



Företagsekonomiska institutionen  
EKONOMIHÖGSKOLAN VID  
LUNDS UNIVERSITET

**FEK 582**  
**Kandidatuppsats**  
Januari 2005

**En jämförande studie av  
venture-capitalmarknaderna  
i Sverige, Storbritannien och USA –  
med  
tyngdpunkt på investeringsbeteenden**

**Handledare**

Göran Anderson  
Sofia Avdeitchikova

**Författare**

Cecilia Cederstrand 800625-0206  
Patrik Dreveborn 820727-4633  
Anders Larsson 820914-4156

# Sammanfattning

**Uppsatsens titel:** En jämförande studie av venture-capitalmarknaderna i Sverige, Storbritannien och USA – med tyngdpunkt på investeringsbeteenden.

**Seminariedatum:** 2005-01-18

**Ämne/kurs:** FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng

**Författare:** Cecilia Cederstrand, Patrik Dreveborn, Anders Larsson

**Handledare:** Göran Anderson, Sofia Avdeitchikova

**Fem nyckelord:** riskkapital, investeringsbeteende, riskkapitalmarknader, venture-capitalbolag, trender

**Syfte:** Syftet med denna uppsats är att genom en komparativ studie jämföra venture-capitalmarknadens utveckling i Sverige, Storbritannien och USA. Med denna internationella jämförelse vill vi undersöka huruvida några trender kan urskiljas med avseende på investeringsbeteendet och därefter belysa bakomliggande orsaker och händelser till dessa eventuella trender.

**Metod:** Vi har genomfört vår uppsats genom kvantitativa och kvalitativa studier i form av insamling av data och intervjuer.

**Teoretiskt perspektiv:** Teorierna utgörs av en beskrivning av riskkapital i stort, transaktionskostnadsteorin samt intressentteorin.

**Empiri:** I vår empiri ingår dels data över investeringsbeteendet, dels beskrivning av de olika venture-capitalmarknaderna i Sverige, Storbritannien och USA.

**Slutsatser:** De amerikanska och brittiska marknaderna har flest likheter och de karaktäriseras av stora och välutvecklade marknader. Staten spelar en aktiv och viktig roll för främjandet av venture-capitalinvesteringar. Sveriges marknad är ung och mindre utvecklad. Staten har ännu inte givit tillräckligt med incitament för att marknaden ska kunna utvecklas fullständigt.

Trender i investeringsbeteendet kan urskiljas på alla marknader och i alla grafer.

Trenderna går mot en ökade aktivitet på marknaderna och mot att större investeringar görs i senare skeden.

De främsta bakomliggande orsakerna till trenderna är det konjunkturella läget. Politiska åtgärder har också inverkan på trenderna men kan inte lika tydligt härledas till grafernas utseende.

# Abstract

**Title:** A comparative study of the venture-capitalmarkets in Sweden, the United Kingdom and the United States.

**Seminar date:** 2005-01-18

**Course:** Bachelor thesis in business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)

**Authors:** Cecilia Cederstrand, Patrik Dreveborn, Anders Larsson

**Advisors:** Göran Anderson, Sofia Avdeitchikova

**Key words:** venture capital, investment behavior, venture-capitalmarkets, venture-capitalcompanies, trends.

**Purpose:** The purpose with this thesis is to make a comparative study of the development of the venture-capitalmarkets in Sweden, the United Kingdom and the United States. The aim of this international comparison is to investigate if trends occur due to investment behaviour. Furthermore, the aim is to describe the underlying factors of these possible trends.

**Methodology:** Our thesis is based on quantitative and qualitative studies.

**Theoretical perspectives:** We have started with a description of venture capital, we have then explained the transactioncost theory and the stakeholder theory.

**Empirical foundation:** The empirical chapter covers data on the investments and a description of the venture-capitalmarkets in Sweden, the United Kingdom and the United States.

**Conclusions:** The similarity between the British and American markets are the most evident and they are characterised by big and well developed markets. The government plays an active and important role in the support of venture-capital investments. The Swedish market is less developed. The government has not yet given sufficient incentives for the market to develop in an desired way.

We can define trends on all markets and in all the graphs in our study.

The trends all point towards an increased investment activity on the markets and also towards larger investments in later stages.

The most obvious factor undergoing the trends is the prevailing business cycle. State intervention also influence the trends but with less certainty.

1 Inledning.....	6
1.1 Bakgrund .....	6
1.2 Disposition.....	8
1.3 Definitioner.....	8
1.4 Problemdiskussion.....	9
1.4.1 Problemställning .....	12
1.5 Syfte.....	12
1.6 Avgränsning .....	13
2 Metod.....	14
2.1 Val av metod.....	14
2.1.1 Metodens angreppssätt.....	14
2.1.2 Val av teori .....	15
2.1.3 Insamling av empiri .....	16
2.1.4 Urvalsgrupp för intervjuer .....	16
2.1.5 Intervjuteknik.....	16
2.2 Metodkritik.....	17
2.3 Källkritik.....	18
2.3.1 Validitet .....	18
2.3.2 Reliabilitet .....	19
2.3.4 Intervjuobjekt.....	20
2.3.3 Facklitteratur.....	20
3 Teori .....	21
3.1 Riskkapital .....	21
3.1.1 Formella och informella investerare .....	22
3.2 Venture-capitalbolagens struktur .....	23
3.2.1 Aktiebolagsform .....	23
3.2.2 Fond- och managementstruktur .....	24
3.2.3 Syndikering.....	25
3.3 Branschens utveckling .....	25
3.4 Finansieringsstrategier .....	26
3.5 Exitmöjligheter .....	28
3.6 Transaktionskostnadsteorin .....	29
3.7 Intressentteori .....	30
4 Empiri.....	33
4.1 Den amerikanska venture-capitalmarknaden .....	33
4.1.1 Marknadens utveckling.....	33
4.1.2 Den historiska utvecklingen.....	35
4.1.3 Statens roll på venture-capitalmarknaden .....	36
4.1.4 Venture-capitalfonder inom företag.....	37
4.2 Den brittiska venture-capitalmarknaden .....	38
4.2.1 Marknadens utveckling.....	38
4.2.2 Den historiska utvecklingen.....	39
4.2.3 Problem.....	42
4.3 Den svenska venture-capitalmarknaden .....	43
4.3.1 Marknadens utveckling.....	43
4.3.2 Den historiska utvecklingen.....	44
4.3.3 Regleringar i Sverige .....	47
4.4 De svenska aktörerna.....	47
5 Analys.....	50
5.1 Analys enligt olika exitmöjligheter.....	50
5.2 Analys enligt transaktionskostnadsteorin .....	51
5.3 Analys enligt intressentteorin .....	53
5.4 Analys enligt investeringsbeteendet .....	54
5.4.1 Total summa investerad.....	55
5.4.2 Antal investeringar .....	55
5.4.3 Genomsnittlig storlek på investeringarna .....	56
6 Slutsatser .....	57
7 Källförteckning.....	60
7.1 Publicerade källor .....	60

7.2 Företag- och organisationsinterna källor .....	61
7.3 Muntliga källor .....	62
7.4 Elektroniska källor.....	63
Bilaga.....	65

# 1 Inledning

---

*I detta kapitel ämnar vi ge en bakgrund till ämnesområdet, samt ge en introduktion till det problemområde som vi kommer att utröna i uppsatsen. Kapitlet kommer också ta upp olika definitioner inom området.*

---

## 1.1 Bakgrund

Riskkapitalbranschen startade redan på 1500-talet i och med handelsresorna till Kina och Indien. Under industrialismen, mellan slutet av 1800-talet och början av 1900-talet, var riskkapital också en nödvändighet för att finansiera de investeringar som behövde göras för att driva branschens utveckling framåt. Dagens struktur i den svenska riskkapitalbranschen härstammar från den utveckling som skedde i USA på 1940-talet, det land som var först inom den moderna riskkapitalindustrin. Den spred sig sedan till Europa där den första investeringen gjordes i Storbritannien av ett företag som då hette ICFC, idag mer känt som 3i och är Europas ledande riskkapitalbolag.<sup>1</sup>



Graf 1, Riskkapitalbolagens investeringar i % av BNP år 2003, i Europa<sup>2</sup>

USA och Storbritannien utgör idag de största riskkapitalmarknaderna.<sup>3</sup> Sverige ligger på andra plats i Europa mätt i summa investerad i förhållande till BNP.<sup>4</sup> I

---

<sup>1</sup> Nyman, Michael, *Riskkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 19

<sup>2</sup> Medlemsmatrikel Directory (2004-2005), Svenska riskkapitalföreningen, s. 17

<sup>3</sup> BVCA, report on investment activities (2003)

Sverige däremot tog inte utvecklingen fart förrän på 1980-talet då konjunkturen var hög och intresset för aktier började öka.<sup>5</sup> I detta skede tillkom även OTC-listan, som skapades för att mindre bolag lättare skulle kunna börsintroduceras<sup>6</sup>. Under denna period startades ett 30-tal venture-capitalbolag och även några statliga fonder som investerade i riskkapital.<sup>7</sup>

Venture-capitalbolagens syfte är att med ekonomiska medel och med aktivt ägarengagemang hjälpa onoterade bolag,<sup>8</sup> samtidigt ser venture-capitalbolagen sina investeringar som en möjlighet till att generera avkastning snabbt.<sup>9</sup> Många av dessa bolag insåg dock inte vikten av långsiktighet och branschkunskande och försvann därför från marknaden.<sup>10</sup> Under åren har nya bolag bildats samtidigt som branschen delvis har mognat och idag finns cirka 350 medlemmar i riskkapitalföreningen och av dem är 116 aktiva föreningsmedlemmar.<sup>11</sup> Antalet har varierat genom åren men trenden visar totalt sett på ett ökat antal anslutna. Idag finns 212 miljarder kronor fördelat mellan riskkapitalbolagen, av dessa är ca 100 miljarder investerade.<sup>12</sup>

Intresset för venture capital har i Sverige följt dess marknadsutveckling. När venture capital har varit ett efterfrågat finansieringsverktyg på marknaden har också intresset för venture-capitalbolag ökat. Detta inträffade till exempel under "IT-boomen" i början av 2000-talet, då många av de nya bolagen finansierades av venture-capitalbolag. Från begynnelsen av den svenska venture-capitalmarknaden, det vill säga i början av 1980-talet, har branschen påverkats av den rådande konjunkturen och därmed har dess investeringsstruktur; årliga antal investeringar, årlig summa investerad samt huruvida kapitalet gått till nystartade eller mogna företag, sett olika ut.

---

<sup>4</sup> Medlemsmatrikel Directory (2004-2005), Svenska riskkapitalföreningen, s. 17

<sup>5</sup> Nyman, Michael, Riskkapital – *Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 19

<sup>6</sup> OTC-listan, "over the counter" börslista för bolag på Stockholmsbörsen där kraven för notering inte är lika höga som på A-listan,

[http://www.nationalencyklopedin.se/jsp/search/article.jsp?i\\_art\\_id=277819&i\\_word=otc](http://www.nationalencyklopedin.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=277819&i_word=otc)

<sup>7</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29) (2002), "Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige"

<sup>8</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29) (2002), "Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige"

<sup>9</sup> Herzog, Helge, *Riskkapitalet och de mindre företagen* (1990), s. 17

<sup>10</sup> Nelson Håkan, VD Malmöhusinvest, 2004-11-23

<sup>11</sup> Barbra Bohannan, SVCA, 2004-12-22

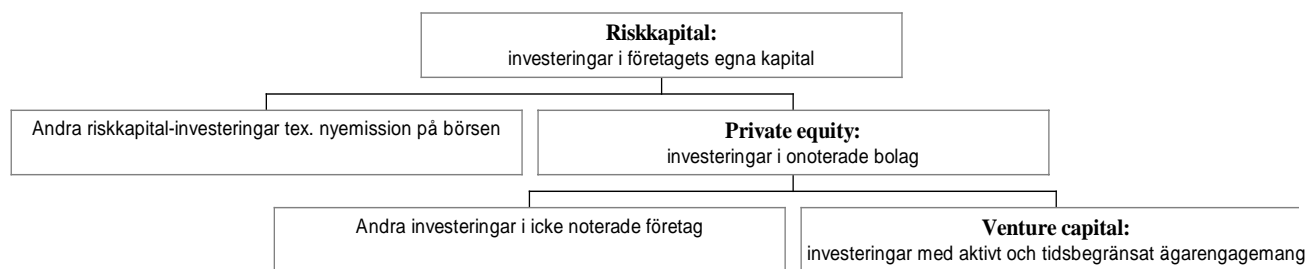
<sup>12</sup> Birgitta Östberg, NUTEK, 2004-12-06

## 1.2 Disposition

Inledningsvis använder vi oss av en beskrivande teknik för att ge en bild av venture-capitalmarknaden, dess karaktär, historia och aktörer. Därefter försöker vi särskilja de olika begrepp som ofta förekommer inom ämnet riskkapital. Vi beskriver mer ingående det problemområde som vi önskar undersöka, dess aktörer, de påverkande faktorerna samt den utveckling som har skett. Vi kommer sedan att ge en analys, genom att bearbeta empiri och teori. Avslutningsvis kommer slutsatser att dras utifrån den givna frågeställningen.

## 1.3 Definitioner

De begrepp som kommer att användas i uppsatsen illustreras i följande modell och definieras så som:



Modell 1, Begreppsstruktur<sup>13</sup>

**Riskkapital:** alla investeringar som görs i ett företags egna kapital.

**Private equity:** investeringar som görs i onoterade bolags egna kapital, vanligtvis i företagets senare utvecklingsskede. Investeringarna kräver ofta inget aktivt ägarengagemang.<sup>14</sup>

**Venture capital:** aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang i onoterade bolag som befinner sig i ett tidigt skede av dess utveckling.

**Andra investeringar i onoterade bolag:** investeringar där ägaren inte behöver vara aktiv. Dessa investeringar sker bland annat av affärsänglar.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10\(2000\)](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10(2000)), "Venture capital - begrepp och definitioner"

<sup>14</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10\(2000\)](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10(2000)), "Venture capital – begrepp och definitioner"

<sup>15</sup> Berggren, Tom, VD, Riskkapitalföreningen 2005-01-05



**Affärsänglar:** privata placerare som investerar mindre summor i unga företag med utvecklingspotential. Dessa investeringar sker oftast i en tidig fas. Det rör sig ofta om personer med en god ekonomisk situation samt erfarenhet och kunskap om näringslivet.<sup>16</sup>

**Portföljbolag:** de företag som venture-capitalbolagen väljer att investera i. Begreppet kommer utav det faktum att venture-capitalbolagen oftast har en portfölj av investeringsobjekt.<sup>17</sup>

**Venture-capitalbolagens investeringsbeteende:** ämnar i vår uppsats att beskriva; antalet investeringar per år, storleken på investeringarna samt vilken fas investeringarna sker i.

**Trend:** ”utvecklingen i stort under en längre period, dvs den utveckling som sker om vi bortser från tillfälliga och kortsiktiga variationer”.<sup>18</sup>

## 1.4 Problemdiskussion

Den svenska venture-capitalmarknaden är relativt ung, cirka 20 år, i jämförelse med de största internationella marknaderna såsom den amerikanska och den brittiska, vilka har varit aktiva i ungefär 60 år.<sup>19</sup> Olikteterna i livslängd speglar till stor del också graden av utveckling på respektive marknad vilket idag också gör marknaderna i USA och Storbritannien till de mest välutvecklade inom industrin. I USA och Storbritannien har den längre tidsperioden som venture-capitalmarknaden har existerat under lett till att åtgärder har kunnat prövas och utvärderas. Dessa har i sin tur format marknaderna som då har hunnit mogna och etablera sig på ett annat sätt än den svenska marknaden.<sup>20</sup> Fram till idag har forskning inom venture-capitalindustrin genomförts för att bland annat undersöka marknadens inflytande på ekonomin<sup>21</sup>, branschens aktörer<sup>22</sup> samt faktorer som påverkar venture-capitalmarknaden<sup>23</sup>. Denna forskning har dock framförallt bedrivits av anglosaxiska forskare på de inhemska marknaderna och feltolkningar kan uppstå om denna forskning appliceras direkt på marknader med andra mikro-

---

<sup>16</sup> Mason, Colin, Harrison, Richard, *Closing the regional equity capital gap* (1995), s.161

<sup>17</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 16

<sup>18</sup> Körner, Svante, Wahlgren, Lars, *Praktisk statistik* (1996), s. 193

<sup>19</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital - Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 19

<sup>20</sup> Jacobsson, Staffan, “The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up?” (2000) s.62-66

<sup>21</sup> EVCA ”Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe”, research paper, (2002)

<sup>22</sup> Harrison, Richard, Mason, Colin “A strategy for closing the equity gap” (1992), s. 357-378

<sup>23</sup> Lerner, Josh, Gompers, Paul A ”What drives venture capital fundraising?”, (1998), s. 149-204

och makroekonomiska förutsättningar.<sup>24</sup> Det är därför av intresse att studera hur den svenska venture-capitalmarknaden ser ut idag. Vi finner det även intressant att undersöka de mer välutvecklade marknaderna, dels för att jämföra dem med varandra, dels också för att kunna jämföra dem med den svenska, för att på så sätt få en bättre bild av marknadernas utveckling och dagens rådande förhållanden. Kan paralleller dras mellan den svenska, brittiska och amerikanska marknaderna?

Debatten kring den svenska venture-capitalmarknaden har på senare år intensifierats, och ämnet har behandlats allt oftare i olika media. Det problem som framförallt lyfts fram handlar om finansiering till bolag i tidiga skeden, så kallad sådd-, start-up- och tidig expansionsfinansiering, och framförallt om en eventuell avsaknad av denna. Brist på denna typ av finansiering kan resultera i att en stor och betydande grupp företag får minskade möjligheter att utveckla unika idéer, idéer som rätt hanterade kan bidra till tillväxt.<sup>25</sup> Vi kan ytterligare belysa vikten av en välfungerande marknadssituation för venture capital då det finns belägg för att bolag, och då framförallt mindre och unga, vilka får tillgång till riskkapital växer snabbare än företag utan.<sup>26</sup> Likaså hävdas att tillgången till venture capital bidrog till det ökade entreprenörskap och nyföretagande som rådde i Sverige under andra halvan av 90-talet.<sup>27</sup>

Sverige är ett av de länder som har flest patent i världen i relation till antalet invånare<sup>28</sup>. Vi har även en hög utbildningsnivå<sup>29</sup>. Därmed är det viktigt att främja den entreprenörsanda som råder för att ta till vara på och bibehålla den kunskap som idag finns. Venture capital ses av beslutsfattare i större delen av världen som ett viktigt instrument för att stödja ekonomisk tillväxt och sysselsättning.<sup>30</sup> Enligt en årlig jämförelse publicerad i maj 2004 av Europeiska riskkapitalförbundet (EVCA)<sup>31</sup> hade Sverige det senaste året förlorat i konkurrenskraft inom venture-capitalbranschen. Bedömningen av marknadssituationen påverkades bland annat av förhållanden som: skatteregler, kostnad för bolagsetablering samt institutionella placerares möjlighet till investeringar inom sektorn. I samma undersökning rankades Storbritannien som det land med de bästa förutsättningarna för att bedriva riskkapitalbolag.<sup>32</sup> Vi finner därmed detta som ett

---

<sup>24</sup> Landström, Hans, *Småföretaget och kapitalet*, svensk forskning kring små företags finansiering (2003), s.16

<sup>25</sup> "Ta tag i såddfinansieringen, Östros!", *Ny Teknik* 2004-11-17

<sup>26</sup> "Bolag växer snabbare med riskkapital", *Svenska Dagbladet* 2003-09-03

<sup>27</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=21](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=21) (2001), "Utan riskkapital inget svenskt entreprenörskap!"

<sup>28</sup> Bodin, Jan-Erik, *Överingenjör*, Patent och registreringsverket 2004-12-13

<sup>29</sup> Hansson, Pontus, PhD, *Nationalekonomiska institutionen vid Lunds Universitet*, 2004-12-22

<sup>30</sup> Mason, M Colin, Harrison, T Richard, *The geography of venture capital investments in the UK*. (2002) s. 428

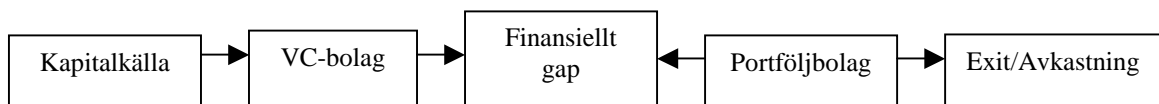
<sup>31</sup> EVCA European private equity and venture capital association

<sup>32</sup> "Investerarna allt mindre intresserade av Sverige" *Svenskt näringsliv*, 2004-05-26

incitament för en jämförelsestudie mellan marknaderna för att undersöka förhållandena och investeringsbeteendet på respektive marknad.

