



SCHOOL OF ECONOMICS
AND MANAGEMENT
Lund University

FEK 581
Kandidatuppsats

Värdemaximering vid exit

En studie av hur venture capital-bolags exit via trade sale påverkas av produktlansering i portfölj företag

Författare

Sebastian Håkansson, 800722
Håkan Johansson, 801221
Johan Odin, 781219

Handledare

Per-Hugo Skärvad

Sammanfattning

UPPSATSENS TITEL:	Värde­maximering vid exit: En studie av hur venture capital-bolags exit via trade sale påverkas av produktlansering i portfölj­företag.
SEMINARIEDATUM:	2004-06-03
ÄMNE/KURS:	FEK 581, Kandidatseminarium, 10 poäng
FÖRFATTARE:	Sebastian Håkansson, Håkan Johansson, Johan Odin
HANDLEDARE:	Per-Hugo Skärvad
NYCKELORD:	Venture capital, produktlansering, exit, trade sale, värdering
SYFTE:	Att undersöka hur venture capital-bolags exit via trade sale påverkas av produktlansering i portfölj­företag.
METOD:	En kvalitativ undersökning av tre venture capital-bolag och sex portföljbolagsinvesteringar. En abduktiv ansats har använts som grund för arbetsprocessen och empiri är insamlad via upprepade öppna intervjuer.
SLUTSATSER:	En lyckad produktlansering i ett portföljbolag kan troligtvis innebära att värdet på portföljbolaget minskar istället för det triviala - att värdet skulle öka. En produktlansering bör därför ej göras före trade sale. Venture capital-bolags möjligheter att påverka relationen produktlansering-trade sale är dessutom begränsade, mycket beroende på brist av köpare av portföljbolag innan genomförd produktlansering.

Abstract

TITLE:	Value maximization at exit: A study on how venture capital companies exit by trade sale are affected by a product launch.
SEMINAR DATE:	2004-06-03
COURSE:	Bachelor thesis in Business Administration, 10 swedish credits (15 ECTS)
AUTHORS:	Sebastian Håkansson, Håkan Johansson, Johan Odin
ADVISOR:	Per-Hugo Skärvad
KEY WORDS:	Venture capital, product launch, exit, trade sale, valuation
PURPOSE:	To investigate how venture capital companies exits by trade sale are affected by product launch in portfolio companies.
METHODOLOGY:	A qualitative study of three venture capital companies. An aductive approach as basis for the investigation. Empirical data has been collected through repeated, open interviews.
THEORETICAL PERSPECTIVES:	Theoretical perspectives that has been used in the study are hightech product launch theory, valuation theory and decision theory.
EMPIRICAL FOUNDATION:	Case studies on three different venture capital companies with a total of six portfolio companies as a foundation.
CONCLUSIONS:	A successful product launch in a portfolio investment may likely result in a depreciation of the value of the portfolio investment. Product launch should therefore not be done before exit by trade sale. The venture capitalists possibilities to affect the relationship between product launch and trade sale are limited, mainly due to a lack of buyers before accomplished product launch.

Innehåll

1	INLEDNING	1
2	VÄRDESKAPANDE INOM VENTURE CAPITAL	2
3	DAGENS KUNSKAPSLÄGE	5
3.1	RISKKAPITAL, PRIVATE EQUITY OCH VENTURE CAPITAL	5
3.2	OLIKA INVESTERINGSFASER	7
3.3	EXIT-FÖRFARANDEN	8
3.4	FAKTORER SOM PÅVERKAR EXIT-BESLUT.....	10
4	FRÅGESTÄLLNINGAR	13
4.1	FRÅGESTÄLLNING 1	13
4.2	FRÅGESTÄLLNING 2	14
5	METOD	15
5.1	ANGREPPSSÄTT	15
5.2	STUDIEN.....	16
5.3	DEFINITIONER OCH AVGRÄNSNINGAR	19
5.4	FALLFÖRETAG.....	21
5.5	BEARBETNING AV EMPIRI.....	23
5.6	KÄLLKRITIK	24
6	PRODUKTLANSERING	26
6.1	OSÄKERHET	26
6.2	FAKTORER I LANSERINGEN.....	27
6.3	VARUMÄRKE.....	28
6.4	STORLEKEN PÅ FÖRETAGET.....	29
7	VÄRDERINGSTEORI	31
7.1	OLIKA VÄRDERINGSMETODER	31
7.2	KÖPARENS ROLL	33
8	BESLUTSFATTANDE	34
8.1	BESLUTSTEORIER	34
8.2	BESLUTSPROCESSER.....	35
9	EMPIRI	39
9.1	PROCESSEN FRAM TILL EXIT	39
9.2	PRODUKTLANSERINGSMOMENTET.....	41
9.3	OLIKA SORTERS LANSERING	43
9.4	VÄRDERING OCH KÖPARENS ROLL	44
9.5	ENTREPRENÖREN	45
9.6	FALLFÖRETAG A ₁	46
9.7	FALLFÖRETAG A ₂	47
9.8	FALLFÖRETAG B ₁	48
9.9	FALLFÖRETAG B ₂	49
9.10	FALLFÖRETAG Γ ₁	50
9.11	FALLFÖRETAG Γ ₂	51

