finansiär av tillväxtföretag*

De tydligaste skillnaderna i finansiärernas roll i tillväxtföretagen är typen av tillhandahållet kapital och det medföljande risktagandet. Handelsbanken arbetar med traditionella lån medan Malmöhus Invest, TeknoSeed och Kaj Vareman tillhandahåller riskfyllt aktiekapital. Investeringar i något senare utvecklingskedan gör att vi bedömer Malmöhus Invests risktagande som något lägre bland ägarkapitalet. Sparbanken Finn placerar sig mellan dessa två kapital-grupperingar. Den största delen av verksamheten består av traditionella lån men även mera riskfyllda rörelsekrediter och investeringar i riskkapitalbolag gör Sparbanken indirekt till en aktör som också tillhandahåller aktiekapital. ALMI utmärker sig genom en finansieringsform med riskfyllda lån vilket placerar ALMI:s risktagande mellan riskkapitalisterna och bankerna.



Figur 5-2: Graden av risktagande

Graden av aktiv påverkan av tillväxtföretagens verksamhet är en annan karakteriserande dimension. Detta aktiva engagemang tolkar vi dels som utvecklande och pådrivande komponent men samtidigt också som en riskkontrollerande komponent i affärsmodellen, vilket vi återkommer till. Kaj Vareman, TeknoSeed och Malmöhus Invest få ses som de mest pådrivande av aktörerna, mest beroende på intresset för tillväxtföretag som föranleder de till en aktiv partnerroll. Skillnaden i deras syn på investeringar, det som Landström betecknar som "subjekt" respektive "objekt"-investeringar, blir särskilt tydligt i Kaj Varemans uttryckssätt: "mina företag" som utmärker entreprenörsperspektivet hos affärsänglarna. Övriga aktörer är inte pådrivande och agerar mer som bollplank och kontaktförmedlare genom sina breda nätverk.



Figur 5-3: Graden av engagemang

5.2.3 Utvärderingsmetoder

I utvärderingen av tillväxtföretagen som ligger till grund för ett engagemang som finansiär, använder sig alla aktörer av en traditionell affärsplansbedömning. Därutöver betonar alla aktörer betydelsen av att anpassa bedömningen till tillväxtföretagens speciella karakteristika i mer eller mindre utsträckning. Betydelsen av entreprenören är en viktig komponent i alla aktörers bedömningar. Båda bankerna lägger betydande vikt vid entreprenören dock lägger Kaj Vareman som engagerar sig i det dagliga arbetet samt Malmöhus Invest som aktiv partner också stor vikt vid entreprenören. ALMI väljer att tillspetsat uttrycka betydelsen av entreprenören som helt avgörande och teknologifokuserade TeknoSeed vill framhäva entreprenören och undvika att förblindas av tekniken. Skillnaderna i entreprenörens betydelse för utvärderingen bedömer vi dock som alltför små för en meningsfull rangordning.



Figur 5-4: Entreprenörens betydelse

Begreppet "relationsrelaterat finansiell bootstrapping" som Winborg teoretiserar kring används inte direkt av någon aktör, dock återfinner vi dessa element under olika former i deras beskrivning av utvärderingsprocessen. Närheten till investeringsobjekten och betydelsen av de lokala nätverken betonas som fördelaktiga och viktiga element av samtliga aktörer. Ett avvikande utvärderingselement är Kaj Varemans krav på en bred produktpotential som erbjuder mer flexibilitet för den framtida utvecklingen. Dessutom förändras entreprenörens betydelse till ett produktperspektiv eftersom Kaj Vareman gärna hanterat de kommersiella aspekterna själv. I sin helhet kan de tillämpade utvärderingsmetoderna dock anses vara snarlika.

5.2.4 Kravställande & riskhantering

Jämförelsen av kraven som de olika aktörerna ställer på tillväxtföretagen uppenbarar tydliga skillnader som vi karakteriserar i dimensionen passiv-aktiv kontroll. Bankerna kräver säkerheter i bolaget, personlig borgen och uppnåendet av förutbestämda delmål för fortsatt kreditgivning, utan att ställa krav på inflytande i verksamhetsstyrningen. Dessutom sprids bankernas risk genom investeringar i flera olika tillväxtföretag, även om inget utpräglat portföljvals-perspektiv tillämpas. Detta perspektiv karakteriserar vi som passiv riskhantering.