Vid diskussion kring betydelsen av extern finansiering för företag brukar man framförallt nämna två olika kategorier av bolag, de som har som mål att expandera och de som mer eller mindre endast verkar för självförsörjning.<sup>33</sup> För den kategori av bolag där en idé föds och ägaren önskar utveckla den samt expandera företaget är kapital av avgörande betydelse. Det är också denna kategori av företag som är viktiga för att skapa arbetstillfällen och för att bidra till den ekonomiska utvecklingen.<sup>34</sup> Om interna medel inte finns att tillgå och säkerheten för banklån inte är tillräcklig, är venture-capitalbolag en möjlig och även betydelsefull finansieringskälla. För företag som endast verkar för självförsörjande är tillgången på venture capital vanligtvis inte av samma vikt.<sup>35</sup>

Får inte bolag som har som ambition att växa tillgång till kapital kan ett finansiellt gap<sup>36</sup> uppstå på marknaden. För att illustrera var det finansiella gapet kan uppstå har vi konstruerat följande modell:



Modell 2, Beskrivning av det finansiella gapet<sup>37</sup>

Kapitalet strömmar från kapitalkällan till venture-capitalbolaget men sedan investeras inte kapitalet till portföljbolag i alla faser. Därmed missgynnas en viss kategori av företag och ett finansiellt gap uppstår.

Venture-capitalbolagen verkar för att tillföra kapital till företag med goda utvecklingsmöjligheter och även för att gå in som aktiva ägare. Målet är att kunna avyttra de företag, vilka man tillför kapital, med vinst. För att uppnå detta syfte på ett effektivt sätt och för att gynna en företagsmarknad, där befintliga företag får chans att utvecklas och där nya företag med innovativa produkter kan startas, krävs att kapital framförallt investeras i den sistnämnda kategorin. Vi finner det därför intressant att undersöka om så är fallet. Det vill säga finns det en trend i investeringsbeteendet och går den i så fall mot att det finansiella gapet ökar, vilket skulle betyda att inte tillräckligt med kapital investeras i tidiga faser?

<sup>33</sup> Birch, David, *Job creation in America* (1987)

<sup>34</sup> "Ta tag i såddfinansieringen, Östros!", *Ny Teknik* 2004-11-17

<sup>35</sup> Landström, Hans, *Småföretaget och kapitalet*, svensk forskning kring små företags finansiering (2003), s. 15

<sup>36</sup> Landström, Hans, *Småföretaget och kapitalet*, svensk forskning kring små företags finansiering (2003), s.14

<sup>37</sup> Modell 2, Cederstrand, Cecilia Dreveborn, Patrik Larsson, Anders

Venture-capitalbranschens aktörer; kapitalkällor, venture-capitalbolag, portföljbolag samt investeringsobjekt, är desamma på den internationella marknaden, vi undrar dock om den marknad som bolagen verkar på kan påverka investeringsbeteendet vilket i sin tur kan skapa trender. Ser till exempel den svenska venture-capitalmarknaden likadan ut som den brittiska och den amerikanska? Beroende på vilka incitament som ges och vilka förhållande som råder i respektive land för venture-capitalinvesteringar, så som exempelvis skattesituation, konjunkturläge och statens roll, får venture-capitalbolagen olika förutsättningar för att investera. Vid gynnsamma förhållanden har portföljbolagen större möjligheter att erhålla kapital och kunskap. Vid mindre gynnsamma förhållanden begränsas venture-capitalbolagens möjligheter till att investera och därmed drabbas småbolagen negativt. Det vore därför intressant att undersöka marknadsförhållandena på de tre marknaderna för att se om och i så fall vilka effekter dessa skulle kunna ha på venture-capitalmarknaden i respektive land.

#### 1.4.1 Problemställning

Vilka förhållanden råder på de amerikanska, brittiska och svenska venture-capitalmarknaderna, vilka trender kan urskiljas, hur ser dessa i så fall ut och vad är de bakomliggande orsakerna till dessa eventuella trender?

### 1.5 Syfte

Syftet med denna uppsats är att genom en komparativ studie jämföra venture-capitalmarknadens utveckling i Sverige, Storbritannien och USA. Med denna internationella jämförelse vill vi undersöka vilka trender som kan urskiljas med avseende på venture-capitalbolagens investeringsbeteende samt belysa bakomliggande orsaker och händelser till dessa eventuella trender.

## 1.6 Avgränsning

Den period vi avser att undersöka sträcker sig från 1989 fram till och med 2003. Undersökningen omfattar endast den formella venture-capitalmarknaden i respektive land. De data som vi bygger vår uppsats på är begränsad till antalet årligen registrerade föreningsmedlemmar i EVCA och dess underorganisationer, dessa gäller för Storbritannien och Sverige. Motsvarande data för USA är hämtat från Thomson Financial, vilket är ett amerikanskt konsultbolag.

# 2 Metod

---

*I detta kapitel ämnar vi beskriva den metod vi har valt och på vilka grunder vi har valt den samt dess relevans. Vi kommer även att beskriva valet av teori. Slutligen kommer vi ge kritik till valen av metod, teori och källor.*

---

## 2.1 Val av metod

Vårt val av metod har utgått ifrån den pragmatiska ansatsen, vilket innebär att valet av metod grundar sig i vad som är mest lämpligt för frågeställningen. Denna ansats utesluter därmed inte det faktum att man kan ha flera olika angreppssätt så länge dessa är relevanta för undersökningen.<sup>38</sup> Vi har valt att arbeta med uppsatsen utifrån både ett kvalitativt och ett kvantitativt angreppssätt. I och med denna ansats anser vi att vi kan tillföra den mest relevanta och giltiga informationen för att undersöka vårt ämne, då informationen kan prövas genom båda angreppssätt. Vi kan därmed ställa den kvantitativa data mot de kvalitativa intervjuerna som vi har genomfört.

### 2.1.1 Metodens angreppssätt

Studier med kvantitativ metod utgörs av data som kan göra de teoretiska begreppen mätbara. Det rör sig ofta om stora mängder data som går att göra generaliserbara och det blir därmed lättare att strukturera upp resultatet för att kunna dra slutsatser.<sup>39</sup>

Vid kvalitativ metod används färre objekt och studien blir mer djupgående. Metoden kan genomföras på fler sätt exempelvis genom intervjuer, fallstudier och observationer. Vid en kvalitativ ansats tillåts undersökningsobjektet att ge en mer nyanserad bild av sin omvärld. Denna metod kan alltså beskrivas som mera öppen än den kvantitativa.<sup>40</sup>

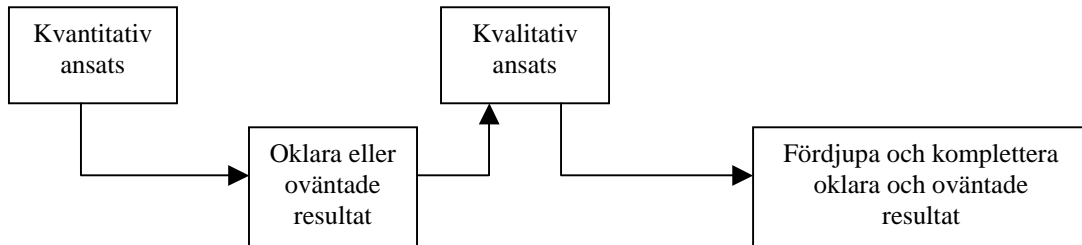
---

<sup>38</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför?* (2002), s. 49

<sup>39</sup> Holme, Magne Idar, *Forskningsmetodik* (1997), s. 78

<sup>40</sup> Halvorsen, Knut *Samhällsvetenskaplig metod* (1992), s. 83

För att tydligare beskriva det angreppssätt som vi har genomfört vår studie med, har vi använt oss av nedanstående modell. Vi finner att den på ett överskådligt sätt förklarar de olika ansatser vi har använt oss av.



Modell 3, Metodtyp där kvalitativ ansats följer kvantitativ ansats.<sup>41</sup>

De kvantitativa data kommer att sammanställas i grafer för att illustrera resultatet. Efter vår tolkning av detta resultat är vi intresserade att se om det som graferna visar överensstämmer med den allmänna uppfattningen på den rådande svenska venture-capitalmarknaden. Utifrån resultatet vill vi även ta reda på faktorer som kan kopplas samman med de investeringstrender som vi eventuellt kan urskilja. Vi beslöt oss därför för att genomföra kvalitativa intervjuer med bransch-kunniga representanter. Under arbetets gång har vi läst ämnesanknuten litteratur för att kunna fördjupa oss inom ämnet och komplettera den informationen som vi har fått genom den kvantitativa och den kvalitativa forskningen.

### 2.1.2 Val av teori

För att kunna välja lämpliga teorier som ger stöd åt empirin ämnar vi att inhämta information genom facklitteratur så som akademiska artiklar, ämnesanknutna böcker samt genom att söka allmänna artiklar inom ämnet på Internet. Vi väljer att börja vår undersökning genom att läsa artiklar då dessa oftast är mer uppdaterade, publicerade närmare i tiden för att få en bild av dagens situation. Detta eftersom venture-capitalbranschen är i ständig utveckling.

För att på bästa sätt angripa och visa på problematiken i vår problemställning kommer transaktionskostnads- och intressentteorin att tillämpas. Vi kommer även att ge en bild av vad venture capital är och hur bolagens finansieringsstrategier ser ut. Teorierna kommer att appliceras på empirin för att tydliggöra förhållandena och för att sedan kunna underlätta analys och slutsatser.

---

<sup>41</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad hur och varför?* (2002), s. 152

### 2.1.3 Insamling av empiri

Empirin är insamlad genom kvalitativa intervjuer, kvantitativ data samt genom facklitteratur. De kvantitativa data har erhållits från Svenska riskkapitalföreningen, EVCA samt Thomson Financial, i form av information rörande riskkapitalinvesteringar som har gjorts i Sverige, Storbritannien och USA från 1989 fram till år 2003. Dessa data erhöles i siffror och består av antalet investeringar som årligen gjorts, belopp investerat per år. Data används framförallt för att se om investeringsbeteendet har varierat under den tidsperioden vi valt att undersöka. För att beskriva tidigare och aktuella marknadsförhållanden samt händelser på respektive lands venture-capitalmarknad använder vi oss av litterära källor, i form av böcker och akademiska artiklar.

### 2.1.4 Urvalsgrupp för intervjuer

Vi har grundat vårt val av intervjuobjekt utifrån vår egen kunskap om ämnet. Urvalet har bestått av företrädare för venture-capitalbranschen med antagandet om att dessa är kunniga inom området. Utifrån detta antagande är det dock inte säkert att de besitter den kunskap som vi tror att de har, eller på annat sätt motsvarar våra förväntningar. Då vi inte har kontaktat portföljbolagen har vi förbisett de åsikter och den information som denna kategori av aktörer hade kunnat ge. Vårt urval av intervjuobjekt kan därmed kritiseras för att ha varit för snävt och eventuellt grundat på felaktiga kunskaper om vem vi tror kan bidra med relevant information.

### 2.1.5 Intervjuteknik

Genom kvalitativa studier kan vi välja färre intervjuobjekt, vilket möjliggör att svaren kan bli mer ingående och vi finner därmed att de utgör ett bättre underlag för uppsatsen.

De intervjuer som ligger till grund för vårt insamlande av primärdata har utförts genom individuella intervjuer per telefon samt en intervju där vi träffat vårt intervjuobjekt.<sup>42</sup> Våra intervjuer har varit semistrukturerade med ett antal förutbestämda frågor, dessa har använts genomgående vid intervjutillfällena. Vissa frågor har modifierats för att bättre passa det specifika företaget eller organisationen. De intervjuade har kontaktats i förväg för att de skulle kunna förbereda sig bättre och därmed känna sig bekväma i situationen. Vid det tillfälle då vi besökte den intervjuade gavs denne möjlighet att välja plats för intervjun så

---

<sup>42</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför?*, (2002), s. 152



att förhållandena för denne var optimala. Platsen har alltså varit naturlig för den intervjuade vilket i sin tur har betydelse för de svar som erhålls risken för konstlade svar ökar i en obekväm miljö.<sup>43</sup> För att få en så korrekt bild som möjligt och för att minimera risken för informationsbortfall har samtliga gruppmedlemmar varit närvarande och fört anteckningar under intervjuerna. I de fall då telefonintervjuer har genomförts har högtalartelefon använts. Vi har valt att presentera den information som vi har erhållit under intervjuerna i ett eget avsnitt i det empiriska kapitlet. Informationen kommer att jämföras med de kvantitativa data som har undersökts samt ge en aktuell beskrivning av dagens venture-capitalmarknad.

## 2.2 Metodkritik

Vid valet av metod bör man ställa sig kritisk till hur den genomförs, dess tillförlitlighet och dess relevans. Den modell som vi har valt att använda oss av börjar med en kvantitativ ansats och övergår sedan till en kvalitativ ansats. Detta val av metod gjorde vi för att öka studiens giltighet.<sup>44</sup> Vi är dock medvetna om det problem som kan uppstå i det fall då resultatet i de olika ansatserna inte stämmer överens. Vi kommer därmed ha en starkare tilltro till de kvantitativa data som vi har tillgång till, då vi anser att denna har en högre grad av objektivitet. De kvalitativa intervjuerna präglas av viss subjektivitet eftersom varje individ har sin egen tolkning av verkligheten samt agerar utifrån ett egenintresse.

Det är svårt att gå ut i verkligheten utan några förutfattade meningar<sup>45</sup>. Vi är medvetna om att våra tolkningar kan färgas av de tidigare kunskaper och uppfattningar vi har om ämnet. Detta medför en risk att informationen tolkas utifrån vårt perspektiv och därmed inte ger en helt rättvisande bild. Genom att vara medveten om detta problem försöker vi därför att undvika en subjektiv tolkning.

Innan en intervju genomförs bör man reflektera över vad man vill få ut av den och vad som är passande för uppsatsens karaktär.<sup>46</sup> Likaså bör man vara medveten om de för- och nackdelar som en intervju respektive telefonintervju medför. Individuella intervjuer bör i första hand genomföras ansikte mot ansikte istället för telefonintervjuer. Det är dock inte alltid praktiskt möjligt och vi har i dessa fall använt oss av telefonintervjuer och genom att bifoga frågor via mail. Telefonintervju används med fördel i de fall då avstånden är långa, tiden är knapp

---

<sup>43</sup> Holme, Idar, Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik* (1997) s. 107

<sup>44</sup> Jacobsen, Dag Ingvor, *Vad, hur och varför?*, (2002), s. 152

<sup>45</sup> Jacobsen, Dag Ingvor, *Vad, hur och varför?*, (2002), s. 43

<sup>46</sup> Skärvad, Per-Hugo, Lundahl, Ulf, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, (1999) s. 122

och intervjuareffekten är extra påtaglig.<sup>47</sup> Problemet med telefonintervjuer är att det är svårt att uppfatta intervjuobjektets sinnesstämning. Personen i fråga upplever ett minskat förtroende gentemot frågeställaren vilket minskar informationsutbytet.<sup>48</sup> Anledningen till att vi ändå valde att använda oss av telefonintervjuer grundar sig främst i orsaker som geografisk placering av våra intervjuobjekt.

## 2.3 Källkritik

### 2.3.1 Validitet

För att kunna dra generella slutsatser med hjälp av den information som insamlats krävs att den är relevant i sitt sammanhang.<sup>49</sup> Den period som vi ämnar studera sträcker sig över 14 år, vilket ungefär motsvarar två konjunkturcykler.<sup>50</sup> Vi finner det relevant att studera två konjunkturcykler då det under endast en konjunkturcykel kan ha rådigt specifika förhållanden vilka därmed kan bidra till att ge en felaktig bild i ett längre perspektiv. Att en längre tidsperiod inte har valts beror på att den svenska marknaden inte var så utvecklad före 1989. Vi har valt samma tidsperiod för respektive land då vi finner den giltig för en komparativ studie.

Då det inom denna bransch finns både privata och offentliga aktörer finner vi det relevant att vårt urval representerar båda dessa grupper. Detta för att få en bred och nyanserad bild. Vi har, som tidigare nämnts, i vår uppsats valt ett angreppssätt där både kvantitativ och kvalitativ ansats ingår. Genom att använda båda ansatserna kan högre validitet uppnås om resultatet från dessa ansatser överensstämmer.<sup>51</sup>

---

<sup>47</sup> Eriksson, Lars Torsten, Wiedersheim- Paul, Finn *Att utreda forska och rapportera* (2001) s. 85

<sup>48</sup> Eriksson, Lars Torsten, Wiedersheim- Paul, Finn *Att utreda forska och rapportera* (2001) s. 86

<sup>49</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför?* (2002), s. 259

<sup>50</sup> Landström, Hans, Professor, Företagsekonomiska institutionen vid Lunds Universitet, 2004-12-16

<sup>51</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför?* (2002), s. 152

### 2.3.2 Reliabilitet

Beroende på hur man mäter och behandlar den data som hämtas från empirin erhålls information med olika grad av trovärdighet.<sup>52</sup> Eftersom man inte med säkerhet kan kontrollera det exakta antalet verksamma företag inom branschen, kan därför inte helt pålitliga slutsatser om investeringsbeteende dras. Data gällande den brittiska marknaden har lämnats från 90 % av det totala antalet bolag och vi finner därmed denna data som användbar<sup>53</sup>. Den amerikanska riskkapitalföreningens (NVCA) medlemmar utgör inte majoriteten av riskkapitalbolagen i USA. Vi har därför valt att inhämta data från Thomson Financial, eftersom de täcker majoriteten av bolagen på den amerikanska marknaden<sup>54</sup>. För att kunna påvisa datans trovärdighet har vi jämfört den med samma typ av data som har insamlats av Anders Isaksson, professor vid Umeå Universitet och forskare inom riskkapital. Vi kan med denna jämförelse se att de två källorna stämmer överens. Informationen om den svenska marknaden kommer från EVCA som även den innefattar majoriteten av de svenska riskkapitalbolagen. Vi kommer att justera den totala årligen investerade summan med hänsyn till hur många riskkapitalföretag som årligen deltar i undersökningen. Vi har även justerat de totala investeringarna i respektive land med avseende på totalt antal investeringar för att få fram de genomsnittliga investeringarna per år. Detta för att öka jämförbarheten marknaderna emellan.

Då det på den svenska marknaden inte finns några uppgifter om antalet medlemmar under åren 1990 till 1993 samt 1995 till 1997 har vi använt oss av extrapolering för att beräkna årligt medlemsantal för samtliga dessa år. Se bilaga.

För att öka reliabiliteten för analysen av graferna har vi infogat trendlinjer. Dessa linjer utjämnar för eventuella extrema avvikelser och graferna görs även jämförbara, genom att linjens lutning och utseende är den avgörande faktorn vid jämförelsen. Dessa trendlinjer har vi fått fram genom Excel. För att få en rättvisande bild har vi applicerat polynoma trendlinjer för att därmed ta hänsyn till både upp- och nedgångar i graferna. Det går dock inte att statistiskt säkerställa de framtagna trenderna då materialet har en för begränsad tidsram.

I de fall då information från intresseföreningar samt källor med egenintressen i branschen används är det av yttersta vikt att vi förhåller oss objektiva vid behandling av informationen. Vi utgår från att de artiklar som är publicerade i akademiska tidskrifter har genomgått granskningar och därmed har större trovärdighet. Vi har dock, i den mån det har varit möjligt, jämfört informationen

---

<sup>52</sup> Holme, Magne Idar, *Forskningsmetodik* (1997), s. 163

<sup>53</sup> Brodey, Elissa, Head of Research, BVCA, 2004-12-22

<sup>54</sup> Bernard, David, Thomson Financial, 2005-01-03

med andra källor i syftet att öka trovärdigheten. Det material som vi har inhämtat från intresseorganisationer har vi främst använt oss av när vi beskriver historia eller ger kvantitativa data, sådan information som vi anser att det inte finns någon större anledning att förvränga.

#### 2.3.4 Intervjuobjekt

Genom de personer som vi har valt ut för intervju har vi önskat att få en så nyanserad bild som möjligt av verkligheten. Då vi till en majoritet har intervjuat personer från branschen och endast personer som står för investeringar är vi medvetna om att det kan ge en snäv bild av hela marknaden. Valet har gjorts just för att vi var intresserade av hur dagens aktörer ser på situationen och vi fann det därmed mer relevant att ta kontakt med branschfolk. Vi har dock delat upp intervjupersonerna på både den offentliga- och den privata sektorn. Vi har även försökt att få med personer som har varit i branschen olika länge för att se på hur de tolkar dagens situation och den utveckling de har upplevt. På samma sätt har vi pratat med personer som arbetar på olika stora företag med hänsyn till antal anställda och investeringskapacitet.

#### 2.3.3 Facklitteratur

Vi har valt att använda oss av artiklar som har publicerats i vetenskapliga tidskrifter. Dock är valet av artiklar det kritiska. Inom området finns en stor mängd information och det finns därför en risk för att vi förbiser viktig och relevant information.