10	ANALYS	53
10.1	PROBLEMET MED PRODUKTLANSERINGEN.....	53
10.2	LYCKAD PRODUKTLANSERING - ETT RELATIVT BEGREPP	54
10.3	MOMENT 22	55
10.4	”BLÅA MOLN”	57
10.5	PRODUKTLANSERINGSBESLUTET.....	58
10.6	FRÅN ENTRY TILL PRODUKTLANSERINGSBESLUT	60
11	SLUTSATSER.....	62
11.1	REFLEKTIONER KRING SLUTSATSERNA.....	63
11.2	FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	64
12	REFERENSER	65
12.1	TRYCKTA KÄLLOR.....	65
12.2	INTERNETKÄLLOR	70
12.3	ÖVRIGA KÄLLOR	71
12.4	BILAGOR	71

1 Inledning

Apple, Intel, Microsoft och Netscape är alla företag som vuxit till en marknadsledande position med hjälp av venture capital¹ (Lehtonen, 2000). Succéhistorier som dessa har gjort att intresset för venture capital inom akademiska kretsar har ökat under de senaste åren. Även om en del forskning bedrivits inom området i synnerhet i USA, är venture capital i allmänhet till stora delar ett outforskat område (Isaksson, 2004; Landström, 2004) i inte minst utanför USA. Att det finns ett stort gap mellan den akademiska världen och aktörer på marknaden inom området tycker vi illustreras bra i följande konversation:

Finance Professor: What were the factors which made it optimal to raise money through an initial public offering at this time?

New Biotech Millionaire: Because I could.

Michael et al (2002).

Venture capital-marknaden är även intressant då den genomgått en kraftig expansion under 1990-talet (Berggren, 2002). Under samma period har Sverige vuxit till att bli det land efter USA som investerar störst andel av BNP i venture capital.

Venture capital-bolagen tjänar sina pengar genom att investera i företags tidiga utvecklingskedan, för att senare sälja sin del för en större summa än de investerade. Detta gör att tillfället då venture capital-bolaget säljer är väldigt kritiskt för hur mycket de skall tjäna på sin investering. I detta skede spelar självklart en mängd faktorer in på vilket pris som erhålls. Enligt samtal med flera venture capital-bolag har vi identifierat en faktor som verkar ge extra stora problem; huruvida de skulle genomföra en produktlansering av företagets produkt före de säljer eller om venture capital-bolaget skulle vänta med lanseringen och sälja först.

Mot bakgrund av ovanstående succéhistorier, marknads tillväxt sen början av 1990-talet, den akademiska världens okunskap inom området, de många olika synsätten på produktlanseringsmomentet inom venture capital-branschen samt spänningen i att arbeta med att hjälpa innovativa företag att växa, har vi lockats att utforska området ytterligare.

¹ Vi väljer i vår uppsats, som i många andra fall när det handlar om venture capital, de engelska begreppen då det är de som är mest frekvent använda även i svensk litteratur kring ämnet.

2 Värdeskapande inom venture capital

I detta kapitel beskrivs utifrån ett problematiserande perspektiv venture capital-bolagens roll och hur de tjänar pengar. Kapitlet leder fram till uppsatsens problemformulering.

Venture capital-bolag investerar normalt i tillväxtföretag, vi har valt att i fortsättningen kalla dessa företag för portföljföretag. En viktig skillnad mellan venture capital och många andra former av investeringar och placeringar såsom aktier², fonder, bankkonton osv., är att en venture capital-investering normalt inte ger någon avkastning under investeringsperioden. Avkastning kommer istället i form av en reavinst vid avyttring av innehavet i portföljföretaget. Vad som avgör reavinstens storlek är därmed de två momenten entry och exit. Entry-tillfället är då venture capital-bolaget involverar sig med portföljbolaget och då bestäms, enkelt beskrivet, hur mycket venture capital-företaget behöver betala för en viss andel i ett företag. Exit-tillfället är då venture capital-bolaget säljer sin del och det bestäms hur mycket de får betalt för sin andel. Venture capital-bolagets hela existens hänger alltså i slutändan på dessa två beslut. De båda tillfällena sker med ungefär 5-7 års mellanrum, men kan ändå sägas vara sammankopplade. Hur mycket venture capital-bolaget är berett att betala påverkas av antalet tillgängliga exit-möjligheter, där ett ökat antal exit-möjligheter minskar den risk som venture capital-bolaget tar och ökar därmed det belopp man är beredd att betala. Ett ökat utbud av exit-möjligheter kan också öka attraktiviteten hos investeringen vilket leder till ökad konkurrens och ytterligare ökat belopp en investerare är beredd att betala (Isaksson, 1997).