Malmöhus Invest, TeknoSeed och Kaj Varemans aktiva engagemang i bolagen, som reducerar eller i Kaj Varemans fall helt eliminerar informationsasymmetrin och därmed en del av risken, karakteriseras som aktiv kontroll. Malmöhus Invest och TeknoSeed har dessutom ett antal olika tillväxtföretag i en diversifierad portfölj medan Kaj Vareman efterlyser en ”rejäl forskningsbakgrund” som ger stor flexibilitet i den enskilda affärsidén där han ”har koll på varenda krona och öre”.

ALMI:s riskhanteringskoncept liknar det som bankerna använder sig av, dock med högre risk genom att säkerheterna är av lägre prioriteringsordning vid finansiella svårigheter. Andra riskkontrollerande aspekter såsom kyrkotornsprincipen tillämpas redan i utvärderingsskedet av alla aktörer.



Figur 5-5: Passiv-aktiv kontroll

6 Resultat och resultatdiskussion

Den avslutande diskussionen sammanfattar resultaten ifrån analysen, behandlar dessa utifrån ett sammanfattande diagram och framhäver intressanta möjligheter till fortsatt forskning.

6.1 Analysens resultat

Analysen har gjorts i matrisformat där de olika finansiärerna först analyserades enskilt. Den har visat på olika affärskoncept där målsättningarna i stor grad har påverkat arbetssättet. En konsistent strategisk överensstämmelse mellan finansiärernas mål & visioner och interna system har kunnat observeras. Kunskapen om tillväxtföretagens är stor och de flesta aktörerna har visat på en gedigen erfarenhet och engagemang i branschen.

Analyskapitlets andra del har haft en komparativ karaktär med fokus på de fyra dimensionerna; mål & visioner, finansiär av tillväxtföretag, utvärderingsmetoder och kravställande & riskhantering. Analysen har visat på tydliga skillnader i graden av finansiellt fokus i aktörernas mål & visioner. Handelsbanken och Malmöhus Invest utmärker sig genom ett tydligt finansiellt perspektiv liksom TeknoSeed som har ett utpräglad vinstintresse men inom ramen för ett samhällsutvecklande mandat. Kaj Vareman och ALMI prioriterar icke-finansiella målsättningar medan Sparbanken Finns målsättningar är en balansering av dessa två positioneringar.

Aktörernas investeringskoncept skiljer sig markant mellan de olika initiala kategorierna medan skillnaderna inom kategorierna riskkapital och banker är mindre. Framförallt skiljer sig risktagandet och graden av engagemang avsevärt. Riskkapitalfinansiärerna, Malmöhus Invest och Kaj Vareman, som tillhandahåller ägarkapital är betydligt mer riskbenägna än bankerna som tillhandahåller traditionella lån. De offentliga finansiärerna har lite gemensamt. TeknoSeeds har stora likheter med riskkapitalkategorin och ALMI:s verksamhet kan ses som en egen grupp, med lån där risken är högre än bankernas men lägre än det investerade ägarkapitalet.

Alla aktörer grundar sina investeringsbeslut på liknande utvärderingsmetoder där affärsplanen och entreprenören mestadels står i fokus. Kaj Vareman efterlyser även en bred produktpotential som baseras på en ”regjäl forskningsbakgrund”.