Utbudet av böcker som är skrivna inom ämnet är något begränsat samtidigt som böckerna ofta är skrivna längre tillbaka i tiden, speciellt de som endast rör den svenska marknaden. Därmed har inte ett större urval varit möjligt vilket kan vara en nackdel för objektiviteten.

# 3 Teori

---

*I detta kapitel kommer vi att presentera de teorier som vi finner relevanta för uppsatsen. Dessa kommer sedan att användas i vår analys och därefter för att dra slutsatser.*

---

## 3.1 Riskkapital

Riskkapital är idag ett vitt använt begrepp när man vill beskriva kapital som tillskjuts företag i olika stadier av livscykeln. Dock är innebörden av begreppet mycket brett och täcker ett stort spektra.<sup>55</sup>

Riskkapital används på många håll som synonym till venture capital, vilket delvis lett till en begreppsförvirring. Det amerikanska begreppet ”*venture capital*” direktöversätts ofta som riskkapital, vilket är felaktigt. På grund av den inkorrekta översättningen används dock på svenska begreppet ”*riskkapital*” istället för venture capital när man egentligen syftar på venture capital.<sup>56</sup> Vi finner det därför lämpligt att utreda skillnaderna mellan begrepp som riskkapital och venture capital.

**Riskkapital** är det övergripande begreppet. Det kan korrekt beskrivas som alla investeringar som görs i ett företags egna kapital och begreppet innefattar därmed venture capital och private equity. Det betyder att investering i riskkapital kan vara allt från köp av en aktie i ett noterat bolag till en direktinvestering i det egna kapitalet för ett helt nystartat bolag. Till skillnad från en lånefinansiering utbetalas ingen ränta på det investerade riskkapitalet utan den som satsar riskkapital blir istället delägare och får ta del av företagets eventuella värdetillväxt och vinst. Ett företags egna kapital kan därför sägas utgöra riskkapital eftersom det är detta kapital som utnyttjas först om företaget ställs inför ekonomiska problem, det vill säga detta kapital utsätts för en högre riskfaktor.<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> Nyman, Michael, Riskkapital (2002), s. 15-16

<sup>56</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

<sup>57</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

**Venture capital** är investeringar i onoterade bolag med aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang. Venture capital utgör, som tidigare nämnts, en form av riskkapital men innebörden är betydligt smalare. Venture capital definieras som kapital vilket tillförs onoterade tillväxtbolag i ett tidigt skede av deras livscyklar. Bakom det investerade kapitalet står ett venture-capitalbolag som utöver den rena kapitaltillförseln även förutsätts gå in och bidra som aktiva ägare. Vanligt är till exempel att en företrädare från venture-capitalbolaget sitter som representant i portföljbolagets styrelse. Investeringarna är alltid tidsbegränsade och venture-capitalbolagen har som mål att avyttra, nå en exit, inom ca fem till sju år.<sup>58</sup>

### 3.1.1 Formella och informella investerare

Venture-capitalmarknaden är uppdelad i två kategorier, formellt och informellt venture capital. Formellt venture capital utgörs av kapital som investeras av institutionella aktörer och det är också denna kategori som står för de största investeringsbeloppen.<sup>59</sup>

Den informella venture-capitalmarknaden består av privata investerare, mera kända som ”affärsänglar”, vilka investerar kapital i unga och växande företag till vilka de ej har någon familjär anknytning. Mindre investeringar mellan 1-3 miljoner görs ofta av denna kategori. Dessa investeringar skulle vara svåra att motivera för venture-capitalbolag då de tar tid, kräver engagemang och noggranna studier. Mindre investeringar sker ofta i tidiga faser då dessa vanligtvis inte kräver lika mycket kapital, motsatt investeras mer pengar i senare faser.

Enligt undersökningar av informella investerare i USA, Storbritannien, Kanada och Sverige är likheterna mellan dessa påtagliga. Affärsänglar är ofta män mellan 45 och 50 år och utgörs ofta av före detta företagsledare eller andra personer med affärsnärlig erfarenhet som är på väg ut ur karriären. Investeringarna görs främst för att generera avkastning på det investerade kapitalet, men också för att affärsänglarna har ett intresse för små och nystartade företag.<sup>60</sup> Genom en kombination av erfarenhet, nätverk och tillgång till kapital investerar affärsänglar, i jämförelse med venture-capitalbolagen, relativt små summor i tidigare skeden. Tidigare agerade många affärsänglar självständigt, men idag har det byggts upp formellt organiserade nätverk av affärsänglar, vilket gjort att nätverken alltmer påminner om ett venture-capitalbolag.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Herzog, Helge, *Riskkapitalet och de mindre företagen* (1990), s. 18-19

<sup>59</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

<sup>60</sup> Mason, Colin, Harrison, Richard, “Closing the regional equity capital gap” (1995), s.161

<sup>61</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

Fördelen med affärsänglar är att deras investeringsobjekt främst är företag i relativt tidiga faser, faser i vilka det är viktigt, inte minst för ett lands företagsamhet, att investera i. Många venture-capitalbolag drar sig för att gå in i dessa faser på grund av svårigheter att bedöma investeringen. Dessa går främst in i ett senare och säkrare skede. Samtidigt bidrar venture-capitalbolagen med en betydligt kraftfullare personell insats än vad de informella investerarna ofta kan erbjuda och då det vid lägre investeringsbelopp ofta krävs minst lika stor personell insats från finansiärerna som vid de stora projekten kan inte enbart informellt venture capital lösa problemen. Detta faktum belyser tydligt varför många venture-capitalbolag prioriterar större projekt i senare skeden.<sup>62</sup> Ett bolag i uppstartsfasen uppskattas behöva minst 200 timmar stöd från venture-capitalbolaget per år.<sup>63</sup>

## 3.2 Venture-capitalbolagens struktur

Venture-capitalbolagen i Sverige organiseras huvudsakligen i två former. Dels genom traditionell finansiering via aktiekapital samt banklån och dels genom fonder och managementbolag.

### 3.2.1 Aktiebolagsform

De venture-capitalbolag som är organiserade som traditionella aktiebolag införskaffar kapital antingen genom att emittera aktier eller att låna kapital från kreditinstitut. Ägarstrukturen i dessa företag är ofta dominerad av privatpersoner med liten anknytning till företaget. Deras syfte är att få så hög avkastning som möjligt, men de deltar inte aktivt i företaget. Således kan syftet med ägarnas engagemang sammanfattas som att de har rent finansiella skäl till sitt ägande.<sup>64</sup> Denna organisationsform är dock på tillbakagång i Sverige och allt fler venture-capitalbolag organiseras genom fond och managementbolag<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup> ”Ta tag i såddfinansieringen, Östros”, *Ny Teknik* 2004-11-17

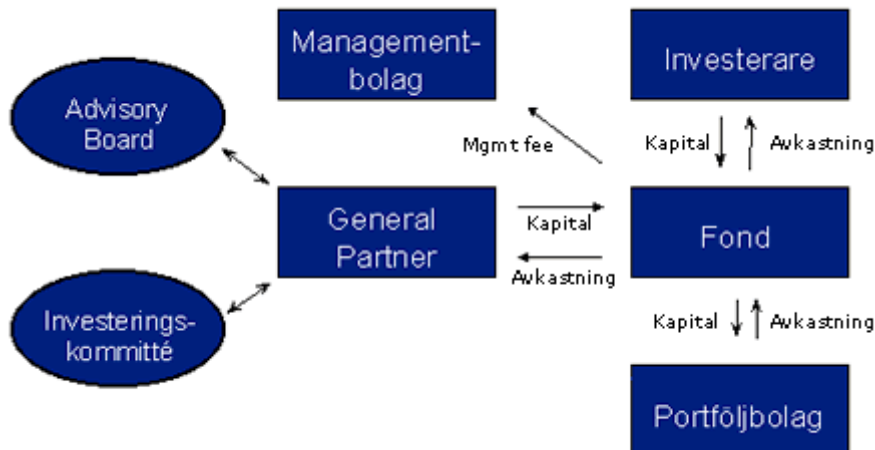
<sup>63</sup> Mason, Colin, Harrison Richard, “Closing the regional equity capital gap” (1995), s. 159

<sup>64</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 29

<sup>65</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

### 3.2.2 Fond- och managementstruktur

I fond- och management-strukturen delas venture-capitalbolagen upp i ett managementbolag och en eller flera fonder.



Modell 4, Fond- och managementstrukturen<sup>66</sup>

Managementbolaget förvaltar kapitalet i fonden och får därigenom ett arvode av fonden. Kapitalanskaffningen går till så att managementbolaget bjuder in investerare till att investera i fonden. Detta föregås av lobbyarbeten med prospekt och dylik information. Fonderna är i allmänhet stängd det vill säga att endast de som bjuds in tillåts investera i fonden. Investerarna i dessa fonder domineras av institutionella investerare och inte privatpersoner till skillnad från de bolag som drivs i aktiebolagsform. Fonderna upprättas oftast i kommanditbolagsform, då detta skatterättsligt är mest fördelaktigt. Dessutom fördelas ansvaret på ett för investerarna gynnsamt sätt. Detta eftersom managementbolaget bär hela ansvaret som komplementär i kommanditbolaget, medan investerarna är kommanditdelägare och således bara har begränsat ansvar för verksamheten.<sup>67</sup> Strukturen med fonder och managementbolag har ökat i antal på bekostnad av den traditionella strukturen med aktiebolag. Organisationsformen med fonder har sitt ursprung i den amerikanska venture-capitalmarknaden. Den sprids sedermera till Storbritannien och därifrån vidare ut i Europa.<sup>68</sup>

<sup>66</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=4](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=4) (1999), "Hur arbetar och hur organiseras ett venture capital företag?"

<sup>67</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 30-33

<sup>68</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), "Venture capital – begrepp och definitioner"



### 3.2.3 Syndikering

Syndikeringen sker främst för att venture-capitalbolagen ska sprida och minska sina risker. Skeendet inträffar när ett bolag tillsammans med ett annat bolag går samman för att investera i ett nytt objekt. Bolaget försöker då få fler venture-capitalbolag att investera i investeringsobjektet. Riskspridning är dock inte den enda fördelen med syndikering. När flera bolag går samman och investerar kan man i objektet få tillgång till all den kompetens och kunskap som ägarbolagen besitter, vilket är en klar fördel för portföljbolaget.<sup>69</sup> En del bolag på venture-capitalmarknaden har syndikering som krav för att överhuvudtaget göra investeringar, exempelvis den statliga stiftelsen Industrifonden<sup>70</sup>.

## 3.3 Branschens utveckling

För att en venture-capitalmarknad ska kunna existera behövs det kunskap, teknik och en industri som stödjer denna. Denna marknadsutveckling styrs främst av tre faktorer. Först och främst måste det finnas en institution kring marknaden som bestämmer tillgången på besparingar (kapital att investera), det måste även finnas en struktur som bidrar med incitament för att investera. Slutligen måste det finnas möjligheten till att göra exit. Incitament för att investera styrs främst av hur hårt beskattade vinster på dessa investeringar är. Det måste även finnas stimulans för att anställa till branschen. Den tredje och sista faktorn är möjligheten till exit, där de finansiella börserna spelar den viktigaste rollen.<sup>71</sup>

Generellt sett beror utvecklingen av en bransch på om man kan få kostnaderna att understiga intäkterna och på så vis vilja fortsätta producera. Man måste även ta hänsyn till teknologiska förändringar samt hur väl man agerar på andra plan.

Jacobsson hävdar att det finns tre dimensioner för att mäta utvecklingen och dess nuvarande mognad. Dessa är:

*Storlek på marknaden*, vilket beskrivs som ackumulerat kapital som är investerat i branschen.

*Branschens diversifiering*, detta refererar till både storlek på investeringen, faser att investera i samt inom vilka olika områden. Om dessa tre diversifieringsmått uppfylls kan man prata om en mogen marknad.

---

<sup>69</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 52-53

<sup>70</sup> Intervju med Lennart Samuelsson vice VD Industrifonden 2004-12-03

<sup>71</sup> Jacobsson, Staffan, "The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up?" (2000) s.62-66

*Kompetens*, denna kompetens inhämtas oftast på ett nationellt plan och kan därmed vara inadekvat.<sup>72</sup>

Tidsperioden har betydelse för marknadens mognad och dess utveckling, då den kan ses som en "lärande" period. Det behövs en längre tidsperiod för att en venture-capitalmarknad ska kunna utvecklas. Det sägs dock att marknaden kan ha svårt att utveckla sig själv endast genom marknadskrafter. Därför behövs statliga initiativ för att påskynda och hjälpa marknadens utveckling.<sup>73</sup>

### 3.4 Finansieringsstrategier

Nedanstående finansieringsstrategier beskriver de olika faserna i vilka venture-capitalbolagen kan gå in och investera.<sup>74</sup>

*Såddfinansiering* innebär att kapital investeras i en innovatörs- eller entreprenörs projekt för att denna ska få möjlighet att testa och utvärdera en idé för att förhoppningsvis sedan kunna utveckla en produkt innan företaget har startats. Hit hör till exempel också finansiering av forskningsprojekt med kommersiell förmåga.

*Uppstartsfinansiering* innebär att det investerade kapitalet används till produktutveckling eller grundläggande marknadsföring. Affärsidén har i det här stadiet ofta inte blivit testad kommersiellt och företaget har nyligen startats eller endast drivits under en kortare tid. Bolagen har ofta förbrukat sitt ursprungskapital och är i behov av ytterligare kapital för att få fart på kommersiell tillverkning och försäljning.

*Tidig expansionsfinansiering* är finansiering till företag som befinner sig under tidig expansion när försäljning och tillverkning ökar stabilt och företag kräver ytterligare rörelsekapital för att utvecklas. I det här stadiet redovisar företaget vanligtvis ännu inte några vinster.

*Sen expansionsfinansiering* är finansiering i den sena fasen där det råder stor tillväxt, försäljningen ökar kraftigt och företaget är vinstgivande. Investeringar i

---

<sup>72</sup> Jacobsson, Staffan, "The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up?" (2000) s.62-66

<sup>73</sup> Jacobsson, Staffan, "The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up?" (2000) s.62-66

<sup>74</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), "Venture capital – begrepp och definitioner"

detta skede går i regel till marknadsföring, produktförbättringar eller utbyggnationer.

I *Mogna stadiet*, återfinns företag som passerat sin första tillväxtperiod och börjat stabilisera eller konsolidera sig. Finansiering kan i detta skede även behövas för att underlätta för företag att rekonstruera verksamheten.

*Överbrygningsfinansiering* är investeringar i tillväxtföretag som inom kort förväntas noteras.

*Management buyout* (MBO) innebär att företagsledningen med hjälp av ett riskkapitalbolag köper ut företaget från nuvarande ägare.<sup>75</sup> Till exempel kan ledningen, med stöd av ytterligare en finansiär satsa kapital och på så sätt frigöra företaget från dess befintliga ägare. I de fall då köpet istället innebär att en extern företagsledning köper in sig kallas affären för *management buy-in*, (MBI).<sup>76</sup>

En faktor som är avgörande för risken och därmed också avkastningskravet från venture-capitalbolagen är i vilken fas av företagets livscykel som venture-capitalbolaget väljer att gå in och investera i, ju tidigare investeringen sker ju högre är riskfaktorn och därmed också avkastningskravet. Samtidigt ses det som naturligt att ett antal satsningar inte lyckas utan måste avvecklas. Eftersom venture-capitalinvesteringar, enligt definition ovan innebär tidiga investeringar, medför det ett högt risktagande och därmed också höga avkastningskrav. För att utgöra ett intressant investeringsobjekt ska det finnas en tydlig tillväxtpotential i de unga och blivande portföljföretagen. Venture-capitalbolagen söker investeringar som kan generera en finansiell avkastning på mellan 30 och 60 procent.<sup>77</sup> De höga kraven på avkastning har lett till en venture-capitalmarknad där många bolag blir inte får det kapital de behöver för en fortsatt utveckling.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> Ordlista för finansiella termer, <http://www.ap7.se/forvaltare/marknadskommentar/ordlista.asp>

<sup>76</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), "Venture capital – begrepp och definitioner"

<sup>77</sup> Mason, Colin, Harrison, Richard, *Venture capital and regional development* (1997), s. 160

<sup>78</sup> Mason, Colin, Harrison, Richard, *Closing the regional equity capital gap* (1995), s. 153

## 3.5 Exitmöjligheter

Ett venture-capitalbolag har som mål att under slutet av investeringsperioden avyttra sina investeringar för att få ut den eventuella vinst som har uppstått. Avyttringen benämns som ”exit”. För ett venture-capitalbolag finns det fem identifierbara exitmöjligheter, dessa är;<sup>79</sup>

- Börsintroduktion
- Industriell försäljning
- Finansiell försäljning
- Återköp
- Konkurs

En exit sker vanligtvis genom en så kallad industriell försäljning eller en börsintroduktion. Metoden innebär att hela portföljbolaget avyttras till ett köpande företag och motiven bakom en industriell försäljning är vanligtvis att köparen därigenom får tillgång till nyare och effektivare teknik eller en ny marknad. Köparen är ofta ett större och mer erfaret bolag och finansieringen av köpet kan ske genom kontanter, aktier i det köpande bolaget eller andra tillgångar.

Det näst vanligaste alternativet vid avyttring är börsintroduktion, inom branschen mer känt som initial public offering, ”IPO”.<sup>80</sup> Portföljbolaget introduceras då på aktiebörsen eller liknande form av marknadsplats för att där vidareutvecklas eller eventuellt, i ett senare skede, köpas upp. På grund av att det oftast förekommer ett så kallat ”lock-up avtal” med fondkommissionären sker vanligtvis ingen försäljning av venture-capitalbolagets aktier i portföljbolaget i samband med börsintroduktionen. Lock-up avtalet är en tvångsklausul som innebär att venture-capitalbolaget måste kvarstå som ägare under en överenskommen tid, normalt sex till tolv månader efter noteringen.<sup>81</sup>

Finansiell försäljning sker genom att andelsinnehavet i portföljbolaget säljs till ett annat venture-capitalbolag.<sup>82</sup>

I praktiken är återköp en ganska sällsynt form av exit och innebär att ledningen eller grundarna för portföljbolaget köper ut sina andelar från investeraren.<sup>83</sup>

---

<sup>79</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s.67-76

<sup>80</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=28](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=28) (2002), ”Att investera i private equity och venture capital”

<sup>81</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

<sup>82</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) (2000), ”Venture capital – begrepp och definitioner”

<sup>83</sup> Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity och venture capital investeringar* (2002), s. 76

Den minst gynnsamma exit som kan genomföras är när företaget tvingas i konkurs.

### 3.6 Transaktionskostnadsteorin

Transaktionskostnadsteorin säger att varje transaktion är förknippat med vissa kostnader, så kallade transaktionskostnader. Dessa kostnader kan till exempel bestämmas av: investerad tid, risk, geografiskt avstånd, storlek på investeringen, kunskapsanskaffning samt sökandet efter investeringsobjekt.<sup>84</sup> Verksamheter strävar efter att på olika sätt minimera dessa för att kunna verka så effektivt som möjligt, vanligt förekommande är till exempel att olika former av kontrakt utformas.<sup>85</sup> Utöver antagandet om att verksamheter är transaktionskostnadsminimerande förutsätter teorin att individer sannolikt är opportunistiska samt att dessa är begränsat rationella. Ingående av olika kontraktsformer med verksamhetens intresser minskar osäkerheten för att motparten ska agera opportunistiskt vilket i sin tur reducerar kostnaderna. Antagandet om begränsad rationalitet påverkar även kontrakten eftersom man på grund av begränsad information inte kan fatta helt säkra beslut.<sup>86</sup>

Teorin är uppbyggd kring två regleringsstrukturer: hierarkin och marknaden. Hierarkin representerar den interna verksamheten medan marknaden representerar de alternativ som finns till den interna verksamheten. Till exempel kan ett företag som producerar en vara välja att producera en delkomponent själv eller att köpa komponenten från marknaden. Regleringsstrukturerna kan beskrivas som två olika verktyg för att utföra transaktioner där valet av regleringsstruktur beror på kostnader som är förknippade med respektive metod. Vid en jämförande kostnadsanalys mellan de båda måste hänsyn tas till kostnader förknippade med marknadens prismekanism, transaktionskostnader samt kostnader för användandet av hierarkin.<sup>87</sup>

---

<sup>84</sup> Perloff, M, Jeffrey, *Microeconomics* (2004), s. 42

<sup>85</sup> Nygaard, Claus, Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 99

<sup>86</sup> Nygaard, Claus, Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 102-103

<sup>87</sup> Nygaard, Claus, Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 100-101

## 3.7 Intressentteori

Intressentteorin syftar till att förklara hur en organisation eller ett företag förhåller sig till sin omvärld. Alla företag har genom sina kontakter olika intressenter som alla har olika relationer till företaget.<sup>88</sup> För att få en god relation till sina intressenter krävs att företaget vårdar sina relationer och visar intressenterna respekt annars vinner de ingen legitimitet i omvärlden det vill säga företaget får då ingen acceptans i omvärlden<sup>89</sup>.