Vid entry har venture capital-bolag en möjlighet att inte investera, en möjlighet att undvika de problem som kan komma uppstå med investeringen och få avkastning på sitt kapital på annat håll. När venture capital-bolag väl har investerat och i framtiden ska göra exit så måste de ta hand om problem och möjligheter som finns i det förvärvade portföljföretaget. Sett från perspektivet att venture capital-bolag ska nyttja entry och exit för att få avkastning på sitt kapital så blir exit speciellt intressant. Här har venture capital-bolaget verkligen potential att påverka, men är även i en situation där de är tvingade till att påverka för att maximera sin avkastning.

När i tiden kommer då venture capital-bolag att genomföra sin exit? Cumming & Macintosh (2003) presenterar en grundläggande formel vilken enkelt säger att

² Det föreligger en skillnad mellan aktieinvesteringar och venture capital-investeringar åtminstone om vi ser det ur ett historiskt perspektiv. Dagens börsinvesteringar tenderar dock att bli allt mer kortsiktiga, bygga alltmer på förväntad värdeökning och därmed alltmer likna venture capital-investeringar.

exit kommer att genomföras då avkastningen från planerade framtida värdeadderande aktiviteter understiger kostnaden för desamma. Även Zider (1998) tar upp denna syn på timing av exit. Samtidigt som vi ser detta som en enkel och helt korrekt bild av när exit ska ske, är det en trubbig och i praktiken oanvändbar beskrivning. Svårigheten är trots allt inte att inse att exit ska ske vid denna tidpunkt, utan när tidpunkten infaller och hur man som investerare ska veta detta i förväg. Detta pekar som vi ser det på vikten av timing och faktorer som kan ligga till grund för en bedömning av när tiden är rätt. Att just detta beslut är både svårt och komplext är också något vi fått bekräftat från inledande diskussioner med aktiva forskare på området (Isaksson, 2004; Landström, 2004) samt med de venture capital-bolag som ingår i studien.

När exit genomförs analyseras och värderas venture capital-bolagets portfölj företag. Utfallet av detta blir det slutgiltiga avgörandet av hur pass lyckad investeringen i portföljbolaget är. Värderingen i kan både grunda sig på olika faktorer och göras på olika sätt (Nilsson et al., 2002; Lehtonen, 2000). Då portföljbolaget inte är börsnoterat eller inte har visat sin marknadspotential blir värderingen problematisk eftersom den information som normalt ligger bakom de olika värderingssätten saknas och måste uppskattas. Den korrekta värderingen kan enbart avgöras av framtiden.

Produktlansering är en avgörande faktor för hur portfölj företagets framtid kommer att se ut och påverkar därför exit-förfarandet. Produktlanseringen är en central del av en investerings start-up fas (investerings faser beskrivs vidare i kap. 3). Lanseringen av en ny produkt i högteknologiska branscher är ofta ett kritiskt moment för företag med en innovation då hela företagets överlevnad ofta beror på den. Det är ofta det mest kostsamma ledet i utvecklingen av produkten (Beard & Easingwood, 1996) och processen från introduktion till acceptans hos kunder är ofta kort (Trondsen, 1996). Därför är det viktigt att lanseringen optimeras för att snabbt få ett fotfäste och undvika att företaget går miste om en lyckad framtid. Ett nytt företag kan därför stå och falla beroende på om produktlanseringen lyckas. Produktlanseringen är alltså avgörande för hur lyckad venture capital-bolagets exit blir och i förlängningen dess möjligheter till överlevnad.

Att förutse hur en produktlansering faller ut är svårt. Att det som oftast är högteknologiska produkter som lanseras av venture capital-bolagets portföljbolag gör det inte lättare. Förutsättningarna för lansering av högteknologiska produkter kännetecknas av höga risker i både marknad och teknologi. Marknadens behov är svåridentifierade och det är även osäkert om teknologin kommer att uppfylla dessa behov (Moriarty & Kosnik, 1989). Produktlanseringen är alltså både avgörande för utgången av en exit påverkas men också väldigt riskfylld. Trots att dessa risker bedöms som allvarligare än

t.ex. agentrisker³ när venture capital-bolag gör sina investeringar (Fiet, 1995) är mötet med marknadsriskerna och dess inverkan på exit utforskat.