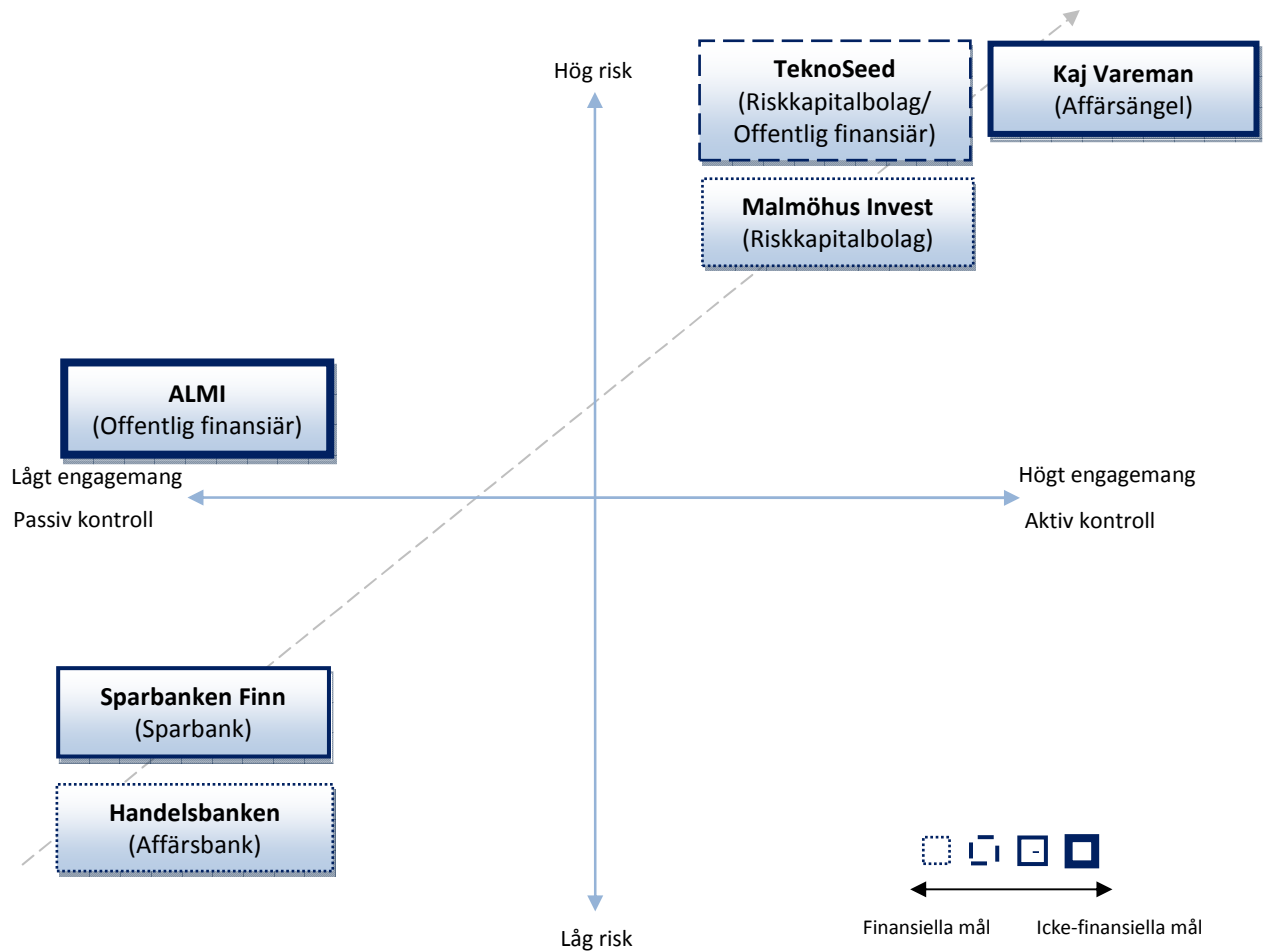
Kravställande & riskhantering är en dimension som uppenbarar distinkta skillnader i aktörernas angreppsätt. Analysen har kommit fram till att skillnaderna bäst framhävs i ett passiv-aktivt kontrollperspektiv. Bankerna och ALMI baserar sin riskhantering mestadels på traditionella säkerheter och borgen medans Kaj Vareman, Malmöhus Invest och TeknoSeed minskar informationsasymmetrin genom aktivt engagemang i bolaget samt diversifieringsaspekter i Malmöhus Invests och TeknoSeeds fall.

6.2 Slutsats

Den föregående analysen av det empiriska materialet kan sammanfattas i följande deskriptiva och komparativa diagram. Som tidigare påpekat kan branschgeneraliseringar av de olika aktörerna bara göras med försiktighet, men i ett beskrivande och jämförande syfte väljer vi denna enkla och lättillgängliga presentationsform. Dimensionen om utvärderingsmetoderna har inte lett till signifikanta skillnader mellan de olika aktörerna varför vi väljer att enbart fokusera på graden av risktagandet, graden av målsättningarnas finansiella fokus samt graden av engagemang och graden av kontroll. De två sistnämnda uppvisar en perfekt överensstämmelse vilket ter sig naturligt då aktiv kontroll kräver en stor grad av intervention i tillväxtföretagets verksamhet vilket kan jämföras med högt engagemang.