Enligt teorin delas samtliga intressenter in i primära och sekundära. Bland de primära intressenterna ingår sådana som står företaget väldigt nära t.ex. anställda, kunder, leverantörer och ägare. Till den sekundära gruppen av intressenter hör de som har relativt få kontakter med företaget, men som ändå ställer krav på företaget. Exempel på den här typen av intressenter är regering, lokalbefolkning, media, kommuner och intressegrupper i samhället i stort.<sup>90</sup> Dessa intressenter kan därför snabbt förvandlas från sekundära till primära om de inte hanteras med försiktighet.

Intressenters krav utgör en viktig del av teorin. Detta märks tydligt om man tittar närmare på hur de primära och sekundära intressenterna är indelade. Enligt teorin ställer intressenter i huvudsak tre typer av krav. Det kan vara krav utifrån intressen, rättigheter (lagliga såväl som moraliska) och ägande. Primära intressenter har ofta krav som på ett eller annat sätt är lagstadgade antingen genom rättigheter eller genom ägande, vilket naturligtvis ger dem en stark position gentemot företaget. Sekundära intressenter kan också ha lagliga rättigheter hos företag, men oftast rör det sig om egenintressen eller moraliska rättigheter. Denna balans kan dock ändras fort och en sekundär intressents krav kan förändras och göra att intressenten hamnar i en primär situation. Indelningen skall därför inte ses som absolut utan som något flytande.<sup>91</sup>

Intressenterna ställer krav på företaget vilket i sin tur tar ansvar gentemot dem. Teorin nämner att ansvaret kan vara juridiskt, ekonomiskt, mänskligt eller etiskt. Detta ansvar påverkar också, precis som kraven, hur en intressent klassificeras.<sup>92</sup>

Intressentteorin klassificerar förutom primära och sekundära intressenter också om intressenter utgör hot mot företaget eller kan tänkas vilja samarbeta och

---

<sup>88</sup> Nygaard, Claus, Strategizing (2002), s. 159-160

<sup>89</sup> Carroll, Archie B, Business & Society (2000), s. 70

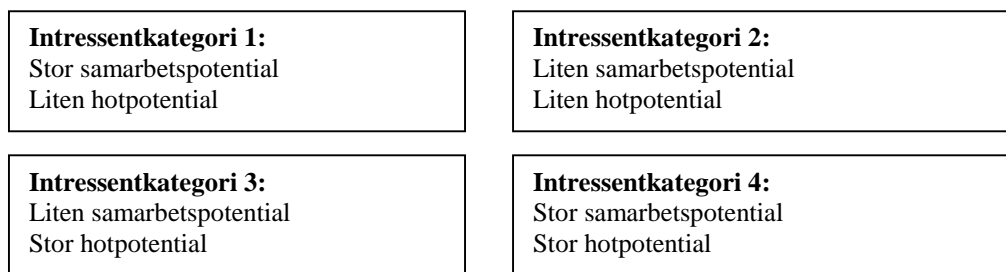
<sup>90</sup> Nygaard, Claus, Strategizing (2002), s. 161

<sup>91</sup> Carroll, Archie B, Business & Society (2000), s. 64-66

<sup>92</sup> Carroll, Archie B, Business & Society (2000), s. 33-34

därmed erbjuda möjligheter.<sup>93</sup> I grunden kan alla intressenter utgöra ett hot mot företaget, men i teorin definieras tre omständigheter som explicit påverkar möjligheterna för samarbete respektive riskerna för hot: ”1. intressentens kontroll över nyckelresurser i förhållande till verksamheten. 2. intressentens relativa maktbas i förhållande till verksamheten. 3. intressentens inställning till att ingå koalitioner med verksamheten eller andra aktörer.”<sup>94</sup>

I syfte att avgöra om intressenter uppfattas som hot eller möjliga samarbetspartners använder teorin sig av en modell. Modellen, som vi har konstruerat utifrån originalkällan, delar in intressenterna i fyra kategorier. Den är av matristyp och skiljer på om intressenterna har stor eller liten potential för att hota företaget respektive har stor eller liten potential för att samarbeta med företaget.



Modell 5, Matris över intressentkategorierna<sup>95</sup>

**Intressentkategori 1** innefattar de intressenter som har stor samarbetspotential och liten hotpotential, vilket naturligtvis gör detta till den ideala intressenttypen. Denna grupp gäller det för företaget att vårda i syfte att ytterligare förbättra banden till dessa intressenter och absolut inte försämra relationerna. I **intressentkategori 2** ingår de mindre betydelsefulla intressenterna, vilka utgör liten hotpotential samt liten samarbetspotential för företaget. Dessa intressenter kan dock byta skepnad och hamna, i de för företaget, mindre gynnsamma kategorierna 3 och 4. Därför skall de ej helt ignoreras utan bevakas med jämna mellanrum av företaget. **Intressentkategori 3** utgörs av intressenttyper som har stor hotpotential för företaget och samtidigt har liten samarbetspotential, typexemplet är konkurrenter. Den här gruppen är den minst fördelaktiga av de fyra kategorierna och dessa intressenter måste företaget primärt försvara sig mot. Framförallt bör företaget försöka undvika att nya intressenter tar sig in i den här gruppen för att på så vis utgöra allvarliga hot mot företaget. Den återstående **intressekategorin 4** utgörs av intressenter som har potential både för hot och för samarbete. Denna typ av intressent kan vara en leverantör eller en kund som vill samarbeta med företaget endast om omständigheterna är de riktiga för

<sup>93</sup> Nygaard, Claus, Strategizing (2002), s. 159, 164

<sup>94</sup> Nygaard, Claus, Strategizing (2002), s. 165

<sup>95</sup> Modell omarbetat från: Nygaard, Claus, Strategizing (2002) s. 167,

intressenten. Att ha ett samarbete på dessa villkor kanske inte är det mest gynnsamma, men det är ändå betydligt bättre än att få ett intressentförhållande av kategori 3. Med den här typen av förhållande till en intressent gäller det att hela tiden upprätta en balans för att inte riskera en kategori 3 situation.<sup>96</sup>

Utöver de intressentkategorier, vilka nämns i föregående stycke, delar intressentteorin in samtliga intressenter i sju huvudgrupper. Dessa är ägare, anställda, myndigheter, kunder, samhället, konkurrenter samt intresseföreningar/aktivistgrupper.<sup>97</sup>

---

<sup>96</sup> Carroll, Archie B, *Business & Society* (2000), s. 82-85

<sup>97</sup> Carroll, Archie B, *Business & Society* (2000), s. 72-75



# 4 Empiri

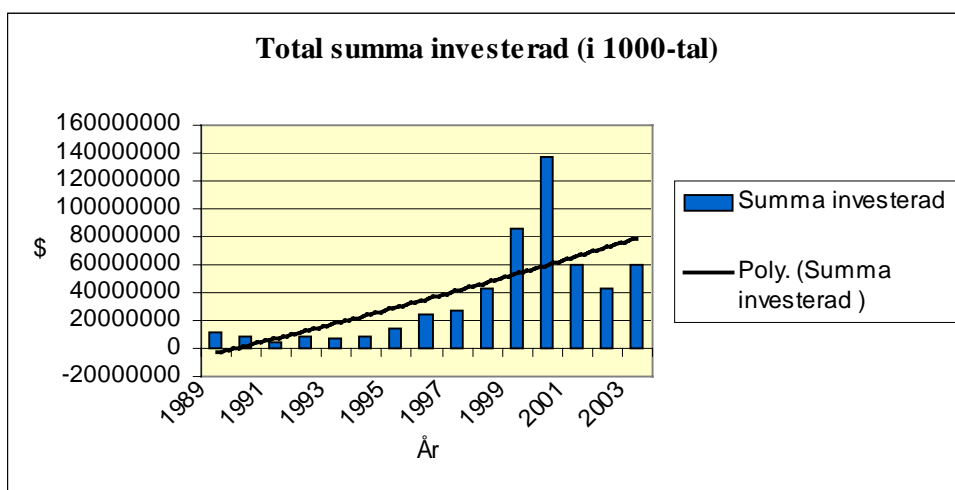
---

*I det här kapitlet ämnar vi presentera den forskning som vi har genomfört. Det kommer att ske genom data, intervjuer och tidigare gjorda empiriska studier.*

---

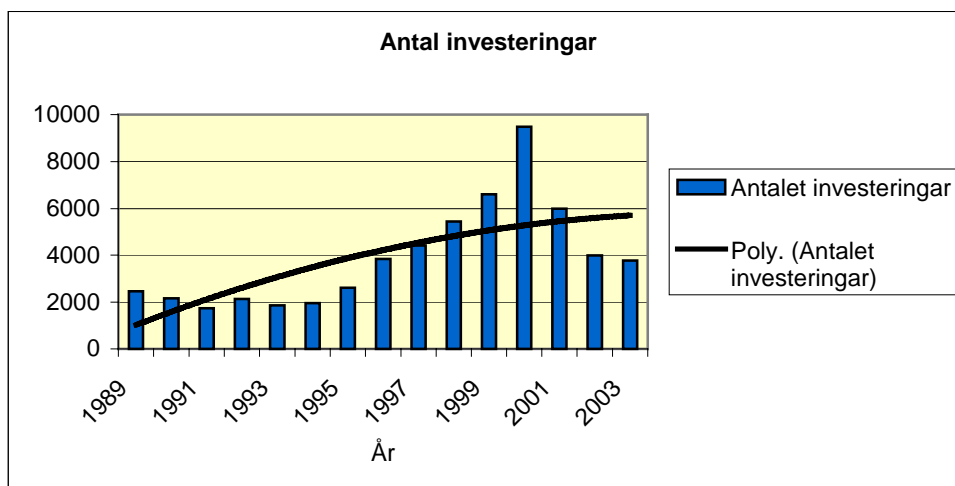
## 4.1 Den amerikanska venture-capitalmarknaden

### 4.1.1 Marknadens utveckling



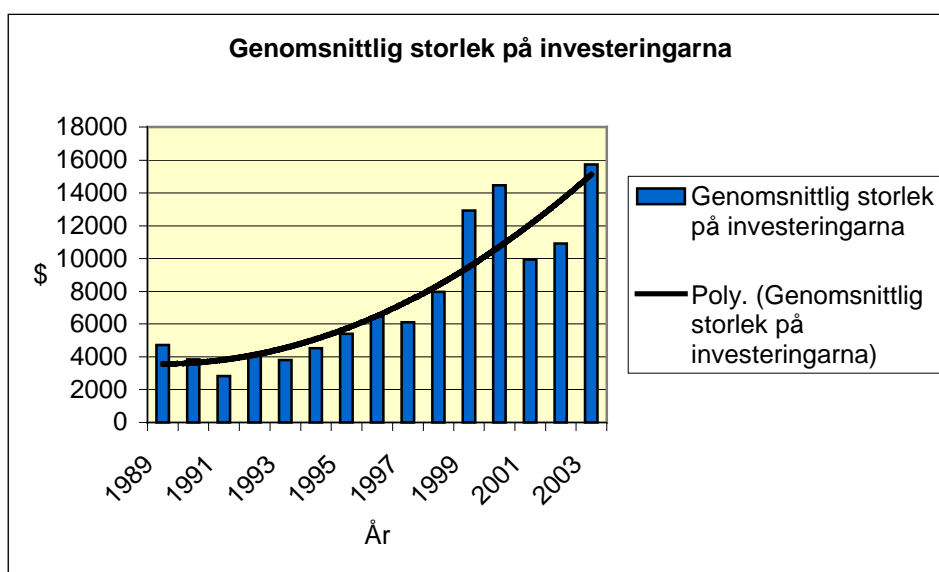
Graf 2, Total summa investerad per år i \$, gjorda av NVCA föreningsmedlemmar.

Den totala summan investerad i USA visar på att den årliga investerade summan ökar fram till år 2000, bortsett från en liten nedgång mellan åren 1991 och 1995. Från år 2000 till år 2001 syns en kraftig nedgång, med mer än en halvering av den investerade summan. 2002 går investeringarna ner till samma nivå som de var år 1998, dock vänder mönstret igen om vi kan urskilja en uppgång år 2003.



Graf 3, Totalt antal investeringar per år gjorda av NVCA föreningsmedlemmar.

Antalet investeringar gjorda årligen följer samma mönster som den totala summan årligen investerad. Vi kan dock se att det gjordes färre investeringar år 2003 än år 2002 och därmed följer denna graf inte helt samma mönster som den förra.



Graf 4, Genomsnittlig storlek på de årliga investeringarna

Den genomsnittliga storleken på årliga investeringarna har vi fått fram genom att dividera summa investerad årligen med totalt antal gjorda investeringar årligen. Denna graf visar på ett mönster som till viss del följer de två tidigare grafernas. Redan 1999 kan vi dock se att storleken ökade kraftigt, den ökade även nästkommande år men 2001 ser vi en minskning. År 2003 sker de största investeringarna under denna undersökningsperiod.

I vår bilaga har vi placerat ytterligare grafer som beskriver utvecklingen. I graf 1 återfinns utvecklingen av antalet medlemmar. Dessa har ökat fram till år 2000 för att sedan avtaga mellan åren 2001-2003. Totalt sett har det dock ökat. För att på

ett tydligare sätt illustrera investeringsbeteendet har vi valt att visa genomsnittligt belopp investerat per medlem (se graf 2 i bilagan). Grafen har vi fått fram genom att dividera den totala summan investerad per år med antalet medlemmar under respektive år. Med denna justering elimineras påverkan av förändringar i antalet medlemmar. Vi vill med detta ge en mer rättvisande bild över den utveckling som skett. Om den totala investerade summan per år ökar kan det vara intressant att ta reda på om det beror på att det befintliga antalet medlemmar har gjort större investeringar eller om totala antalet medlemmar har ökat. Fram till år 1998 syns svaga ökningar. År 1999 och 2000 karaktäriseras av att beloppen ökar kraftigt. De tre sista åren i undersökningen halveras beloppen i jämförelse med år 2000. Det genomsnittliga antalet investeringar per medlem är relativt jämnt över åren, de är under de tre sista åren som antalet sjunker.

Den amerikanska venture-capitalmarknaden är den största och mest välutvecklade i världen<sup>98</sup>. Marknaden började växa i mitten av 1940-talet och har fram till idag haft en övergripande positiv utveckling. Under dess utveckling har externa faktorer haft påverkan och marknaden har därmed upplevt både upp- och nedgångar. Sedan början av 1980-talet fram till idag har den amerikanska venture-capitalmarknaden dock haft sin intensivaste utveckling.<sup>99</sup> Flera faktorer kan vara tänkbara i fråga om marknads positiva utveckling: skatteincitament, pensionsfondernas möjlighet att investera i venture-capitalbolag, statens sponsring av forskning och utveckling på företag och universitet, ekonomisk tillväxt och en välutvecklad aktiemarknad<sup>100</sup>.

#### 4.1.2 Den historiska utvecklingen

Under venture-capitalmarknadens utveckling i USA har olika, oftast politiska, åtgärder implementerats och därmed påverkat marknaden positivt eller negativt. Dessa faktorer är viktiga för att förstå hur marknaden fungerar idag och de ser ut som följande:

1946: det första venture-capitalbolaget i världen grundas av chefen för MIT<sup>101</sup>, Karl Compton, Harvard business schools professor Georges F Doriot och lokala företagsledare. Företaget, American Research and Development (ARD) investerade till en början i teknologiska företag som utvecklade produkter till andra världskriget.<sup>102</sup>

---

<sup>98</sup> Isaksson, Anders, "Ett PM om venture capital I Sverige och I USA", (1999) Handelshögskolan vid Umeå universitet

<sup>99</sup> [www.ventureone.com](http://www.ventureone.com), "European venture capital: an overview"

<sup>100</sup> Gompers, Paul L, Lerner, Josh, "What drives VC-fundraising" (1998), s. 150

<sup>101</sup> MIT, Massachusetts Institute of Technology, [www.mit.edu](http://www.mit.edu)

<sup>102</sup> Gompers, Paul L, Lerner, Josh, "What drives VC-fundraising" (1998), s. 151

1958: den amerikanska staten startar ett program som de kallar ”small business investment company” (SBIC). Syftet är att staten ska främja privata organisationers investeringar. Det sker främst genom lånegarantier. Programmet har stor betydelse för utvecklingen av Silicon Valley<sup>103</sup> och Route 128<sup>104</sup>.

1969: kapitalvinstskatten höjs och ändringar i reglerna om personaloptioner sker. Ändringen består i att nu måste innehavaren skatta för sina optioner när denne utnyttjar dem och inte när den underliggande aktien säljs som var den tidigare regeln. Resultat blir att antalet nya investeringar sjunker med mer än hälften i jämförelse med tidigare år.<sup>105</sup>

1978: de amerikanska pensionsfonderna får, genom ett tillägg i ”Employment retirement income security act” (ERISA), möjlighet att investera i venture-capitalbolag. Tidigare var fonderna tvungna att investera som ”the prudent man”, den försiktiga mannen, och därmed var venture-capitalinvesteringar uteslutna. På marknaden skedde då en ökning i det investerade kapitalet och antalet investeringar.<sup>106</sup>

1994: kapitalvinstskatten reducerades från 28% till 14% på investeringar i småbolag med ett innehav i minst fem år.

#### 4.1.3 Statens roll på venture-capitalmarknaden

För att främja venture-capitalinvesteringar grundade den amerikanska staten förutom SBIC även Angel capital electronic network, det är ett nätverk för att föra samman entreprenörer med finansiärer.<sup>107</sup> Staten finansierar även forskning och utveckling för både företag, universitet och colleges. De anser att forskning och utveckling är en viktig faktor för att stimulera venture-capitalmarknaden. Mellan 1976 och 1994 bidrog staten med 30 % av all forskning och utveckling för företag. Delstatsregeringarna bidrog med 70 % till college och universitet.<sup>108</sup>

---

<sup>103</sup> [http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i\\_art\\_id=305438&i\\_word=silicon%20valley](http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=305438&i_word=silicon%20valley), nationalencyklopedins hemsida

<sup>104</sup> Motsvarighet till Silicon Valley beläget i Boston

<sup>105</sup> Isaksson, Anders, ”Ett PM om venture capital I Sverige och I USA”, (1999) Handelshögskolan vid Umeå universitet

<sup>106</sup> [www.ventureone.com](http://www.ventureone.com), ”European venture capital: an overview”

<sup>107</sup> Isaksson, Anders, ”Ett PM om venture capital I Sverige och I USA”, (1999) Handelshögskolan vid Umeå universitet

<sup>108</sup> Gompers, Paul och Lerner, Josh, ”What drives venture capital fundraising” (1998), s.