Den exit-typ som är vanligast i Sverige är försäljning till annan industriell köpare (trade sale) (NUTEK, 2004). Detta faktum samt att denna typ av exit är utforskat jämfört med andra vanliga exittyper (Lehtonen, 2000) har gjort att vi valt att fokusera vår studie till denna typ av exit. Ovan fört resonemang har lett oss fram till följande problemformulering:

Ska venture capital-bolag göra trade sale före eller efter produktlansering?

Under studiens gång framkom att enbart denna frågeställning inte fullt ut belyser den problematik som är förknippad med produktlansering och trade sale. Mot bakgrund av detta utarbetades även följande frågeställning.

Vad ligger bakom produktlanseringsbeslutet i ett portfölj företag?

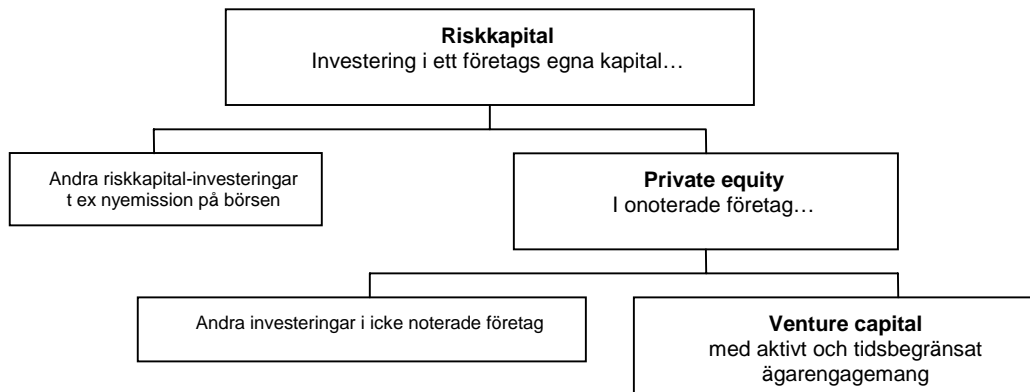
³ Agentriskers påverkan för huruvida ett venture capital-bolags investeringar blir lyckade eller ej har utforskats väl och anses som avgörande för resultatet (Sahlman, 1990; Gompers and Lerner, 1999a, qtd. in Cumming & MacIntosh, 2002). Agentrisk: Risk som kommer ur skilda agendor hos uppdragsgivare och uppdragsutförare, i detta fallet mellan venture capital-bolaget och portfölj företaget.

3 Dagens kunskapsläge

I detta kapitel presenteras litteraturstudier inom de områden vilka direkt eller indirekt behandlas i uppsatsen. Vi börjar med att diskutera mer grundläggande kring vad venture capital innebär och hur de tjänar pengar. Därefter förs ett resonemang kring dagens kunskap om olika faktorerers inverkan på venture capital-bolagens möjligheter att tjäna pengar.

3.1 Riskkapital, private equity och venture capital

Inom riskkapitalområdet råder det idag i Sverige lite av en begreppsförvirring beroende på tidiga direktöversättningar från engelskan och blandade benämningar från person till person. Begrepp såsom riskkapital, private equity och venture capital används ofta för samma sak. Den begreppsapparat vi utgår från är baserad på Isaksson (2000), men som även återfinns hos Svenska Riskkapitalföreningen, Sahlman (1994) och Bygrave & Timmons (1992) för att nämna några. Enligt denna begreppsapparat är venture capital investeringar i företag som inte är noterade på en publik lista, och görs primärt i företagens egna kapital. Det som vidare skiljer venture capital från private equity är att en venture capital-investering också innebär ett aktivt ägarengagemang vilket oftast sker genom ett styrelseengagemang i portföljbolaget (Isaksson, 1999 och 2000). En studie som Isaksson genomfört för NUTEK:s räkning (1999) visar att venture capital-bolagen genom ett aktivt ägarengagemang inte enbart tillför kapital och finansiell rådgivning utan även kompetens, kontakter, stöd i strategiska frågor och ibland även rekrytering av nyckelpersoner samt hjälp med marknadskompetens. Även Bygrave & Timmons (1992) pekar på dessa följder av ett aktivt ägarengagemang. Anledningen till att det ägda företaget normalt benämns ”portföljbolag”, är att venture capital-bolag normalt bygger upp portföljer med flera företag i för att reducera de risker som är förknippade med investeringar i unga outvecklade företag. Hur mycket som är investerat i varje företag samt hur stor andel och av portföljbolaget det motsvarar varierar mellan olika venture capital-bolag.