Diagrammet uppvisar ett mönster där låg risk verkar vara förknippad med passiv kontroll och högt risktagande är förknippad med aktiv kontroll. ALMI bryter detta mönster genom att hantera högre risker med ett passivt kontrollkoncept. Enligt vår uppfattning är detta en följd av finansieringen med högrisk lån som bara möjliggörs genom det icke-vinstdrivande syftet. Statens icke-finansiella intressen tillåter att ALMI kan acceptera högre kreditförluster om risktagandet främjar syftet om ökad regional tillväxt. Möjligen kan en generalisering göras där icke-finansiella intressen skulle tillåta att bryta mot detta risk-kontroll mönster, vilket dock bara en bredare studie skulle kunna bekräfta. Resultatet visar också att den i andra

studier behandlade negativa attityden hos entreprenören gentemot aktiv kontroll av finansiärerna i de flesta fallen inte är förenligt med extern finansiering av högrisk projekt.



Figur 6-1: Slutsatsdiagram

6.3 Resultat- och slutsatsdiskussion

Examensarbetet har i stor utsträckning baserats på Landströms förklaringsmodell av det finansiella gapet gällande finansiering av små tillväxtföretag. Förberedelserna av intervjuerna har präglats av struktureringen kring denna förklaringsmodell varför det är möjligt att andra perspektiv har fått för lite uppmärksamhet. Under intervjuprocessen öppnade vi upp för diskussioner utanför de utvalda dimensionerna, men mot bakgrund av att inga avvikande ansatser utöver de valda dimensionerna framfördes, tror vi att resultaten innehåller de mest väsentliga aspekterna.

Ett resultat av detta examensarbete är att finansiärernas kompetensbrist i Landströms förklaringsmodell inte kan påvisas hos de undersökta aktörerna. Dock ska det beaktas att undersökningen har gjorts med fokus på en region med stark entreprenöriell karaktär och akademisk förankring. Vi vill därför påstå att det i första hand inte handlar om en generell kompetensbrist. Det kan dock vara så att kompetensen är begränsad till sådana entreprenöriella regioner och att det krävs ett utbyte av kompetensen för att ta vara på fler potentiellt framgångsrika affärsidéer. En sådan slutsats kan dock inte dras av det föreliggande empiriska materialet vilket öppnar upp för nya intressanta studier med andra regioner i fokus.

Detta arbete tyder också på att valet av finansieringsform mestadels är en fråga om att hitta en kategori av finansiärer som tillhandahåller den typen av kapital som är förenligt med risknivån i investeringen. Kravställandet gällande inflytande och kontroll samt graden av deltagandet i utvecklingen av verksamheten följer sedan av detta. Arbetssättet som finansiärerna använder sig av för att utvärdera tillväxtföretagens potential är överlag mycket likartad.

Vi vill emellertid poängtera att valet av finansiär inte uteslutande skall göras på de föreliggande schematiseringsgrunderna. Representativiteten av de olika undersökta aktörerna för sin respektive kategori ska beaktas och framförallt på oreglerade områden såsom affärsängelsverksamheten kan skillnaderna inom samma underkategori vara betydande. Detta torde vara mer begränsat för bankerna som lyder under en tydlig lagstiftning. Betydelsen av valet av partner inom den aktuella underkategorin ska inte underskattas. Icke-mätbara aspekter såsom personkemi, tillit och ”magkänsla” har i många partnerskap stor betydelse

men i en verksamhet som nästan uteslutande bygger på löften om framtida utvecklingar kan denna betydelse inte beaktas nog.

Slutligen vill vi påstå att den svenska finansieringsmarknaden för nystartade och små tillväxtföretag är välutvecklad och att statens satsningar effektivt kompletterar de privata aktörerna. Aktörerna som vi har träffat under arbetets gång har varit mycket kunniga och intresserade av att framföra och förklara sin verksamhet. Betydelsen av att främja utvecklingen av tillväxtföretag har varit ett starkt och återkommande inslag. Kvantitativa aspekter och informationsförmedling till tillväxtföretagen har inte beaktats i denna studie men kvaliteten på den svenska finansieringsmarknaden verkar vara hög vilket är en förutsättning för att säkerställa en stark framtida tillväxt i den svenska ekonomin.

6.4 Vidare forskning

Den föreliggande diskussionen har lett till ett antal förslag till vidare studier. Ett första steg i att utveckla examensarbetet kan vara att utöka antalet undersökningsobjekt per kategori för att öka reliabiliteten i de upptäckta mönstren. Även en djupare och intensivera analys av de enskilda undersökningsobjekten eller en utpräglad induktiv ansats, för att bekräfta de utvalda dimensionerna, är av intresse. Ett relevant alternativ är att replikera studien i andra mindre entreprenöriella regioner eller att utöka undersökningen med tillväxtföretag som har fått finansiering av olika finansiärer. Det senare kan medföra en djupare förståelse för de olika finansiärerna samt öka tillförlitligheten i resultaten genom att deras synpunkter balanserar finansiärernas uttalanden. En jämförelse hade även kunnat göras på hur tillväxtföretagen upplever finansiärernas kravställande vid tilldelning av kapital.