#### 4.1.4 Venture-capitalfonder inom företag

I USA finns företagsfonder som investerar i portföljbolag, det betyder att inom ett traditionellt företag finns en avdelning som arbetar som ett venture-capitalbolag och gör investeringar för att få avkastning samt för att finna nya teknologiska innovationer. Den första företagsfonden bildades i mitten av 1960-talet. Mellan slutet av 1960-talet och början av 1970-talet bildade mer än 25 % av Fortune500<sup>109</sup> företagen egna venture-capitalfonder. I och med att pensionsföretagen fick möjlighet att investera i venture-capitalbolag och att kapitalvinstbeskattningen minskade i slutet av 1970-talet, fick den traditionella venture-capitalmarknaden ett uppsving. Antalet och storleken på företagens venture-capitalfonder ökade strax efteråt. År 1987 kraschade aktiemarknaden och fem år senare hade antalet venture-capitalfonder minskat med en tredjedel. I slutet av 1990-talet ökade antalet fonder, då investeringar i telekommunikation och Internetrelaterade företag blev populärt.<sup>110</sup>

De flesta investeringar som görs av företagsfonder är relaterade till dess bransch. Undersökningar visar att stora företag får ut mest av att investera i unga start-up företag då dessa oftast är lägre värderade och har större strategiska möjligheter. Tidigare forskning har även gjorts för att undersöka huruvida företagens investeringar är lika framgångsrika som de traditionella venture-capitalbolagens. Framgångsrik definieras här som möjligheten för ett portföljbolag att borsintroduceras. Undersökningen visar att portföljbolag i samma fas och med liknande vinstutveckling har samma förutsättningar att nå framgång oberoende av vilken finansiär som står bakom.<sup>111</sup>

Geografiskt sett är det en stark fokus på venture-capitalinvesteringar i fyra delstater: Kalifornien, Massachusetts, New York och Texas.<sup>112</sup>

---

<sup>109</sup> <http://www.fortune.com/fortune/fortune500>, Fortune 500, lista över de 500 största företagen på den amerikanska börsen

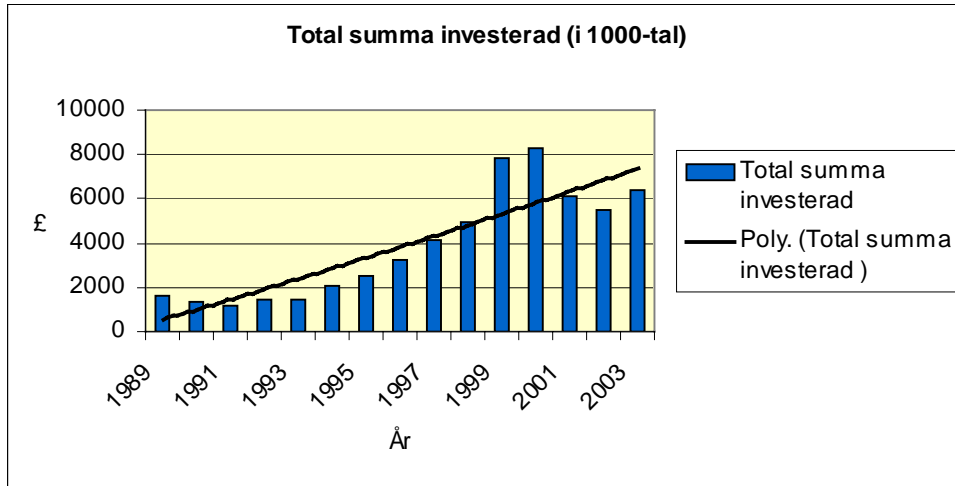
<sup>110</sup> Gompers, Paul, "Corporation and the financing of innovation: The corporate venturing experience" (2002), s. 3

<sup>111</sup> Gompers, Paul, "Corporation and the financing of innovation: The corporate venturing experience" (2002), s. 6

<sup>112</sup> Gompers, Paul, Lerner, Josh "What drives venture capital fund raising?" (1998) s. 169

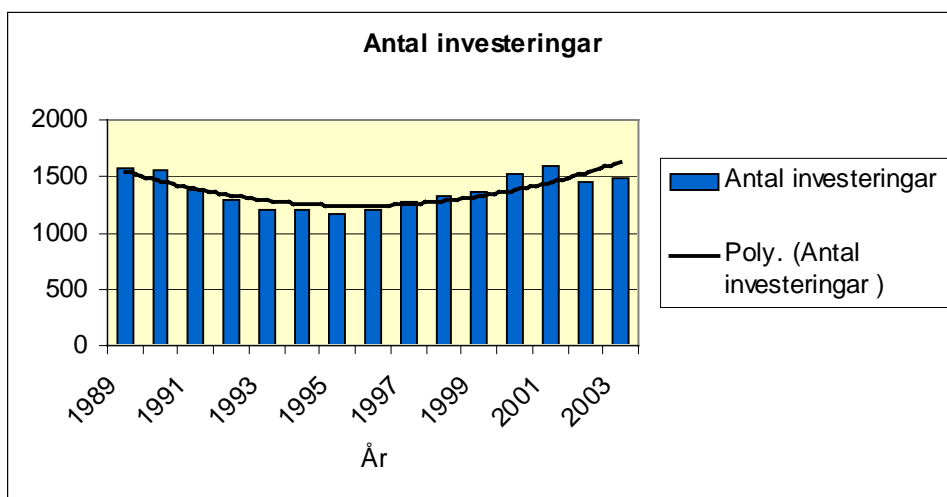
## 4.2 Den brittiska venture-capitalmarknaden

### 4.2.1 Marknadens utveckling



Graf 5, Total summa investerad per år i £ gjorda av BVCA föreningsmedlemmar.<sup>113</sup>

I slutet av 1980-talet låg de årliga investeringarna under £2000'. Från 1989 och fyra år framåt har investeringarna varit lägre än vad de var år 1989. Från 1994 och fram till 2000 sker det en stadig ökning i det investerade kapitalet. Den största skillnaden kan uppfattas mellan åren 1998 och 1999. Under åren 1999 och 2000 är investeringarna i särklass som högst jämfört med övriga år som ingår i tidsperioden. Från och med 2001 sjunker investeringarna i jämförelse med de två tidigare toppåren. Dock kan noteras att en svag uppgång sker år 2003.

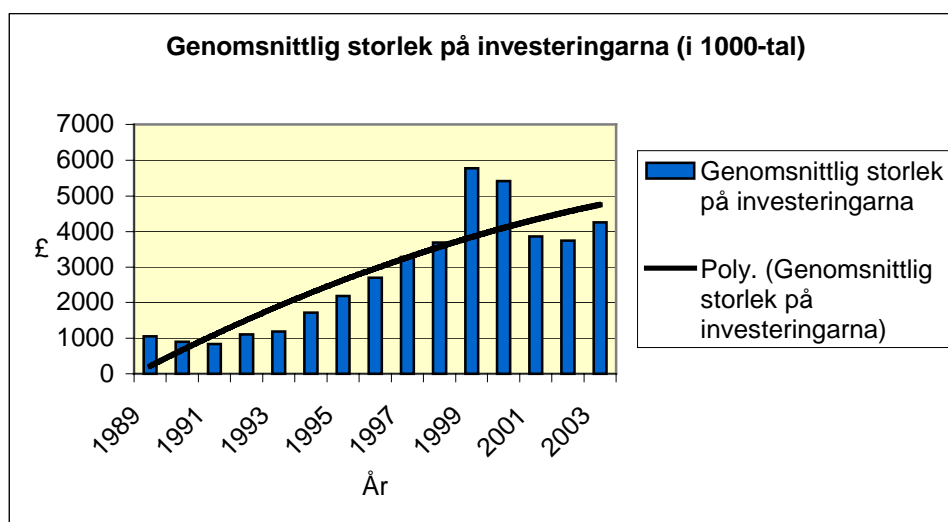


Graf 6, Totalt antal investeringar per år gjorda av BVCA föreningsmedlemmar.<sup>114</sup>

<sup>113</sup> BVCA, Report on investment activity (2003)

<sup>114</sup> BVCA, Report on investment activity (2003)

Det totala antalet årliga investeringar är ganska jämnt fördelat över den undersökta tidsperioden. Från 1989 fram till 1996 kan urskiljas ett svagt nedåtgående mönster med undantag för år 1994 då det sker en liten ökning från året innan. Från 1996 fram till 2001 ökar antalet investeringar något och år 2001 är antalet på samma nivå som 1989. De sista två åren i undersökningen tyder på att antalet investeringar minskar igen i jämförelse med de högsta punkter som kan urskiljas åren 2000 och 2001.



Graf 7, Genomsnittlig storlek på de årliga investeringarna

Från 1989 fram till och med 1999 ökar de genomsnittliga årliga beloppen. År 2000 ligger nästan på samma höga nivå som året innan. De tre sista åren i den undersökta perioden visar på lägre investerade belopp, dock sker en viss ökning år 2003 men denna når inte upp till den högsta notering som visades 1999.

Antalet årliga medlemmar i BVCA har generellt sätt ökat från 1989 till 2003 (se graf 4 i bilagan). Endast åren 1995 till 1997 har haft ett lägre antal medlemmar i jämförelse med tidigare år. De genomsnittliga beloppen investerade per medlem följer grafen för det totalt investerade beloppet per år. De genomsnittliga antalet investeringar per medlem (se graf 6 i bilagan) sjunker från 1989 till 1996 och följer sedan en jämn utveckling.

#### 4.2.2 Den historiska utvecklingen

Bland de framträdande riskkapitalbolagen på den brittiska marknaden kan nämnas 3i, som idag är ett av Londonbörsens största företag och vars moderbolag grundades redan 1945.<sup>115</sup> Venture capital har haft stor påverkan på IT- och teknikutvecklingen och företag med venture-capitalfinansiering har utvecklats

<sup>115</sup> <http://www.3i.com/countries/sweden/home.html>

snabbare och presterat bättre än företag under liknade förhållanden utan venture-capitalfinansiering.<sup>116</sup>

Under 1980-talet skedde det en enorm expansion av antalet venture-capitalfonder i Storbritannien, från 20 till 122. Dessa utgjordes huvudsakligen av två kategorier. Den första kategorin skapades av finansiella institutioner, det vill säga pensionsfonder, försäkringsbolag samt banker och utgör idag en del av dessa större finansiella institutioner, institutioner från vilka fonderna vanligtvis också blir finansierade. Den andra kategorin består av oberoende venture-capitalfonder och kan till exempel vara dotterbolag till stora amerikanska venture-capitalbolag eller utgöras av bolag som startats av avhoppade chefer från redan etablerade venture-capitalbolag. De oberoende fonderna har växt snabbt och har idag blivit den största källan till venture capital. Trots denna utveckling lyckades man inte fylla igen det finansiella gapet, eftersom att de flesta investeringar skedde i de senare faserna.<sup>117</sup>

I Storbritannien infördes åtgärdsprogram och lagar stiftades i syfte att stödja venture-capitalbranschen. Åtgärdsprogrammet utgjordes bland annat av:

**Small Firms Loan Guarantee Scheme (SFLGS):** SFLG garanterar att små bolag med gångbara affärsidéer beviljas lån från banker. Detta incitament introducerades 1981 och medförde bland annat att 41 000 nya lån togs under perioden 1986-1996. Ofta har dessa bolag inte beviljats vanliga lån på grund av brist på säkerheter. Låneproduktionen sträcker sig vanligtvis mellan 2 och 10 år och summorna varierar mellan £5.000 och £100.000. För att vara berättigad lånen krävs att bolaget verkar i Storbritannien och har en årlig omsättning på maximalt £3m.<sup>118</sup>

**Business expansion scheme (BES):** verkar för att främja flödet av finansiering till småföretag och denna plan introducerades 1983. Planen skulle fungera som skatteincitament för investerare som placerade kapital i småbolag och privatpersoner kunde även här begära skattelättnader på sina investeringar i onoterade bolag, motsvarande högsta inkomstmarginalskatt, dock max £40.000 per år. Incitamentet verkar för att uppmuntra aktivitet i småbolagssektorn och att öka investeringar i högriskbolag där risken åtminstone skulle vara proportionerlig med skattelättnaden.<sup>119</sup>

---

<sup>116</sup> Mason, Colin, Harrison Richard, *The geography of venture capital investments in the UK* (2002)

<sup>117</sup> Mason Colin, Harrison Richard, "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and regional development* (1992), s.359

<sup>118</sup> <http://www.dti.gov.uk/sflg/>

<sup>119</sup> Mason Colin, Harrison Richard, "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and regional development*, (1992) s 163



1988 medförde The Finance Act två förändringar till BES. Den första bestod i att införa en övre gräns på £ 500 000 per år för hur mycket kapital ett företag kunde få generera med hjälp av BES, vilket år 1990 ökades till £750.000. Förändringen implementerades för att lättare kunna kanalisera kapital till företag, vilka sökte relativt små summor. Den andra förändringen bestod i att innefatta fastighetsuthyrning.

**Enterprise Investment Scheme (EIS):** är en efterföljare till BES, denna medför skattelättnader på investeringar upp till £150,000 per år i onoterade företag samt reducerar kapitalbeskattningen. Även här är tanken att motivera privata investerare att investera i mindre bolag med högre risk genom att de erbjuds skattelättnader.<sup>120</sup>

**Venture Capital Trust (VCT):** investering i en venture capital trust innebär att man sprider investeringsrisken mellan ett antal bolag samtidigt som det medför inkomstskattelättnader på investeringar samt uppskjuten skatt på kapitalvinst vid återinvesteringar. VCT implementerades år 1995 och skapades för att öka motivationen för investeringar i små onoterade bolag.<sup>121</sup> För att kunna utnyttja skattelättnaderna krävs att man är privatperson och att man fyllt 18 år.

Enligt den tidigare forskning som har bedrivits har, historiskt sett, både venture-capitalindustrin och BES misslyckats med att fylla det finansiella gapet i Storbritannien. På ytan verkade BES vara lyckat, över £750 miljoner investerades i ca 4000 små bolag, mellan 83-84 och 87-88. Denna åtgärd lyckades generera små kapitalsummor till ett stort antal företag men trots detta var det inte tillräckligt för att fylla det finansiella gapet vilket var BES ursprungliga syfte.<sup>122</sup>

En rapport av Advisory Committee on Science and Technology, (ACOST) visar även den på ett tydligt behov av mindre summor av venture capital. Utöver BES har ytterligare försök gjorts för att öka tillgängligheten på venture capital och därmed underlätta för nystartade företag. The CBI har bland annat föreslagit grundandet av lokala investeringsföretag. Ytterligare föreslag har varit att skapa lokala marknader för aktier från små onoterade företag. Dock har det mest betydelsefulla förslaget varit att starta fonder som specialiserar sig på investeringar i sådd och start-up faserna.

---

<sup>120</sup> <http://www.moneyextra.com/glossary/gl00154.htm>

<sup>121</sup> <http://www.inlandrevenue.gov.uk/pdfs/ir169.htm>

<sup>122</sup> Mason Colin, Harrison Richard, "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and regional development*, 1992 s. 363

Enligt BVCA är kostnaden för en fond som verkar i såddfasen mellan £150 000 och £200 000 per år, mycket beroende på det geografiska läget hos portföljbolagen. På grund av de höga kostnaderna är det svårt för dessa fonder att verka under samma kriterier som för fonder vilka investerar i senare faser. Detta är också en förklaring till varför såddfinansiering utgör en relativt liten andel hos de flesta venture-capitalfonder i Storbritannien. Marknaden är alltså i behov av förändringar för att därigenom skapa bättre förutsättningarna för såddfinansiering och för att därmed också öka tillgängligheten på kapital.<sup>123</sup>

### 4.2.3 Problem

Trots en snabb utveckling det senaste årtiondet och en ökning av formellt venture capital finns idag fortfarande ett finansiellt gap i Storbritannien. Den främsta orsaken till gapet är att det saknas pengar i de viktiga faserna så som sådd-, start-up och expansion. Detta beror i sin tur på en rädsla hos investerarna för att investera i de tidiga faserna då det lätt uppstår höga transaktions- och övervakningskostnader samtidigt som risken ökar.

Att det inte finns tillräckligt stöd i de tidiga faserna ses som det största problemet inom branschen.<sup>124</sup> Ytterligare ett problem inom branschen är att ett stort antal av investeringarna endast går till vissa koncentrerade regioner, såsom den södra delen, speciellt runt London.<sup>125</sup> Speciellt blir det problem för företag i tidiga faser eftersom dessa måste ligga nära investeraren då denne oftast verkar genom ett aktivt ägarengagemang.

---

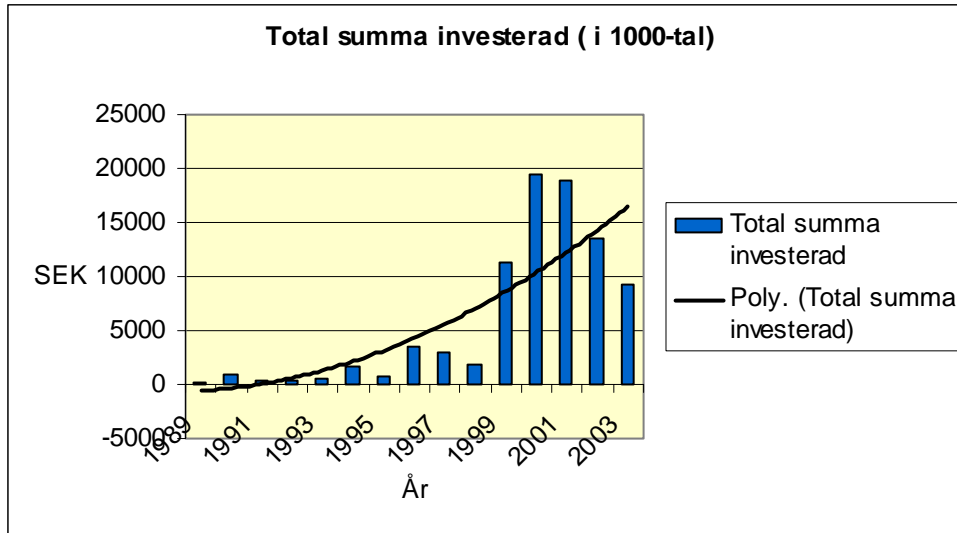
<sup>123</sup> Mason Colin, Harrison Richard, "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and regional development*, 1992 s. 367

<sup>124</sup> Mason Colin, Harrison Richard, "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and regional development* (1992) s. 360

<sup>125</sup> Mason Colin, Harrison Richard, "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and regional development* (1992) s. 362

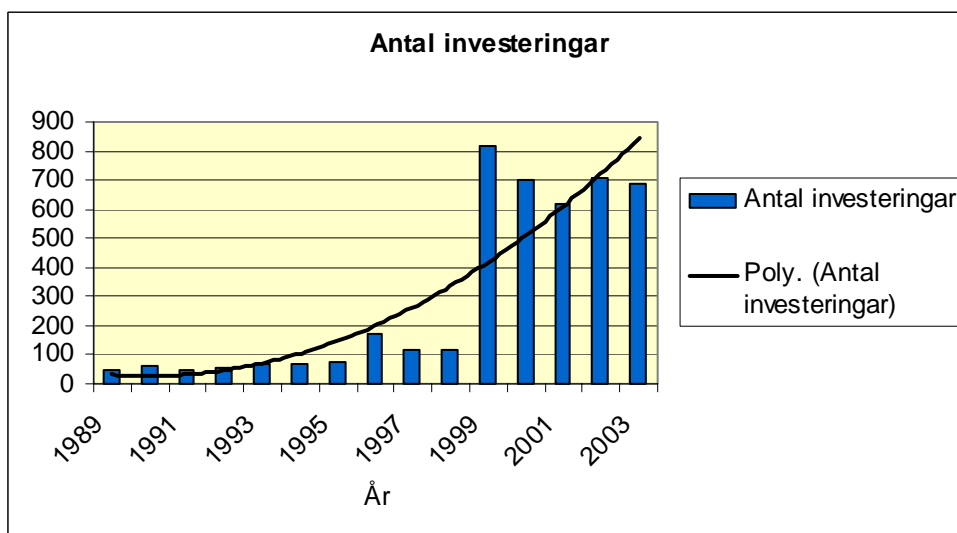
## 4.3 Den svenska venture-capitalmarknaden

### 4.3.1 Marknadens utveckling



Graf 8, Total summa investerad per år i kr gjorda av SVCAs föreningsmedlemmar.<sup>126</sup>

Investeringarna följer en jämn nivå från 1989 till 1996 med undantag av åren 1990 och 1994 då något högre investeringar kan urskiljas. Mellan år 1996 och 1998 ligger investeringarna på en högre nivå än tidigare, men det ska dock poängteras att de från 1996 är svagt fallande. Från och 1999 ökar investeringarna kraftigt för att nå sin kulmen år 2000. Investeringarna år 2001 är i stort sett lika stora som under 2000 vartefter de faller under 2003.

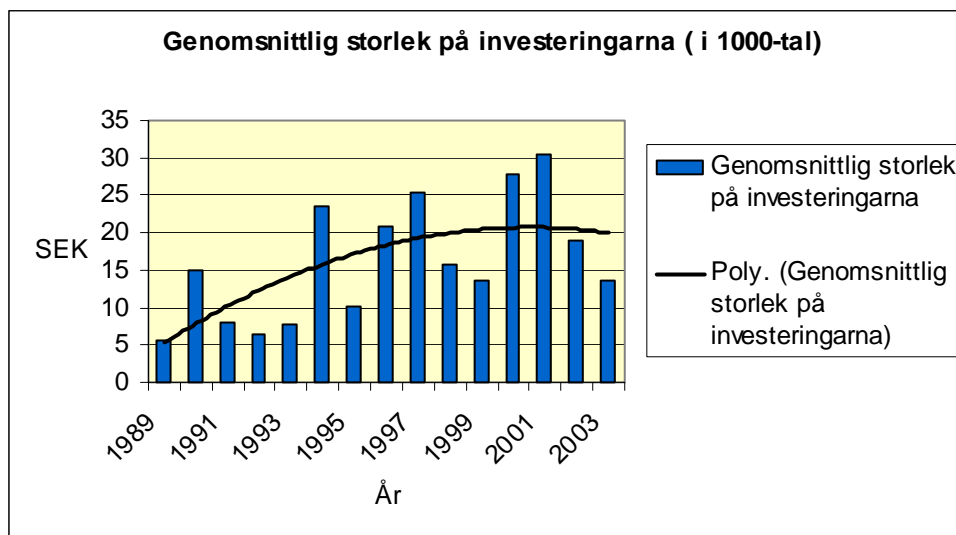


Graf 9, Totalt antal investeringar per år gjorda av SVCAs föreningsmedlemmar.

Perioden från 1989 till och med 1998 karaktäriseras av jämn men svag uppgång av antalet investeringar. Åren 1990 samt 1996 utgör dock undantag där

<sup>126</sup> EVCA, Swedish investments

investeringarna framförallt 1996 var klart fler till antalet. År 1999 sker en dramatisk ökning av antalet investeringar varefter det sedan sjunker de två nästföljande åren, men fortfarande är på en relativt sett hög nivå. År 2002 ökar investeringarna något igen.