Figur 1: Skillnaden mellan riskkapital, private equity och venture capital. (Isaksson, 2000)

Begreppet venture capital har sitt ursprung i USA där det funnits som en definierad investeringsform sedan 50-talet. Den svenska venture capital-industrin startade under 1970-talets andra hälft. Investeringar i med aktivt ägarengagemang i unga innovativa företag förekom även tidigare, men då i mindre organiserade former. Antalet venture capital-bolag har vuxit i vågor, med en första våg under 1980-talet med ett 30-tal privata och statliga bolag och fonder. Under 1990-talet växte branschen sakta för att under de sista åren innan millennieskiftet åter öka kraftigt. Som nämnts tidigare sågs dock en liten nedgång i branschen i samband med den försämrade konjunkturen i början av 2000-talet. Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) har idag runt 140 aktiva medlemmar (Berggren, 2002).

Venture capital-bolagen i Sverige har primärt något av följande tre ägandeformer; privatägda, statligt ägda eller koncernägda. Den första formen är idag den vanligaste (Isaksson, 2000) och ägarna är till största delen av privatpersoner och företag som förvaltar kapital från externa investerare såsom försäkringsbolag, pensionsfonder och storföretag. De statligt ägda venture capital-bolagen har i Sverige alltid haft en betydande roll och företräds idag främst av Industrifonden och 6:e AP-fonden. Den tredje formen, koncernägda venture capital-bolag, eller corporate venture capital som det också kallas, är del av ett större företag/koncern vars kärnverksamhet inte är inom venture capital. Syftet med dessa venture capital-bolag skiljer sig därmed från de statliga och i synnerhet de privatägda när det gäller synen på portföljbyggande. De två senare bolagstyperna arbetar med en portfölj av företag, och målsättningen är att maximera avkastningen för denna portfölj. Inom corporate venture capital genomförs investeringar snarare med hänsyn till den ägande koncernens övergripande strategi, dvs. för att "kontrollera" innovativa landvinningar inom strategiskt viktiga områden.

3.2 Olika investeringsfaser

Om vi ser till ovan definition av venture capital ser vi att ägarengagemanget utöver att det är aktivt också är tidsbegränsat. Med detta avses att venture capital-bolaget har målsättningen att avyttra sin investering inom normalt 5-7 år. Olika venture capital-bolag specialiserar på olika faser i investeringsobjektens livscykel; sådd, start-up, expansion och buyout. Det finns några ytterligare investeringsstadier såsom överbrygnings-, ersättnings- och turnaround-investeringar, men de tidigare fyra är de vanligast förekommande (NUTEK, 2004; Berggren, 2002). I Figur 2 nedan redogörs översiktligt för vad dessa fyra olika investeringsfaser innebär.

LIVSCYKELFAS	FINANSIERINGSFORM	SYFTE
Produktutveckling	Såddkapital (seed)	Ge en uppfinnare eller entreprenör ⁴ möjlighet att utvärdera eller prova ett koncept innan företaget etablerats. Kan även vara forskningsprojekt med kommersiell potential.
Introduktion	Uppstart (start-up)	Pengar till produktutveckling eller inledande marknadsföring i nystartat/ungt företag. Ofta med syftet att i slutet av fasen kommersialisera företagets produkt.
Tillväxt	Expansion (expansion stage)	Finansiering till företag med stadigt ökande tillverkning och försäljning då behov av ytterligare rörelsekapital kan finnas. Företaget har sannolikt inte visat några vinster ännu. Även senare expansion då företaget börjat visa vinst men fortfarande växer kraftigt ingår här.
Mognad	Buy-out	Uppköp/utköp av ett helt företag. Vanligtvis management buy-out där företagets operativa ledning tillsammans med en extern finansiär (vanligtvis venture capital-bolag) genomför uppköpet ihop, då företaget börjat visa upp stabila vinster eller i vissa fall behöver rekonstrueras.

Figur 2: Livscykel faser och finansieringsformer. (Armstrong & Kotler, 2000; Isaksson, 2000; Levitt, 1965)

⁴ Vidare i uppsatsen kommer benämningen *entreprenören* att användas avseende portföljföretagets grundare. Bakgrunden till denna begreppsanvändning är att detta är den benämning som samtliga intervjuade företag samt stora delar av den svenska litteraturen inom området använder.

3.3 Exit-förfaranden

Redan när ett venture capital-bolaget gör entry står det klart för alla inblandade parter att en exit kommer att genomföras. Enligt Lehtonen (2000) är exit planerad i förväg i ett kontrakt som skrivs när venture capital-bolaget går in som ägare. Exit kan planeras med avseende på när i portföljföretagets livscykel venture capital-bolaget kommer att göra exit eller om detta skall ske vid någon annan definierad tidpunkt. En annan punkt som ofta finns med i kontraktet är på vilket sätt venture capital-bolaget skall göra sin exit, eller normerna för hur denna senare skall bestämmas. De olika exit-sätten är i litteraturen väldefinierade men begreppsapparaten kring dessa är heterogen.