Referenser

Litteratur

Berggren, B. (2003); *Tillväxt och lönsamhet i småföretag – finansieringsbidrag sett ur företagets perspektiv*; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 45–64.

SNS Förlag

Bruns, V. (2003); *Kreditprocessen ur bankens och det växande ägarledda företagets Perspektiv*; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 115–133, SNS Förlag

Bruzelius L. H., Skärvad P. H. (2004); *Integrerad Organisationslära*; Studentlitteratur

Bryman, A., Bell, E. (2005); *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber Ekonomi

CONNECT (2005, b); *Finansieringsmöjligheter för tillväxtföretag - Några råd på vägen*;

Andra omarbetade utgåvan; CONNECT Sverige

Davidsson, P., Lindmark, L., Olofsson, C. (1994); *Dynamiken i svenskt näringsliv*;

Studentlitteratur

Denscombe, Martyn (2000); *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom Samhällsvetenskaperna*; Studentlitteratur AB, Lund.

Elton, J. E., Gruber J. M., Brown, S. J., Goetzmann, W. N. (2003); *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*; 6th edition, Wiley

Fredriksen, Ö. (2003); *Kreditprocessen ur bankens och det växande ägarledda företagets perspektiv*; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 173–190, SNS Förlag

Grant, R. (2007); *Contemporary strategy analysis*; 6th edition, Blackwell

Jacobsen, D. I. (2002); *Vad, Hur, och Varför?*; Lund Studentlitteratur

Landström, H (2003); *Småföretaget och kapitalet*; sid 10-25, SNS Förlag

Mc Nally, K. (2004); *Corporate venture capital investment in the United Kingdom: Objectives, strategies and future prospects*; Venture Finance Working paper 9, University of Southampton. i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 45–64.

SNS Förlag

Miles, M.B., Huberman, A. M. (1994); *Qualitative Data Analysis: An Expanded Sourcebook*; Sage i Bryman, A., Bell, E. (2005); *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber Ekonomi

Nyman, M. (2002); *Riskkapital – Private equity- och venture capital- investeringar*; Norstedts Juridik

Politis, D. (2003); *Kreditprocessen ur bankens och det växande ägarledda företagens Perspektiv*; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 244–262, SNS Förlag

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. (2002); *Corporate Finance*; 6th edition, McGraw Hill

Silver, L. (2003); *Kreditprocessen ur bankens och det växande ägarledda företagens Perspektiv*; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 151–170, SNS Förlag

Winborg, J. (2003); *Pengar är inte alltid lösningen – användningen av finansiell bootstrapping i små företag*; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, sid 29-43, SNS Förlag

Publicerade artiklar

Andersson, J., Groth, J. (2006); *Hur resonerar småföretagen med hög tillväxt kring sin kapitalanskaffning*; Luleå Universitet

Baker, M., Wurgler, J. (2002); *Market Timing and Capital Structure*; The Journal of Finance Vol 57 No 1

Chandler A. D. (1962); *Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise*; MIT-Press

Christensen, P.J., Karlsson, P., Nielsen, J. (2007); *Små tillväxtföretag och extern finansiering*; Högskola Halmstad

Cressy, R. (1995); *Business Borrowing and control: A theory of entrepreneurial types*; Small Business Economics Vol 7 Issue 4 pp 291-301

Cressy, R & Olofsson, C. (1997); *Financial conditions for Swedish SME's*; pp 179-194, Small Business Economics Vol 9 Issue 2

Donaldson, G. (1961); *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*; Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration

Jensen, M., Meckling, W. H. (1976); *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*; Journal of Financial Economics 3 pp 305-360

Landström, H (1997); *Synen på Affärsmöjligheter – informella riskkapitalisters beslutskriterier i samband med bedömningen av nya investeringsförslag*; SIRE – Working paper 1997:3

Magnusson, L., Ottosson, J.; *Den svenska ekonomin i globaliseringens tidevarv - En lägesrapport*; Tvärsnitt 1:2003