Graf 10, Genomsnittligt årligt belopp investerat per medlem i SVCA

Från 1989 fram till och med 1993 följer investeringarnas storlek ungefär samma nivå med undantag av 1990 då de är något större. Efter 1993 råder stor oregelbundenhet i investeringsstorleken och inget tydligt mönster kan urskiljas. Generellt kan dock sägas att nivån ligger dock avsevärt högre mellan 1994 och 2002 än den gjorde i början av tidsperioden.

Sveriges antal medlemmar i SVCA har ökat fram till år 2001, med en kraftig stegring i slutet av perioden, kulmen nås 2001 men sedan mattas den av (se graf 7 i bilagan). Det genomsnittliga beloppet investerat per medlem visar inte på något tydligt mönster under perioden. Det ökar under perioden och är som högst under år 2000, men ökningarna sker ojämnt (se graf 8 i bilagan). Grafen 9 i bilagan visar genomsnittligt antal investeringar per medlem. Fram till och med år 1998 hålls en jämn nivå. År 1999 inträffar en kraftig ökning, denna avtar dock och investeringarna sjunker nästan ned till den nivå de hade före stegringen.

#### 4.3.2 Den historiska utvecklingen

Venture capital är i Sverige en relativt ny företeelse. Det var inte förrän på slutet av 1970-talet som detta fenomen uppstod i Sverige. Redan tidigare fanns det privatpersoner och företag som stöttat unga företag, men inte under organiserade

former.<sup>127</sup> Dessutom kan sägas att Sverige länge hade en starkt reglerad finans- och kreditmarknad, vilken inte avreglerades förrän under mitten av 1980-talet. Detta liksom att bankberoendet har varit stort, historiskt sett, innebar att det fanns ett stort behov av alternativ finansiering när venture-capitalföretagen kom till Sverige vid slutet av 1970-talet. Vidare kan nämnas att Sverige har haft en väldigt stor andel välutbildad arbetskraft, vilket är väsentligt för den typen av företag som oftast lockar till sig venture-capitalinvesteringar, främst rör det sig om bolag inom IT och Life science.<sup>128</sup>

1979 startades de två företag som kom att bli pionjärerna på den svenska venture-capitalmarknaden. Dessa var Industrifonden och Malmöhus Invest AB (MIAB). Industrifonden är en stiftelse som grundats av staten. Vid bildandet av industrifonden bidrog den dåvarande regeringen med 1,6 miljarder kr som fonden sedan har förvaltat. Stiftelsen existerar än idag och är en av de största aktörerna på den svenska venture-capitalmarknaden.<sup>129</sup> MIAB är ett venture-capitalbolag som placerar regionalt med sin förankring i Skåne-regionen. Företaget har under årens lopp haft olika ägarkonstellationer, men har nu åter Industrifonden som ägare. Vad som är gemensamt för båda bolagen är att de bytt inriktning på sina investeringar, idag investeras mest i tidiga faser, under de senaste 25 åren och att de överlevt de kraftiga svängningar som branschen upplevt under samma period.<sup>130</sup>

Under det tidiga 1980-talet upplevde Sverige en ”boom” på venture-capitalmarknaden. Såväl privata venture-capitalbolag som statliga fonder investerade flitigt. En indikation på detta var att Stockholms fondbörs inrättade OTC-listan för småbolag, vilken då blev naturlig handelsplats för många venture-capitalbolag. Detta kom dock av sig under den senare delen av 1980-talet på grund av att börsklimatet blev sämre.<sup>131</sup> En del menar dock att det även berodde på att branschen var så pass nyetablerad. Många företag var inte tillräckligt uthålliga med sina investeringar och hade heller inga riktiga strategier för hur man ville utveckla och förvalta sina investeringsobjekt.<sup>132</sup>

Venture-capitalbranschen såg ingen återhämtning förrän under mitten av 1990-talet. Den långvariga ekonomiska recession som kom i början av 1990-talet gjorde att branschen fick en långvarig svacka. Småföretagen hade det väldigt tufft under denna period, då räntorna var höga och bankernas kreditbedömningar var hårda,

---

<sup>127</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29) (2002), ”Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige”

<sup>128</sup> Hansson, Pontus, Ph. D., Nationalekonomiska institutionen vid Lunds Universitet, 2004-12-22

<sup>129</sup> Samuelsson Lennart, vice VD, Industrifonden, 2004-12-03

<sup>130</sup> Nelson Håkan, VD, Malmöhus invest AB, 2004-11-23

<sup>131</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29) (2002), ”Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige”

<sup>132</sup> Nelson Håkan, VD, Malmöhus invest AB, 2004-11-23

lägg därtill att venture-capitalbolagen inte var särskilt investeringsvilliga. Resultatet av detta blev att finansieringsmöjligheterna var mycket begränsade under 1990-taltes första hälft.<sup>133</sup>

Det var inte förrän efter lågkonjunkturen som det tog fart igen. Även denna gång var det till stor del de statliga aktörerna som till en början fick marknaden att börja blomstra. Statliga fonder och företag som Almi, Nutek, Stiftelsen Innovationscentrum, Industrifonden, Teknikbrostiftelserna och pensionsbolaget 6:e AP-fonden gick in som finansärer, främst med generösa lån. 6:e AP-fonden förvaltar ett kapital på 10 miljarder kronor som den investerar indirekt i små och medelstora bolag via sina venture-capitalbolag. Industrifonden gör än idag investeringar där man går in som minoritetsägare och strävar även efter syndikering. Teknikbrostiftelserna är sju regionala stiftelser som har till syfte att främja samverkan mellan högskolor & universitet och små och medelstora företag. Dessa kom till under krisåren på 1990-talet, men de upphör att existera år 2007 och då ska även kapitalet de förvaltar återföras tillbaka till staten. Även Nutek investerar direkt i bolag, men mest i den tidiga såddfasen. Från och med årsskiftet 2004/2005 kommer dock denna verksamhet att upphöra. Almi har 21 regionala underavdelningar ute i landet och finansierar främst genom utlåning av kapital till små och medelstora företag.<sup>134</sup> Även i Sverige råder det en koncentration av venture-capitalbolag och investeringsobjekt. De tre mest aktiva områdena är Stockholm, Göteborg och Skåne.<sup>135</sup>

Statens intåg som aktör markerade en vändning på venture-capitalmarknaden. Den djupa lågkonjunktur som präglade 1990-taltes början vändes till en kraftig högkonjunktur under slutet av samma decennium. Det var främst de privata venture-capitalbolagen som ökade i antal och drev på utvecklingen. Staten har från vissa håll kritiserats för felsatsningar inom venture-capitalbranschen.<sup>136</sup> Högkonjunkturen som rådde ledde till ett uppsving även för venture-capitalbranschen, som fick ett uppsving i slutet av konjunkturen. Antalet medlemmar i Svenska riskkapitalföreningen ökade under perioden 1994-2001 från 55 till 155, vilket får anses ge en anvisning om branschens utveckling.<sup>137</sup>

De senaste tre-fyra åren har branschen mattats av efter att "IT-bubblan" sprack. Många av venture-capitalföretagen är idag betydligt mer riskmedvetna, som en

---

<sup>133</sup> Landström, Hans, *Småföretaget och kapitalet*, sunt (2003) S. 45-46

<sup>134</sup> de Neergaard Claes, rapport från näringsdepartementet, 2004

<sup>135</sup> NUTEK, Svenska riskkapitalföreningen, Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag, (2003)

<sup>136</sup> Bergin, Erik, "Staten har förstört den tidiga finansieringen". Svenska Dagbladet 2003-10-30

<sup>137</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29) (2002), "Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige"

direkt följd av ”IT-bubblans” efterverkningar, vilket lett till att den totala summan investerad har varit lägre från 2001-2003.<sup>138</sup>

### 4.3.3 Regleringar i Sverige

Av de skatteregler och lagar som gäller i Sverige, vilka är av betydelse för venture-capitalmarknaden, finns ett flertal som återkommer i debatten för att förbättra möjligheterna till bolagsfinansiering. Mest frekvent förekommer dock kapitalvinstbeskattningen i debatten.

I Sverige beskattas vinst på kapital med 30 % proportionell skattesats utan några som helst undantag. Vid en jämförelse med andra länder inom EU skiljer Sverige ut sig på framförallt två punkter. För det första är skattesatsen väldigt hög i förhållande till övriga EU-länder. Genomsnittet för dessa länder är 16 % proportionell skattesats på kapitalvinst. Det utgör ungefär hälften av den svenska nivån. För det andra är skattesatsen densamma oavsett längden på kapitalinnehavet. Flera länder har en tidsdifferentierad skatt, det vill säga regler som gör gällande att skattesatsen sjunker ju längre innehavet sträcker sig i tid räknat. Det finns till och med länder inom EU som slopat kapitalskatten på långa innehav.<sup>139</sup>

Ett annat problem rör kommanditbolaget som bolagsform. För utländska investerare är dessa regler ogynnsamma, vilket hindrar utländskt kapital att komma in i landet. Deras investeringar klassas som fasta driftställen vilket begränsar kapitalrörligheten.<sup>140</sup>

Marginalskatten för privatpersoner är också väldigt hög. Den svenska inkomstskatten är utpräglad progressiv i sin utformning. Detta gör i sin tur att marginaleffekten blir väldigt hög. Som högst når den 58 % skattesats, vilket en bra bit över snittet på 45 % inom EU-länderna.<sup>141</sup>

## 4.4 De svenska aktörerna

De svenska venture-capitalaktörerna innehar delade åsikter om vilka hinder som finns på marknaden samt hur dessa bör åtgärdas. Gemensamt för de personer som vi har intervjuat är att de anser att marknaden inte är perfekt och att det behövs olika åtgärder för att marknaden ska få mer gynnsamma förhållanden. Då

---

<sup>138</sup> Nelson Håkan, VD, Malmöhus invest AB, 2004-11-23

<sup>139</sup> EVCA, EVCA Tax and legal paper, s. 48 maj 2004

<sup>140</sup> EVCA, EVCA Tax and legal paper, s. 48 maj 2004

<sup>141</sup> EVCA, EVCA Tax and legal paper, s. 48, maj 2004

marknaden är relativt ung råder det en viss kunskapsbrist på området, både från aktörerna sida och från de statliga institutioner som har påverkan på denna bransch.<sup>142</sup>

Vid grundandet av ett venture-capitalbolag finns få gynnsamma bolagsformer. Många utländska investerare, som bidrar med en stor del av kapitalet, vill inte investera i venture-capitalbolag som är aktiebolag. Detta beror främst på att de inte vill binda upp sig så att de beskattas i Sverige.<sup>143</sup> Kommanditbolag ses som den mest gynnsamma bolagsformen men även denna har sina brister.

Det rådande skatteklimatet är inte gynnsamt för investerare, vare sig de är formella eller informella. Höga skatter motverkar investeringsviljan och därmed placeras kapital i investeringar med bättre förhållanden.<sup>144</sup> För att kunna nå syftet med investeringen och därmed göra en exit som genererar en önskad avkastning, måste det finnas bra möjligheter till att göra exit. Den svenska börsmarknaden är inte tillräckligt stor för det antalet bolag som är redo för att introduceras.<sup>145</sup> Därmed måste venture-capitalbolagen välja andra vägar för att göra exit. Bristen på dessa exitmöjligheter ses idag som ett hinder på marknaden.<sup>146</sup>

Investeringar i tidiga skeden är kostsamt och innebär en hög risk. Detta hinder ligger i branschens natur och är därmed svårt att åtgärda genom reformer eller dylikt. Vissa av branschens aktörer menar dock på att det är staten som i dessa tidiga skeden borde gå in och ta sitt ansvar, exempelvis med bidrag och gynnsamma lån, inte minst därför att få företag är beredda att ta den risk som är förknippad med tidiga skeden. En investering i ett tidigt skede exponeras för en högre risk och det är därför inte ovanligt att det investerade kapitalet förgås.<sup>147</sup> Håkan Nelson, VD Malmöhus Invest, menar att ”av tio investeringar är det fem som misslyckas, tre är mediokra och två genererar en tillfredställande avkastning”.<sup>148</sup> Enligt Johan Hernmarck, VD på riskkapitalbolaget IT Provider och ordförande på riskkapitalföreningen, så har förhållanden på marknaden försämrats på grund av statens inkonsekventa handlande för att stimulera venture-capitalmarknaden. Han menar att ”statligt riskkapital har sabbat den här marknaden. Det har varit en massa fibbel, där staten inte har agerat långsiktigt. Man kan inte hålla på och svaja och ge pengar till Teknikbrostiftelserna<sup>149</sup> ena dagen, till Almi<sup>150</sup> och Nutek den andra.”<sup>151</sup>

---

<sup>142</sup> Edfeldt, Johan Företagsbyggarna, telefonintervju 2004-12-06

<sup>143</sup> Östberg, Birgitta, NUTEK, telefonintervju 2004-12-06

<sup>144</sup> Östberg, Birgitta, NUTEK, telefonintervju 2004-12-06

<sup>145</sup> Berggren, Tom VD Svenska riskkapitalföreningen, telefonintervju 2004-12-09

<sup>146</sup> Berggren, Tom VD Svenska riskkapitalföreningen, telefonintervju 2004-12-09

<sup>147</sup> Anonym källa, 6:e AP-fonden. Telefonintervju, 2004-12-06

<sup>148</sup> Nelson, Håkan, VD, Malmöhusinvest AB 2004-11-16

<sup>149</sup> Teknikbrostiftelserna har till uppgift att öka samarbetet mellan universitet/högskolor och näringsliv.



För att mer kapital ska investeras och därmed utveckla marknaden behövs incitament. Samtliga intervjuade aktörer på venture-capitalmarknaden föreslår att införa ändrade regler för bolagsformerna, speciellt för kommanditbolag och handelsbolag som borde ha samma regler som aktiebolag. Även privatpersoner som investerar i venture-capitalbolag borde ha samma regler som aktiebolag. Specifika frågor vad gäller skatter behöver även lyftas fram, till exempel efterfrågas ändrade regler om kapitalvinstbeskattning och möjligheten att skjuta på vinstskatten vid dessa investeringar.

---

<sup>150</sup> ALMI är ett statsägt bolag som både agerar ägare och hjälper småbolag med finansiering i hela Sverige.

<sup>151</sup> Bergin, Erik, "Staten har förstört den tidiga finansieringen", Svenska Dagbladet 2003-10-30

# 5 Analys

---

*I det här kapitlet ämnar vi presentera vår analys. Analysen bygger på de teorier som vi tidigare har gått igenom samt empiriska fakta.*

---

## 5.1 Analys enligt olika exitmöjligheter

Tillgång till goda exitmöjligheter är, och kommer även i framtiden att förbli, betydelsefullt för en välfungerande venture-capitalmarknad. Att marknaderna i Storbritannien och framförallt i USA fungerar bättre än den svenska kan delvis tolkas som ett resultat av deras välutvecklade exitmöjligheter. Vad gäller alternativet börsintroduktion så kan både Storbritannien och USA erbjuda större marknadsplatser och aktiebörsen kan därför på ett effektivare sätt fungera som ett naturligt exitalternativ. Liksom Tom Berggren, Svenska riskkapitalförningen, menar vi att den svenska börsmarknaden idag inte har kapacitet nog att hantera alla de bolag som är mogna att börsintroduceras och därför söker andra exitmöjligheter. För att en börsintroduktion ska fungera och generera värde för alla inblandade parter krävs också att bolagen som introduceras lär sig hantera och tackla övergången. Detta eftersom det innebär så stora skillnader i förutsättningar att gå från portföljbolag till att bli börsintroducerat. Trots de tvångsklausuler som förekommer idag kan man alltför lätt räkna de bolag som strax efter att de introducerats minskat kraftigt i värde. Industriell försäljning är den mest förekommande och även den metod som normalt genererar högst avkastning<sup>152</sup>. Då Sverige är rikt på humankapital ser vi det som naturligt att den vanligast förekommande metoden för avyttring på den svenska marknaden sker genom industriell försäljning. Att industriell försäljning fungerar som avyttringskanal är viktigt inte minst för att det på ett bra sätt lyfter fram, nyttjar och skapar ny teknik. Denna teknik skapas i unga företag, vilka är motiverade att tillfredsställa teknikbehovet hos företag som ofta är större och mer väletablerade. Genom industriell försäljning köper sig etablerade bolag teknik och därmed indirekt kunskap från portföljbolagen. Att det i Sverige finns kunskapsintensiva företag innebär också en fördel för venture-capitalmarknaden i sig, eftersom utländska företag finner det attraktivt, både ur investerings- och avyttringssynpunkt. Detta bidrar också till att marknadsföra Sverige som ett intressant venture-capitalland att investera i.

---

<sup>152</sup> [www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=28](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=28) (2002), "Att investera i private equity och venture capital"

## 5.2 Analys enligt transaktionskostnadsteorin

Transaktionskostnader utgör skillnaden mellan den totala kostnaden vid investeringen och det investerade beloppet. Vid investeringar i småbolag krävs, som vi tidigare nämnt, mindre kapital. Detta får som konsekvens att venture-capitalbolagen måste investera i flera portföljbolag för att den totala investeringskapaciteten ska uppnås. Att sprida sina investeringar innebär större kostnader genom att det kräver mer tid, dels beroende på det geografiska avståndet och dels beroende på det humankapital som måste tas i anspråk. Kunskap och erfarenhet hos ägarna är av stor betydelse. Vid nyinvesteringar i tidiga skeden måste venture-capitalbolaget skaffa sig kunskap om såväl branschen och produkten som företaget. Desto fler företag som venture-capitalbolagen investerar i och desto mer avancerad teknik som används av portföljbolagen desto mer ökar kostnaden kring investeringen. Större investeringar möjliggör för venture-capitalbolagen att fördela transaktionskostnaden på ett större belopp, vilket resulterar i procentuellt sett mindre kostnader. Detta är en anledning till att riskkapitalbolagen investerar i senare skeden.

I jämförelse med en större enskild investering i ett stabilare bolag ökar risken i ett nystartat bolag då detta har en betydligt högre affärsrisk. Vi tror det finns ett starkt samband med riskvilligheten och den rådande konjunkturen. Därmed ändras investeringsbeteendet alltså beroende på den finansiella marknadens generella inställning. Vid lågkonjunktur är riskaversionen hög och vi tror därmed att det investeras mindre kapital i venture-capitalbolagens fonder. Vår tanke får stöd i graferna. I början av 1990-talet rådde låg investeringsvilja, om man ser till grafen innehållande total summa investerad, i alla tre länder samtidigt som världen genomgick en lågkonjunktur.

Riskbenägenheten och därmed viljan att investera i tidiga skeden hänger också ihop med vilka incitament det finns för att investera. Om kapitalet beskattas lägre vid venture-capitalinvesteringar skulle högre risker kunna tas eftersom den högre potentiella avkastningen väger upp en högre risk. Vi anser därmed, i samtycke med somliga av de svenska aktörerna, att det är viktigt att på den svenska marknaden ge sådana incitament för att främja investeringar i alla skeden. Detta har skett på de andra marknaderna.

Paralleller kan dras mellan den amerikanska och den brittiska marknaden vad gäller just åtgärder för att öka investeringsviljan, oftast i väldigt unga företag. Vi anser att skattesänkningar är det främsta incitamentet som staten kan införa för att reducera kostnader runt en transaktion. Resterande transaktionskostnader är betydligt svårare att minska eftersom de är reglerbara i någon större utsträckning. Exempelvis är det svårt att införa åtgärder för att minska risken i ett nystartat

bolag. År 1994 genomförde USA en skattesänkning av vinstskatten på investeringar i småbolag med ett innehav på längre än fem år. I graferna kan vi i totala antal investeringar och totalt belopp investerat se en reaktion som skulle kunna vara en följd av denna åtgärd. Dock ökar även storleken på den genomsnittliga investeringen vilket motsäger vår teori om att skattesänkningar skulle öka investeringarna i tidiga skeden. Vi tror likväl att en generellt ökad investeringsvilja slutligen kommer gynna företag i alla faser. De skattesänkningar som 1994 genomfördes i USA resulterade inte i det som var tänkt, investeringar i de tidiga faserna ökade inte. Ökningen som inträffade under slutet av 1990-talet av de totala summorna som investerades kan inte heller påstås bero enbart på skattesänkningar, utan det faktum att konjunkturläget förbättrades markant måste också nämnas som en förklaring till ökningen. Storbritannien genomförde mycket tidigare, 1983, en skattereform som innebar skattelättnader på investeringar i onoterade företag. Resultatet av denna blev inte så lyckat som man hade hoppats på. Vi anser att man kan dra lärdom av denna reform för att i framtiden göra mer preciserade åtgärder så att den tidiga fasen endast berörs.