Lehtonen (2000) identifierar fem olika sätt att göra exit medan Isaksson (1997) definierar sex stycken. Dessa är i grunden samma, bara mer eller mindre fint uppdelade. Även Cumming och MacIntosh (2003) identifierar samma fem exitvägar som Lehtonen. De olika vägarna medför olika sätt att värdera portföljbolaget på och kommer därför att innebära en varierande vinst för venture capital-bolaget (Lehtonen, 2000). Vilken typ av exit som väljs beror enligt Isaksson (1997) därför till stor del på hur lyckad investeringen har varit. Nedan beskrivs de olika exit-sätten.

3.3.1 IPO

En initial public offer (IPO) innebär att portföljföretaget börsnoteras. Cumming och MacIntosh (2003) menar att det vanligaste sättet att göra IPO är att venture capital-bolaget inte direkt vid börsintroduktionen säljer hela sitt innehav utan väntar och säljer först efter några månader eller något år efter börsintroduktionen. Att venture capital-bolaget stannar kvar som ägare kan enligt Cumming och MacIntosh bero på att de vill visa att portföljföretaget inte är en dålig investering de flyr ifrån. Det kan alltså ses som ett sätt att inge förtroende och genom detta överbrygga den informationsasymmetri som finns mellan köpare och säljare. IPO väljs enligt Isaksson (1997) om portföljinvesteringen varit lyckad med avseende på hög tillväxt och avkastning. Enligt NUTEK (2004) är denna typ av exit den tredje vanligaste i Sverige (2003) och står för 15 % av det totala antalet exit.

3.3.2 Trade sale

Trade sale är enligt Lehtonen (2000) en utforskad typ av exit, särskilt jämfört med den tredje största typen av exit i Sverige IPO. Trade sale definieras enligt Isaksson (1997) och Lehtonen (2000) som att venture capital-bolaget och entreprenören oftast säljer av hela sitt innehav till den nye ägaren som nästan alltid är en industriell köpare och verkar inom samma bransch som portföljföretaget. Om riskkapitalisten och grundarna inte vill göra en full exit kan de få aktier i det nya bolaget som betalning enligt Cumming och MacIntosh (2003) - de måste dock ge upp sitt innehav av det gamla portföljbolaget. Enligt Lehtonen (2000) finns en målkongruens mellan riskkapitalisten och

entreprenören då båda parterna skall sälja av hela sitt innehav och det ligger därför i bådars intresse att få så mycket för bolaget som möjligt.

Vid denna typ av exit finns det en säljare och oftast ett mycket begränsat antal köpare. Priset på portföljbolaget vid denna typ av exit beror i stor utsträckning på antalet köpare och hur attraktivt dessa tycker portföljbolaget är (Lehtonen, 2000). Denna exit-väg väljs enligt Isaksson (1997) om investeringen varit lyckad med en hög tillväxt och avkastning. Trade sale stod under 2003 i Sverige för 28 % av det totala antalet exit vilket gör detta till den vanligaste exit-typen (NUTEK, 2004).

3.3.3 Andrahandsförsäljning

Detta exitförfarande innebär att venture capital-bolaget säljer sitt innehav till en annan investerare som är intresserad av att driva "venturen" vidare (Isaksson, 1997; Lehtonen, 2000; Cumming & MacIntosh, 2003). Detta betyder att riskkapitalbolaget oftast gör sig av med hela sitt innehav medan entreprenören behåller sin del. Att sälja innehavet till annan investerare används enligt Isaksson (1997) då investeringen varit "medelbra" för riskkapitalisten och investeringen har en låg avkastning och tillväxt. Enligt NUTEK (2004) stod andrahandsförsäljning, då ofta till en finansiell aktör, för 12 % av det totala antalet exit i Sverige 2003.

3.3.4 Buy-out

Ett annat exit-sätt är att venture capital-bolaget säljer tillbaka sin andel till entreprenören. (Cumming & MacIntosh, 2003; Lehtonen, 2000). Isaksson (1997) skiljer på återköp och management buy-out (MBO) som han definierar som återköp av portföljbolagets resterande ledning. Denna åtskillnad görs inte av övrig litteratur utan här sorterar MBO in under återköp, det görs alltså ingen skillnad mellan entreprenören och ledningen av företaget bortsett från venture capital-bolagets ledningsrepresentanter. Detta exit-sätt används enligt Isaksson (1997) då investeringen varit "medelbra" och har en låg avkastning och tillväxt för riskkapitalisten.