McKinsey; 7s framework; i Scholz, C. (1987); *Corporate culture and strategy--the problem of strategic fit*; Long Range Planning, Vol 20 No 4 pp 78-87

Miller, M. (1977); *Debt and Taxes*; Journal of Finance Vol 32 May 1977 pp 261-275

Modigliani, F., Miller, H. M. (1958); *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*; The American Economic Review, Vol 48 No 3 pp 261-297

Myers, S. (1984); *The Capital Puzzle*; The Journal of Finance Vol 39 No 3 pp 575-592

Ross, S. A. (1977); *The Determination of Financial Structure: The incentive-Signalling Approach*; The Bell Journal of Economics, Vol 8 no 1 pp 23-40

Scholz, C. (1987); *Corporate culture and strategy--the problem of strategic fit*; Long Range Planning, Vol 20 No 4 pp 78-87

Storey D.J (1994); *Understanding the small business sector*; London Routledge

Elektroniska källor

Alm, H. (2007); *Vattna där det kan växa – En analys av nyföretagandet i Sverige*; TCO
www.tco.se (2008-01-09)

Connect Sverige (2005, a); *Connecions Nr2 2005 - Nyhetsbrev*; www.connectsverige.se
(2007-11-06)

Connect Väst; *rubrik: "ledstjärna"*; www.connectvast.se (2007-12-03)

EU kommissionen; *Rekommendation 96/280/EG*; www.ec.europa.eu (2007-11-25)

Fredrik Reinfeldt (2006); *Regeringsförklaring 2006*; www.regeringen.se (2007-11-06)

Global Compact; www.globalcompact.com (2007/12/05)

Henrekson, M., Stenkula, M. (2006); *Företagsstruktur och nyföretagande i Sverige*; Svenskt Näringsliv, www.svensktnaringsliv.se

ITPS (2005) (institut för tillväxtpolitiska studier); *Näringslivets Tillstånd 2005 - Tillväxt, produktivitet och strukturomvandling*; www.itps.se (2007-11-06)

LSE; *financeglossary*; www.lse.co.uk (2007-12-19)

Nutek (2005); *Förstå olika pengar på tre minuter*; www.nutek.se (2007-11-16)

Nutek (2006); *Kapitalförsörjning i småföretag R2006:05*; www.nutek.se (2007-11-15)

Nutek (2007); *Årsbok 2007*; www.nutek.se (2007-11-06)

Socialdemokraterna (2004); *Hela Sverige ska leva - Tio år med en socialdemokratisk regering (Regional rapport)*; www.socialdemokraterna.se (2007-11-06)

Sparbanken Gripen; *rubrik "Om Gripen - historia"*; www.gripen.se (2007-12-01)

6.5 Muntliga källor

Alvek, Göran; ALMI Företagspartner Skåne; Malmö (2007-12-11)

Berg, Niklas; Handelsbanken; Lund (2007-12-13)

Nelson, Håkan; Malmöhus Invest; Malmö (2007-12-10)

Skärbäck, Marcus; TeknoSeed; Lund (2008-01-09)

Svensson, Lars-Olof; Sparbanken Finn; Lund (2007-12-06)

Vareman, Kaj; Lund (2007-12-07)

Bilaga - Intervjuguide

Mål och visioner

- Vilka mål/visioner finns för ----- och för finansieringsverksamheten?
- Vem har satt upp dessa mål och hur länge har ----- jobbat efter dessa mål?

Utvärdering av investeringsalternativ

- Hur går ----- tillväga för att utvärdera en eventuell finansiering av ett tillväxtföretag?
- Vilka är de viktigaste aspekt/faktorerna i utvärderingsprocessen?
- Skiljer sig -----:s utvärderingsmetoder för tillväxtföretag ifrån utvärderingsmetoder för större eller stabilare företag?

Riskhantering

- På vilket sätt försöker ----- hantera investeringsrisken?
- Vilka säkerhets-/inflytandekrav ställer ----- på ett tillväxtföretaget för att gå in som finansiär?

Finansiär av tillväxtföretag

- Vad bidrar ----- med för tillväxtföretaget ("value added")?
- Tycker Ni att ----- är representativ för ----- som finansiär? Vilka är skillnaderna, dels mot andra sparbanker, affärsbanker, riskkapitalister och statliga finansiärer?
- Vad är eventuella fördelar/nackdelar för ----- som finansiär?
- Vad är eventuella fördelar/nackdelar för ett tillväxtföretag att ha ----- som finansiär av sin verksamhet?