Ytterligare ett hinder för kapitalflödet är den geografiska aspekten. De tre länderna har gemensamt att det finns en stark geografisk koncentration runt vissa delar i landet, främst runt storstäder och på platser med hög fokus på forskning och utveckling – främst inom IT och Life science. För att kunna driva ett aktivt ägarengagemang är det av betydelse att portföljbolaget är geografiskt närbart. Transaktionskostnader uppkommer också vid sökandet efter investeringsobjekt<sup>153</sup>, det är därför mindre kostsamt för ett venture-capitalbolag att investera i ett portföljbolag som är beläget i ett av de ovannämnda områdena.

Kostnaden för att tillverka något internt eller att köpa det från en extern källa avgör också antalet investeringar på venture-capitalmarkanden. Är produkten/tjänsten så innovativ och avancerad att företaget inte kan eller hinner producera den själv är det självklart bättre att köpa detta bolag och inkorporera det i den egna verksamheten. Om denna företeelse blir allt vanligare och även mer gynnsam skulle det vara positivt för venture-capitalbolagen, eftersom transaktionskostanden vid denna exit är lägre och exitalternativet mer säkert. Detta resonemang förespråkar därmed att pengar bör satsas på utbildning och entreprenörer som kan komma med nya och konkurrenskraftiga idéer. I Sverige har vi tagit vara på detta och har en hög utbildningsnivå, Teknikbrostiftelserna är ett bra exempel på en verksamhet som främjar samarbetet mellan den akademiska världen och näringslivet. Även staten i USA står för en stor del av sponsringen till sina universitet och högskolor för att på så sätt få fram nya innovationer. Detta gynnar inte bara venture-capitalbranschen utan den ekonomiska utvecklingen som helhet, anser vi.

---

<sup>153</sup> Perloff, M, Jeffrey, *Microeconomics* (2004), s. 42

## 5.3 Analys enligt intressentteorin

Marknadsförhållandena påverkas till en stor del av staten, eftersom staten är den enda aktören som kan ändra regler och lagar vilka i sin tur påverkar venture-capitalmarknaden. Förhållandet ser olika ut på de amerikanska, brittiska och svenska marknaderna. Det ligger också i sakens natur att staten både kan förbättra och försämma marknadsförutsättningarna, således utgör staten både ett hot och ger möjligheter för samarbete. Detta syns tydligt genom de åtgärder som den amerikanska staten genomfört under åren undersöks närmare. Tre bra exempel är: höjningen av kapitalvinstbeskattning och försämringen av reglerna för personaloptioner från 1969 samt 1978 års reform av pensionsfonderna. De förstnämnda åtgärderna resulterade i en negativ effekt som hämmade investeringsviljan på venture-capitalmarknaden, helt enkelt därför att det blev mindre lönsamt att driva verksamheten. Den tredje åtgärden hade en positiv inverkan eftersom den genererade nytt kapital till venture-capitalföretagen. Tidigare tilläts inte pensionsfonderna investera i dessa företag.

De amerikanska och brittiska marknaderna har en betydligt längre historia än den svenska och har således nått en större mognad, vilket antyds i graferna. Venture-capitalindustrin är viktigt för ett lands långsiktiga tillväxt. Denna kunskap har staten i synnerhet i Storbritannien och USA, medan det är mera tveksamt om den svenska staten har insett den samhälleliga nyttan med venture-capital. Det tar dock tid för staten att förstå hur man ska agera för att främja venture-capitalmarknaden. Under den tid som förflutit har staten i Storbritannien och USA hunnit göra flera förändringar i de regler vilka påverkar venture-capitalbolagen. Som tidigare nämnts har vissa haft en gynnsam effekt på venture-capitalindustrin andra varit mindre bra. Detta har dock lett till att staten drar lärdom av sina misstag och framsteg, vilket i slutändan gör att Storbritannien och USA har väsentligt bättre förutsättningar för att bedriva venture-capitalverksamhet idag. Det kan dock vara positivt för Sveriges del, som då inte behöver begå misstagen själva utan kan dra lärdom av föregångsländerna.

Bristande kunskap är inte den enda förklaringen till statens agerande i Sverige, utan även oviljan till att vidta kostsamma åtgärder, är av avgörande betydelse. Det faktum att villkoren på den svenska marknaden är sämre stöds av de årliga undersökningar som EVCA gör. I denna jämförelse placerar sig Sverige något sämre än genomsnittet. Det är inte bara de rent skatterättsliga omständigheterna som drar ner Sveriges placering, utan även företagsjuridiska brister. Som exempel på detta kan reglerna för bolagsformen kommanditbolag nämnas. Managementstrukturen som i huvudsak används i de amerikanska och brittiska venture-capitalbolagen skulle spridas snabbare i Sverige om reglerna blev mer gynnsamma. Detta är bakgrunden till de förutsättningar som existerar på

respektive marknad, vilket i sin tur ligger till grund för utvecklingen. Det kan vi utläsa av de grafer vi har gjort i syfte att beskriva och analysera utvecklingen på venture-capitalmarknaden.

När man ser till grafen till den totala summan som årligen investeras på respektive marknad följer de varandra relativt tydligt. Detta står då i kontrast till det som tidigare sagts om Sveriges marknadsförhållanden, eftersom den svenska venture-capitalindustrin följde den konjunkturuppgång som inträffade under slutet av 1990-talet. Vi menar här att Sverige har andra konkurrensförhållanden än de som mäts i exempelvis EVCAs undersökning. De mäter främst företagsjuridiska och skatterättsliga förhållanden. En sådan undersökning tar inte hänsyn till ett sådant faktum som att Sverige har relativt sett en hög andel högutbildade invånare och därmed god tillgång på humankapital. Detta stöds av Patent- och registreringsverkets uppgifter om att Sverige är bland de länder i världen som har flest patentansökningar per invånare räknat. Humankapitalet är högst väsentligt för venture-capitalföretagen, då de branscher de främst investerar i, såsom IT och Life science är väldigt kunskapsintensiva.

Som tidigare nämnts, har staterna till en viss del nått insikt om att venture-capital är viktigt för ett lands långsiktiga tillväxt. Statens och venture-capitalbolagens långsiktiga intresse harmonierar därmed. Både staten och bolagen vill åstadkomma så hög avkastning som möjligt. För staten är det en källa till skatteinkomst, vilket är en grund för välstånd och välbefinnande, för bolagen är det ett sätt att öka kapitalet för investerarna och därigenom tjäna pengar.

En annan viktig intressent i venture-capitalindustrin är investerarna. Liksom staten har de juridiska och lagliga krav på venture-capitalbolagen. Det kan också liknas vid ett ägarförhållande, eftersom de investerar pengar i venture-capitalfonder som sedan förvaltas av venture-capitalbolagen. Deras investeringsvilja påverkar venture-capitalbolagens möjligheter att i sin tur investera i objekt. Det är därför av vikt att även ge incitament till denna intressentgrupp. Sådana incitament har införts både på den amerikanska och den brittiska marknaden i form av olika skattelättnader. Detta är något som ännu inte har implementerats i Sverige men som vi anser har stor vikt för den framtida utvecklingen.

## 5.4 Analys enligt investeringsbeteendet

I vår analys om investeringsbeteendet har vi granskat de framtagna graferna för att undersöka investeringsbeteendet på de olika marknaderna. När vi nämner den

konjunkturrella situationen har vi inte tagit hänsyn till den rådande inflationen och ränteläget i respektive land, vi utgår istället från BNP-utvecklingen.

#### 5.4.1 Total summa investerad

Den totala summan investerad ökar exponentiellt på alla tre marknader. De brittiska och amerikanska marknaderna följer samma trend. Den svenska marknaden visar på en mer stegrande trend i ett senare skede. Vi anser att det beror på att de äldre marknaderna har haft mer tid att stabilisera sig och därmed reagerar på ett liknande sätt vid en konjunkturförändring eller vid andra åtgärder. Den anglosaxiska forskningen som har gjorts har även bidragit till att det råder likformighet på de amerikanska och brittiska marknaderna. De resultat som forskningen har bidragit med har kunnats appliceras eller användas för att dra lärdom av länderna sinsemellan. Det är intressant att se den reaktion som tydligt visas på alla marknader i samband med den ökning av IT-relaterade investeringar som gjordes under åren 1999-2001 vilka sedan övervärderades och ledde till att marknaden "sprack". Även USA och Storbritannien reagerade på samma sätt som Sverige. Anledningen till att Sverige och USA reagerade starkast, både vid uppgången och vid nedgången, ligger i industrisektorns natur. I Sverige och USA är IT-teknikbranschen välutvecklad och har stor betydelse för ländernas ekonomi. Svängningar inom dessa branscher ger därmed större utslag. På den svenska marknaden riktas flest venture-capitalinvesteringar mot IT-bolag och försvinner dessa bolag blir det naturligt färre investeringar.

#### 5.4.2 Antal investeringar

Antalet investeringar kan inte jämföras mellan länderna men däremot trendutvecklingen, eftersom vi kan mäta aktiviteten och intresset på respektive marknad. I USA visas en liknande trend som för den totala summan investerad. En anledning till att investeringarna minskar efter IT-boomen kan även eventuellt förklaras med en konjunktur på venture-capitalmarknaden, eftersom många investeringar gjordes mellan åren 1995-2000 är fonderna vid 2000 fulla och nyinvesteringar är därmed inte nödvändiga. Dessa väntar på att bli avyttrade så att nya investeringar kan göras. Den svenska trenden kan förklaras med att marknaden är så ung och intresset för denna bransch var fram till IT-boomen svagt. I och med att fler investerade och fler venture-capitalbolag startades runt 1999 ökade även intresset och det håller sig därför på en liknade nivå efter boomen. Investeringarna skiftade från IT-bolag till andra branscher. Den horisontella trend som visar sig på den brittiska marknaden kan betyda att intresset för branschen inte har ökat. Vi finner att det motsäger den undersökning

som visar på att Storbritannien har de bästa förhållandena för venture-capitalinvesteringar och därmed borde intresset och antalet investeringar öka.

### 5.4.3. Genomsnittlig storlek på investeringarna

Genom att använda vårt antagande om att större investeringar går till senare skeden kan man med hjälp av dessa grafer visa i vilka faser kapitalet investeras i och de är därmed jämförbara mellan länderna. På den amerikanska marknaden ser vi en trend mot större investeringar som därmed skulle missgynna bolag i tidiga skeden eftersom dessa oftast inte behöver lika mycket kapital. Det finns därmed ett finansiellt gap på denna marknad. Vi kan dock inte vara säkra på om de informella investerarna tar över rollen vid investeringar i tidiga skeden och därmed fyller gapet. Det kan även bero på en större kostnadsmedvetenhet och genom att göra färre men större investeringar minskar transaktionskostnaderna. I Sverige är de bakomliggande siffrorna till trenden mer varierande och det är därför svårare att analysera trenden eller göra en prognos över den fortsatta utvecklingen. Vi tror att detta främst beror på marknadens unga ålder och de ursprungliga och större institutionerna har under denna tid bytt inriktning. Vi kan dock se att investeringarna inte i samma utsträckning går mot större investeringar vilket motsäger den allmänna rådande uppfattning inom branschen. Den uppgång som kan urskiljas 1996 anser vi bero på pensionsbolagens inträde på venture-capitalmarknaden, denna uppgång visar sig i alla grafer gällande den svenska marknaden. Även i denna graf kan paralleller med den amerikanska marknaden dras. Investeringarna blir allt större och vi kan därmed spekulera i att det investeras mer i senare skeden. Vi finner även att då antalet investeringar inte ökar medan den totala summan investerad gör det tyder på större investeringar.



## 6 Slutsatser

---

I detta kapitel kommer vi att dra slutsatser utifrån vår empiri och analys. Vi kommer även att ge svar på vår frågeställning.

---

Det råder olika förhållanden på de amerikanska, brittiska och svenska marknaderna. Samtliga påverkas av faktorer som ålder på marknaden, storlek på marknaden, regleringar, aktörer, institutioner som påverkar marknaden samt statlig inverkan. Den amerikanska marknaden är den äldsta i världen och stor i relation till andra länder. I jämförelse med den svenska marknaden kan sägas att den amerikanska marknaden ligger före på flera områden. Det finns skatteincitament för att uppmuntra investeringar i onoterade bolag samtidigt som marknaden har gynnsamma regler för att starta nya bolag. Dessa åtgärder har utvecklats och prövats för att främja utvecklingen på marknaden. Dess aktörer är många och innehar god kunskap om branschen på grund av marknadens ålder. USA har även en utvecklad och välfungerad aktiebörs som är främjande för venture-capitalbolagen när de ska avyttra sina bolag.

Den brittiska marknaden är något yngre än den amerikanska. Den är den största marknaden i Europa mätt genom riskkapitalbolagens investeringar i procent av BNP. Vad gäller marknadsförhållandena ligger landet även här på första plats i en undersökning gjord av EVCA av länder i Europa. Staten har gått in för att ge incitament till venture-capitalinvesteringar. Liksom USA har Storbritannien en stor och utvecklad aktiemarknad.

Den svenska marknaden är relativt ung jämfört med de andra undersökta länderna vilket tydligt syns i grafen över antalet medlemmar. Antalet aktiva aktörer ökar men de utgör inte en stor del av den totala finansiella marknaden. Sverige har skatteregler och bolagsformer som missgynnar venture-capitalinvesteringar. Aktiemarknaden i Sverige är också relativt sett mindre. Det faktum att Sverige placerar sig på andra plats för investeringar i förhållande till BNP tyder på att det, utan direkta åtgärder från staten, finns en god grund för venture-capitalinvesteringar. Staten har dock större betydelse då denna marknad är ung och relativt liten, eftersom den därmed behöver mer hjälp att utvecklas än de två andra marknaderna som lättare kan självregleras. Vi anser att den svenska staten inte borde nöja sig med den rådande situationen.

Vi har kommit fram till att det går att urskilja trender i investeringsbeteendet på alla tre marknader. Graferna visar på tydliga upp- och nedgångar och formar därmed trender. Vissa paralleller kan dras mellan marknadernas utveckling under den undersökta perioden mellan åren 1989 till 2003. Vi kan se att trenderna på de amerikanska och brittiska marknaderna i större utsträckning följer varandra och visar på mer stabila trender medan utvecklingen på den svenska marknaden är mer varierande. Skillnaderna mellan de två förstnämnda marknaderna och den svenska är tydliga och vi drar slutsatsen att det beror på marknadernas mognad. Utvecklingen i Sverige kommer säkert att gå fortare än på de gamla marknaderna relativt sett, men de kommer antagligen inte hinna i fatt de amerikanska och brittiska marknaderna eftersom de också utvecklas fortlöpande. De amerikanska och brittiska marknaderna vilka har existerat i cirka 60 år har därmed hunnit formas och blivit en mer accepterad och naturlig del av den finansiella marknaden, de har även hunnit lära sig av vilka reformer som har varit positiva och vilka som har varit negativa. I Sverige däremot är marknaden ung och vissa aktörer har därför inte hunnit etablera sig fullt ut och skaffa sig tillräcklig erfarenhet om marknaden.

Trenderna på alla tre marknader går mot att mer kapital investeras, vilket betyder att intresset för venture-capital har ökat och att marknaderna växer. En ökning i antal föreningsmedlemmar i venture-capitalföreningar ger även tyngd för detta påstående. Lika tydligt visas att den genomsnittliga storleken på investeringarna ökar i alla länder. Vi ser det som ett bevis på att fler investeringar går till senare skeden eftersom det i denna fas oftast behövs mer kapital. Vi kan med dessa trender dra slutsatsen, enligt vårt antagande, att det skapas ett finansiellt gap på marknaderna vilket därmed skulle betyda att bolag i tidiga skeden missgynnas. Då den informella marknaden inte är så väl dokumenterad kan vi däremot inte med all säkerhet dra slutsatsen om att bolag i tidiga skeden skulle missgynnas av denna trend eftersom de informella investerarna kan bidra med kapital i denna fas.

Bakgrunden till dessa trender ser vi främst beror på konjunkturen i respektive land och marknadernas mognad. Vi utesluter dock inte att åtgärderna som vidtagits av staterna kan ha haft inverkan på trendernas utseenden.

Vi vill med följande punkter sammanfatta svaren till de frågor vi har ställt oss i problemställningen.

- De amerikanska och brittiska marknaderna har flest likheter och de karaktäriseras av stora och välutvecklade marknader. Staten spelar en aktiv och viktig roll för främjandet av venture-capitalinvesteringar. Sveriges marknad är ung, mindre utvecklad och skiljer sig klart ifrån de andra i studien. Staten har ännu inte givit tillräckligt med incitament för att marknaden ska kunna utvecklas fullständigt.

- Trender i investeringsbeteendet kan urskiljas på alla marknader och i alla grafer.
- Trenderna går mot en ökade aktivitet på marknaderna och mot att större investeringar görs i senare skeden.
- De främsta bakomliggande orsakerna till trenderna är konjunkturen. Åtgärder har också inverkan på trenderna men kan inte lika tydligt härledas till graferna.

# 7 Källförteckning

## 7.1 Publicerade källor

Arthurs Jonathan D , Busenitz Lowell W (2003) “ *The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship*”,

Bergin, Erik (2003) ”*Staten har förstört den tidiga finansieringen*”. Svenska Dagbladet 30 okt. 2003

Birch, David (1987), *Job creation in America*, The Free Press

Carrol, Archie B (2000) *Business & Society – Ethics and Stakeholder Management*, South-Western College Publishing, a division of Thomson learning  
Upplaga 4:1

de Neergaard, Claes (2004) *Bättre finansiering för kommersialisering av innovationer*, Rapport från näringsdepartementet

Eriksson, Lars Torsten, Wiedersheim- Paul Finn (2001) *Att utreda forska och rapportera*, Liber ekonomi Upplaga 7

Gompers, Paul A, Lerner, Josh, (1998) ”What drives venture capital fundraising?”, *Brookings paper on economic acitivity*.

Gompers, Paul A, (2002), “Corporation and the financing of innovation: The corporate venturing experience”, *Economic review – Federal Reserve Bank of Atlanta*

Halvorsen, Knut (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur

Harrison, Richard T, Mason, Colin M (1992) “A strategy for closing the equity gap”

Harrison, Richard T, Mason, Colin M (1992) “The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap”. *Entrepreneurship and regional development*, 1992

Harrison Richard T, Mason Colin M (1995), “Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital”. *Small Business Economics*, 15 nov. 1994.

Harrison Richard T, Mason Colin M (2002), “The geography of venture capital investments in the UK”. *Transactions of the Institute of British Geographers* 10 jun. 2002.