3.3.5 Likvidation

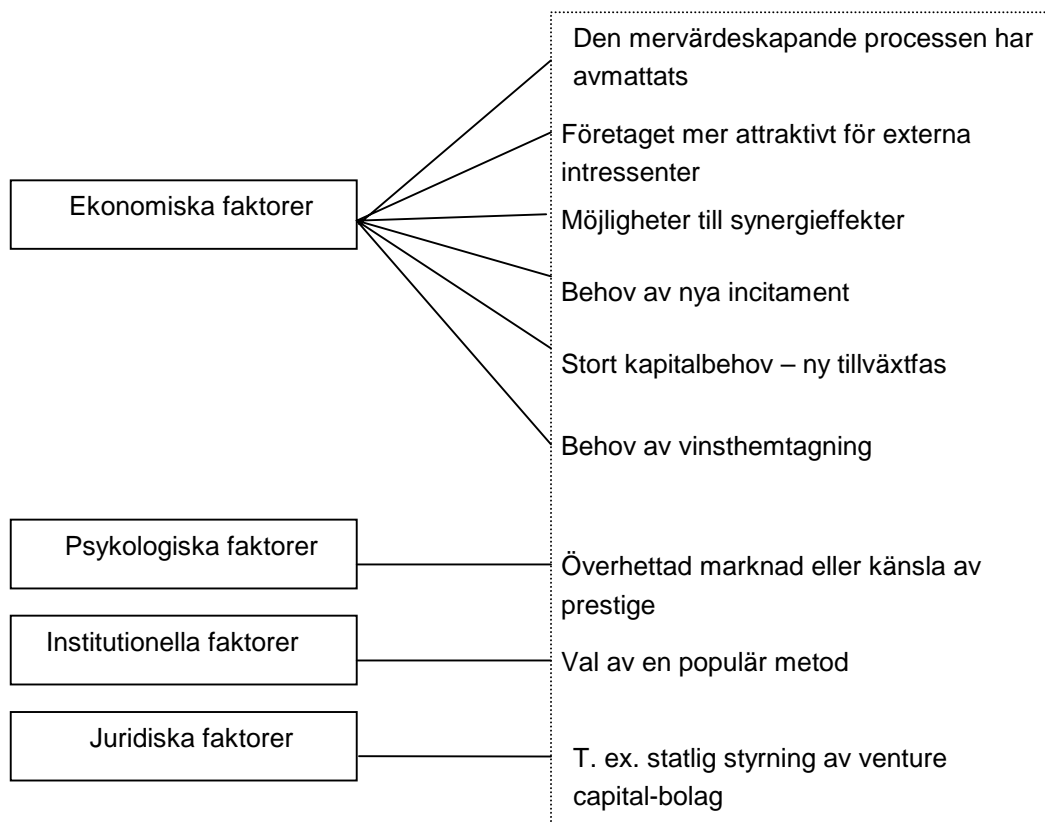
Det femte och sista sättet är att likvidera bolaget. Denna lösning är enligt Lehtonen (2000) oftast en sista utväg när riskkapitalisten märker att företaget är på väg mot konkurs och att fortsatt ekonomisk stöttning inte kommer ändra på företagens utveckling. Likvidationspriset är oftast det lägsta pris som fås vid en exit och är det bokförda värdet när skulderna är avräknade. Enligt Nutek (2004) står likvidation för 21 % av det totala antalet exit i Sverige år 2003 vilket gör detta till den, i antal räknat, näst vanligaste typen av exit.

3.4 Faktorer som påverkar exit-beslut

Trots att exit har en central del i venture capital-bolagens strategiska beslutsfattande och värdeskapande-process, är de bakomvarande faktorerna kring beslutet relativt dåligt utforskade. Nedan presenteras den tidigare forskning som berör venture capital-bolags beslut om att göra exit. De faktorer som beskrivs här är inte framtagna för exit generellt sett, utan mer specifikt för IPO och kanske därför inte ses som fullt representativa för alla typer av exit. De är emellertid det enda som finns på området varför de ändå presenteras här.

Två studier som beskriver när venture capital-bolag gör exit är Lerner (2002) samt Darby & Zucker (1994). Lerner drar slutsatsen att marknadscyklar är viktiga för valet av tidpunkt för IPO. Lerner menar att venture capital-bolag är säsonsberoende och gör exit genom IPO då värdering av tillgångar på marknaden är allmänt hög. Darby & Zucker finner i sin studie att sannolikheten att ett venture capital-bolag gör IPO i en tidpunkt är större om det har en väl utvecklad produkt i portföljbolaget samt om marknaden för produkten är het. Dessa studier beskriver dock inte på ett tydligt sätt varför venture capital-bolaget faktiskt gör sin exit. Det finns emellertid några mer specifikt identifierade faktorer.