Harrison, Richard T, Mason, Colin M, *Venture capital and regional development* (1997)

Herzog Helge (1990) *Risikkapitalet och de mindre företagen – Om Venture capital-marknadens utveckling*, Allmänna förlaget Upplaga 3

Holme, Magne Idar (1997) *Forskningsmetodik om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur Upplaga 2:1

Jacobsen, Dag I (2002) *Vad, hur och varför?*, Studentlitteratur

Jacobsson, Staffan, Karaömerliglu, Dilek (2000) "The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up?" *Venture Capital* vol 2 nr 1

Körner, Svante, Wahlgren, Lars, (1996) *Praktisk statistik*, Studentlitteratur Upplaga 2

Landström, Hans, (2003) *Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering*, SNS Förlag

Landström, Hans (2004) *Risikkapitalet och de nya företagen*

Leslie, Jeng, Philippe, Wells (2000), "The determinants of venture capital funding: evidence across countries", *Journal of Finance*

Lundahl, Ulf, Skärvad, Per-Hugo(1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur upplaga 3

Nygaard, Claus (2002) *Strategizing*, Studentlitteratur

Nyman, Michael (2002) *Risikkapital - private equity och venture capital investeringar*, Norstedts Juridik AB

Olofsson, Nils, (2004) "Ta tag i såddfinansieringen, Östros!", *Ny Teknik* 17 nov. 2004

Perloff, Jeffrey M (2004) *Microeconomics*, Förlag Upplaga 3:1

Stockholm TT "Bolag växer snabbare med riskkapital", *Svenska Dagbladet* 3 sep. 2003

Svenskt näringsliv "Investerarna allt mindre intresserade av Sverige", *Svenska Dagbladet* 26 maj. 2004

## 7.2 Företag- och organisationsinterna källor

Medlemsmatrikel Directory (2004-2005). Medlemsuppgifter från SVCA

Tax and legal paper (2004). Rapport från EVCA

Investment analytics report (2003). Rapport från Thomson Financial

Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag (2003). Rapport från NUTEK i samarbete med Svenska riskkapitalföreningen

Report on investment activity (2003). Årsberättelse från BVCA

Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe (2002). Forskningsrapport från EVCA

Ett PM om venture capital I Sverige och I USA (1999). Isaksson Anders Handelshögskolan vid Umeå universitet

## 7.3 Muntliga källor

Berggren, Tom, VD, Riskkapitalföreningen. Telefonintervju 2004-12-09

Bernard, David, Thomson Financial. Telefonintervju 2005-01-03

Bohannan, Barbra, SVCA,. Telefonintervju 2004-12-01

Bodin, Jan-Erik, Överingenjör, Patent och registreringsverket. Telefonintervju 2004-12-13

Brinck, Christina, Manager, 6:e AP-fonden. Telefonintervju 2004-12-06

Brodey, Elissa, Head of Research, BVCA. Mailkontakt 2004-12-22

Edfeldt, Johan, Partner, Företagsbyggarna. Telefonintervju 2004-12-06

Hansson, Pontus, Filosofie doktor, Nationalekonomiska institutionen vid Lunds Universitet. Skriftlig intervju 2004-12-22

Landström, Hans, Professor, Företagsekonomiska institutionen vid Lunds Universitet. Skriftlig intervju 2004-12-16

Nelson, Håkan, VD, Malmöhusinvest AB. Personlig intervju 2004-11-16

Samuelsson, Lennart, vice VD, Industrifonden. Telefonintervju 2004-12-03

Skärbäck, Marcus, Investment manager, Teknoseed. Informationsmöte 2004-11-09

Östberg, Birgitta, NUTEK. Telefonintervju 2004-12-06

## 7.4 Elektroniska källor

**Svenska riskkapitalföreningens, Swedish Private Equity & Venture Capital Association - SVCA hemsida**

<http://www.vencap.se/start.asp> - 2004-12-14

<http://www.vencap.se/omsvca.asp> - 2004-12-14

[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=4](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=4)

[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=10](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10) – 2004-12-17, ”Venture capital – begrepp och definitioner” (2000)

[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29) ”Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige” (2002)

[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=21](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=21), ”Utan riskkapital inget svenskt entreprenörskap!” (2001)

[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=28](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=28) - 2004-12- ”Att investera i private equity och venture capital”(2002)

[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=4](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=4), ”Hur arbetar och hur organiseras ett venture capital företag?” (1999)

**European private equity and venture capital association, EVCA hemsida**

<http://www.evca.com/html/home.asp> - 2004-12-

**Sjunde AP-fondens hemsida ”Ordlista för finansiella termer”**

<http://www.ap7.se/forvaltare/marknadskommentar/ordlista.asp>

**NUTEKS (Verket för näringslivsutveckling) hemsida**

<http://www.nutek.se> ”riskkapitalbolagens aktiviteter 3:e kvartalet 2003” [kolla mer](#)

**Nationalencyklopedins hemsida**

[http://www.nationalencyklopedin.se/jsp/search/article.jsp?i\\_art\\_id=277819&i\\_word=otc](http://www.nationalencyklopedin.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=277819&i_word=otc)

[http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i\\_art\\_id=305438&i\\_word=silicon%20valle](http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=305438&i_word=silicon%20valle)

**Venture ones hemsida**

<http://www.ventureone.com> “*European venture capital: an overview*”

**MIT, Massachusetts Institute of Technologys hemsida**

<http://www.mit.edu>

**The Fortunes hemsida**

<http://www.fortune.com/fortune/fortune500>, Fortune 500

**3i:s hemsida**

<http://www.3i.com/countries/sweden/home.html>

**Brittiska Transport- och handelsdepartementets hemsida**

<http://www.dti.gov.uk/sflg/>

**Moneyextras hemsida**

<http://www.moneyextra.com/glossary/gl00154.htm>

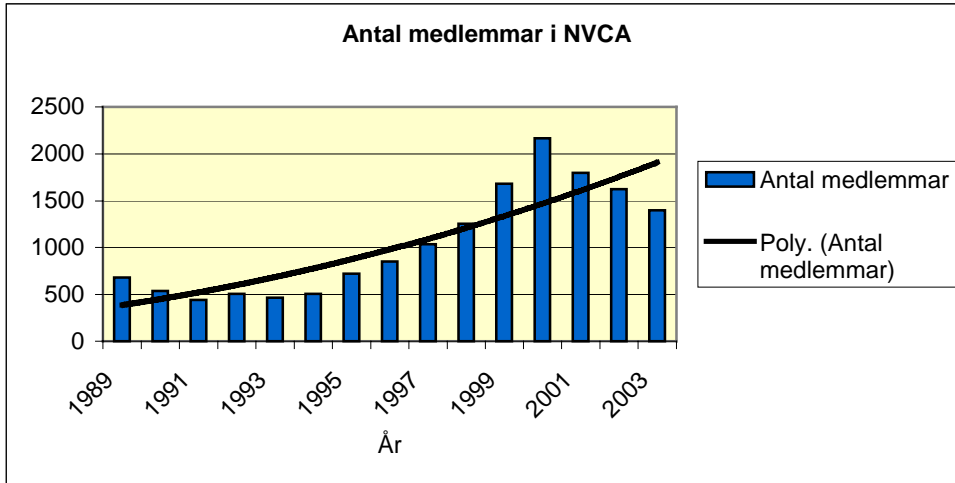
**Brittiska skattemyndigheten**

<http://www.inlandrevenue.gov.uk/pdfs/ir169.htm>

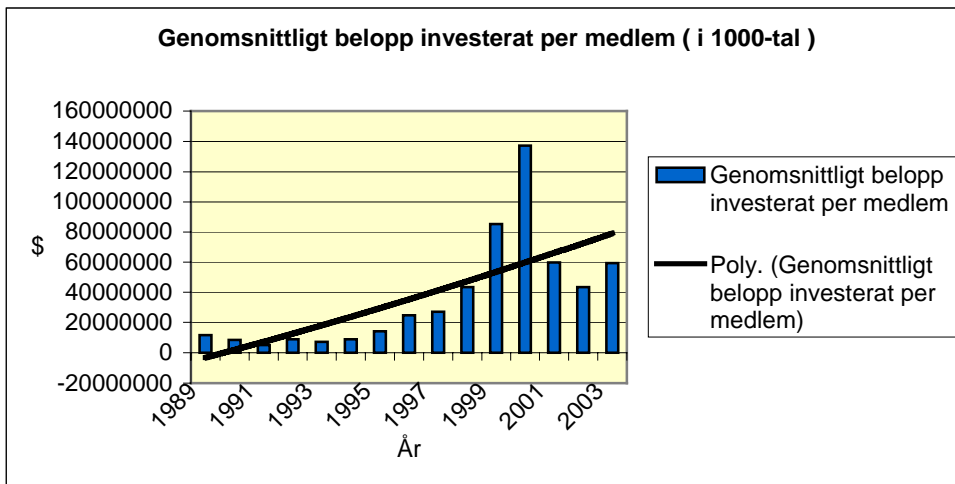


# Bilaga

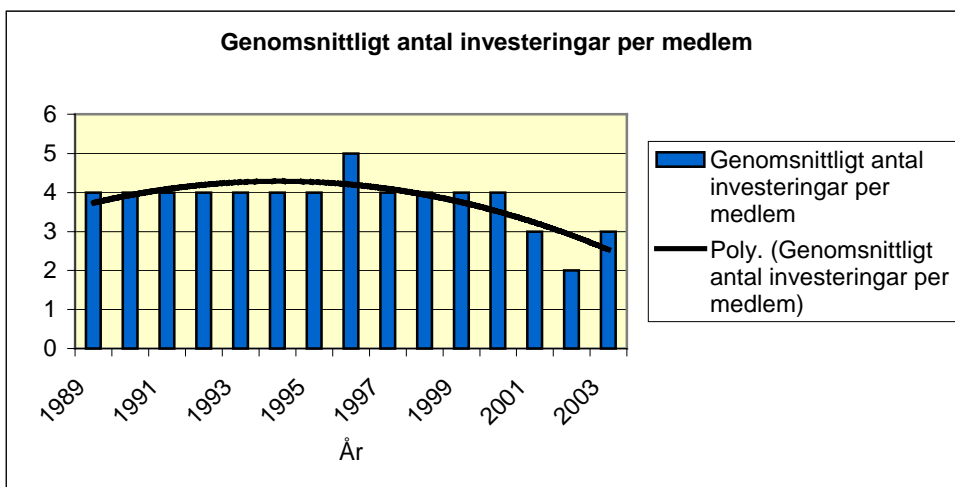
## USA



Graf 1



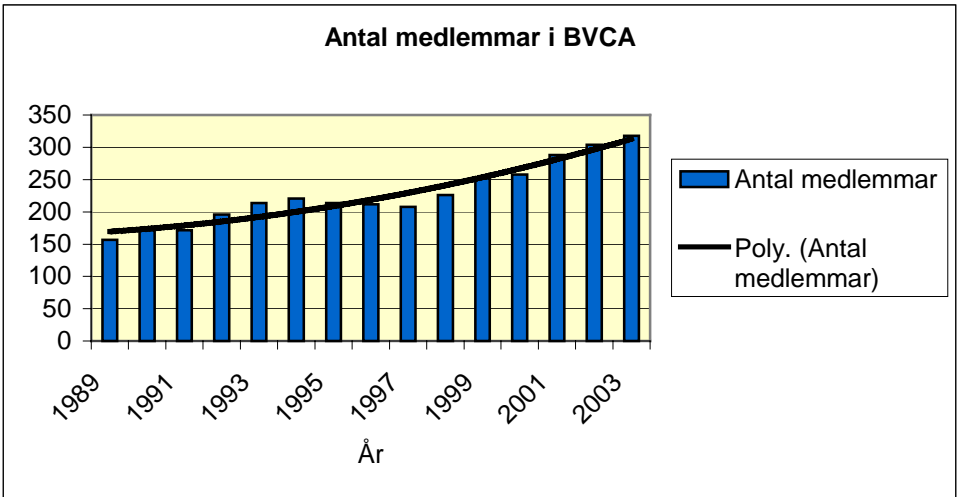
Graf 2



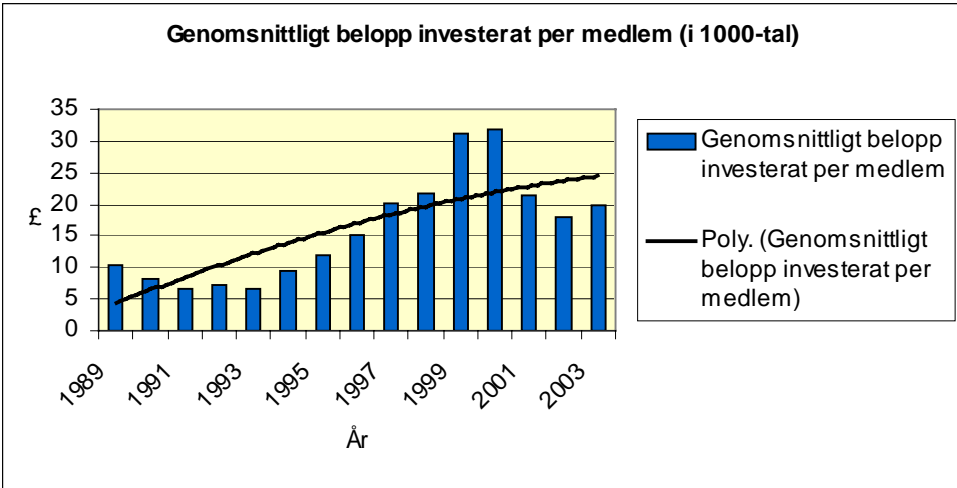
Graf 3

# Storbritannien

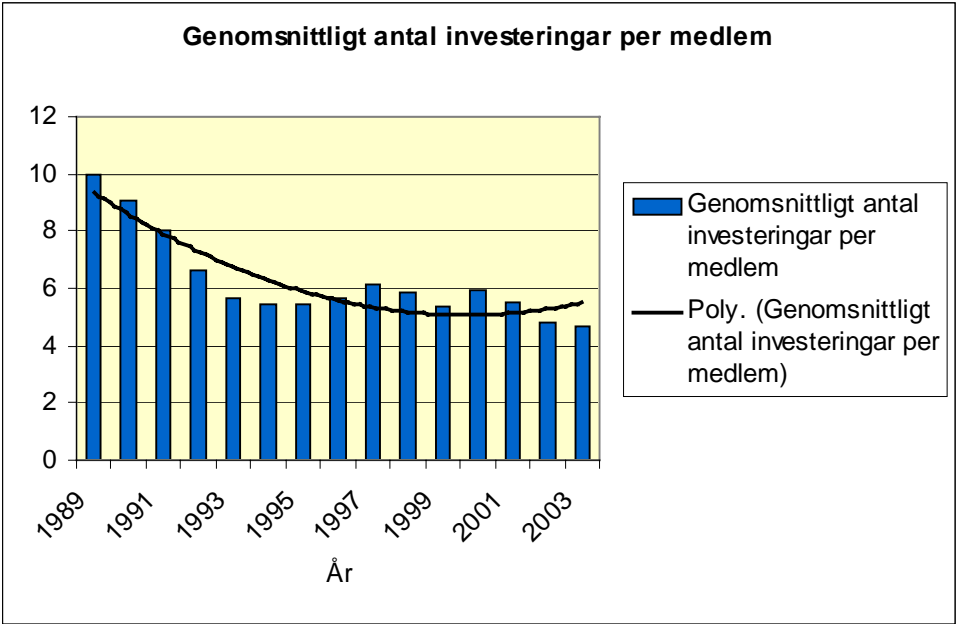
Graf 4



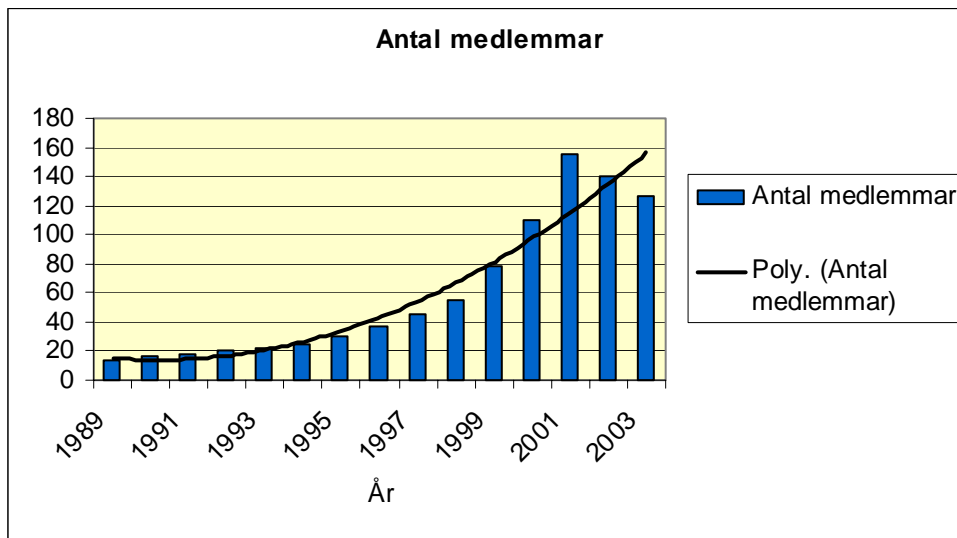
Graf 5



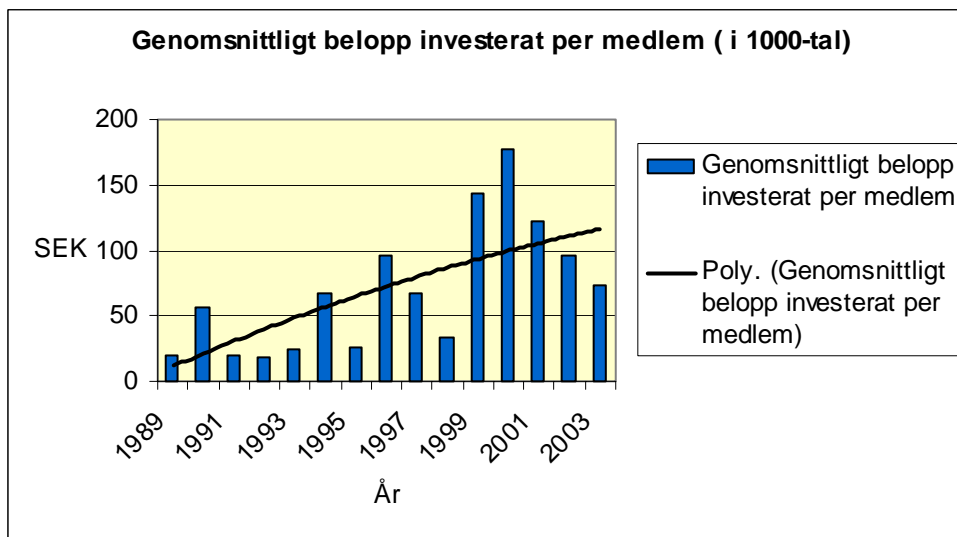
Graf 6



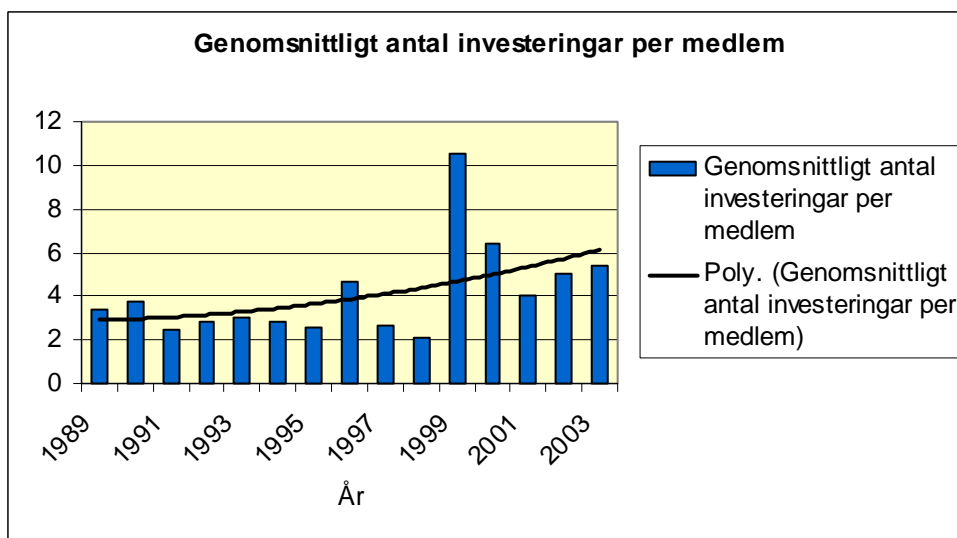
# Sverige



Graf 7



Graf 8



Graf 9

## Intervjufrågor

Vi har utgått från dessa frågor när vi gjort våra intervjuer, men modifierat dem något med avseende på intervjuobjekten.

1. Hur länge i genomsnitt har ni innehav i en investering?
  2. % hur fördelas investeringarna över de olika faserna?
    - i. Sådd
    - ii. Start up faser
    - iii. Expansion
    - iv. Mognad
  3. Hur ser ni på exit möjligheter?
    - a. IPO
    - b. Tradesales
  
    - c. Hur har det sätt ut historiskt?
    - d. Vilket föredrar ni och i så fall varför?
  4. Hur har er investeringsstruktur förändrats genom åren? (från 1979 och framåt)  
I form av: totala beloppsstorleken (konstant eller mer kapital?)  
Antal investeringar  
Har antalet inv i sådd- och startup fasen minskat genom åren
- Vad har ni för investeringsfokus? Har denna förändrats? Långsiktigt vs kortsiktigt (snabb avkastning?)
5. Har riskmedvetenheten ökat eller minskat?
  6. Riskkapitalbranschen är mer konjunkturkänslig än andra branscher, har ni någon strategi för att utjämna dessa svängningar?
  7. Vad anser ni om förutsättningarna för att bedriva venture-capitalbolag i Sverige? Hur har dessa förutsättningar och möjligheter förändrats genom åren?
  8. Vilka förändringar skulle ni helst se i syfte förbättra förutsättningarna på venture-capitalmarknaden?
  9. Vad tror ni om den framtida utvecklingen på venture-capitalmarknaden?

## Uträkning av extrapolerade värden för antalet medlemmar i SVCA

År	Ursprunglig information	Formel	Förändringsfaktor	Uträkning	Extrapolerade värden
1989	14				
1990		$= (B7/B2)^{(1/5)}$	1,122955107	$= B2 * C3$	<b>16</b>
1991		$= (B7/B2)^{(1/5)}$	1,122955107	$= E3 * C4$	<b>18</b>
1992		$= (B7/B2)^{(1/5)}$	1,122955107	$= E4 * C5$	<b>20</b>
1993		$= (B7/B2)^{(1/5)}$	1,122955107	$= E5 * C6$	<b>22</b>
1994	25				
1995		$= (B11/B7)^{(1/4)}$	1,217883286	$= B7 * C8$	<b>30</b>
1996		$= (B11/B7)^{(1/4)}$	1,217883286	$= E8 * C9$	<b>37</b>
1997		$= (B11/B7)^{(1/4)}$	1,217883286	$= E9 * C10$	<b>45</b>
1998	55				
1999	78				
2000	110				
2001	155				
2002	140				
2003	127				