Isaksson (1997) har identifierat ett antal faktorer som påverkar venture capital-bolaget när det ska göra exit i ett av sina portföljbolag. Dessa faktorer är presenterade i Figur 3 nedan.



Figur 3: Faktorer som påverkar exit-beslut (Isaksson, 1997)

Enligt Isaksson är det de ekonomiska faktorerna i modellen som väger tyngst då ett beslut om exit eller ej ska tas. Någon djupare utveckling av vad dessa faktorer innebär eller vad som påverkar dem ger inte Isaksson. Faktorerna är framtagna genom studier av tidigare forskning i samarbete med riskkapitalbolag.

Några av dessa faktorer utvecklas lite tydligare av Cumming & MacIntosh (2003), vilka menar att venture capital-bolag väljer att göra exit när det värdeskapande de tillför understiger kostnaderna för värdeskapandet. Det omvända förhållandet gäller däremot inte alltid. Beslut om att göra en exit kan även göras trots att värdeskapandet fortfarande överstiger kostnaderna för detsamma. En exit i det senare läget drivs av att venture capital-bolaget får ett bud på portföljbolaget av en köpare. En köpare som har större möjligheter att skapa värde genom synergieffekter och därför betalar ett överpris sett ur venture capital-bolagets perspektiv. Slutligen säger Cumming & MacIntosh att höga värderingar av företag i portföljbolagets bransch kan leda till ett beslut om att göra exit oberoende av venture capital-bolagets förmåga till värdeskapande i portföljbolaget. Att inte ta ett erbjudande om ett högt pris trots fortsatt möjlighet till värdeskapande ger upphov till en alternativkostnad, därför väljer venture capital-bolag ibland att göra exit trots att mer värde kan skapas i portföljbolaget.

Ytterligare en faktor har identifierats av McCarty & Barnes (2002), vilka menar att en lyckad exit skapar ett bra rykte för venture capital-bolag och därmed ökar chanserna för att skaffa fram mer pengar till framtida investeringar. De menar att venture capital-bolag därför ibland stressar en exit alldeles för tidigt, detta gäller speciellt unga venture capital-bolag, och på så sätt försämrar sina chanser för att göra bra exit i framtiden. De menar alltså att skapandet av ett rykte kring venture capital-bolaget även spelar in när beslutet om timing av exit tas.

Som kontrast till det som finns rörande de faktorer som påverkar valet av exit säger Lehtonen (2000) att exit kan vara kontrollerat av kontrakt som parterna, venture capital-bolaget och portfölj företaget, ingår tidigt i sin relation. Typen av framtida exit och dess timing är en av de viktigaste faktorerna i relationen och att de grunder dessa beslut tas på bestäms i ett kontrakt för att förhindra opportunist. Detta kan i många fall sätta frågetecken kring hur de faktorer som presenterats ovan fungerar i praktiken om beslutet om exit är kontraktbundet.

Hur pass stor roll ovan nämnda faktorer spelar in relaterat till hur pass bundet venture capital-bolaget är i olika kontrakt är inte helt tydligt. Att det finns olika sätt att konfrontera problematiken fastställer däremot Relander et al. (1994) med sina begrepp ”Path sketcher” och ”Opportunist”. En ”Path sketcher” arbetar under hela venture capital-processen med att öka chanserna för en lyckad exit. Innan en investering görs inte bara en analys av affärsidén utan även en exit-analys. Detta görs genom att venture capital-bolaget tillsammans med det eventuella portföljbolaget identifierar potentiella köpare. En ”Opportunist” däremot, litar mer på sin förmåga att hitta rätt investeringar och anser att exit möjligheter kommer att dyka upp av sig själva. Teorin säger inte att den ena typen är bättre än den andra och att venture capital-bolagets angreppssätt även kan bero på faktorer som; förmågor att utvärdera teknologier och människor, sälja företag, skaffa personliga kontakter och förstå geografiska områden. Endera typen existerar inte heller i en ren form, utan de flesta venture capital-bolag befinner sig någonstans däremellan.

4 Frågeställningar

Detta kapitel syftar till att utveckla problemformuleringen från kapital två - som en vägledning för diskussionen kring frågeställningarna. Detta görs i ett antal frågor som syftar till att konkretisera de ursprungliga problemställningarna. Då de utvecklade frågorna främst är av just förtydligande karaktär, kommer de inte att besvaras explicit men kommer att täckas av analysen.

4.1 Frågeställning 1

Ska venture capital-bolag göra trade sale före eller efter produktlansering?

Syftet med denna fråga är inte att komma fram till det triviala svaret att venture capital-bolag ska produktansera i portföljbolaget när de tjänar på det eller vice versa. Frågan syftar heller inte till att beskriva de problem som finns i en produktansering, dessa är redan fastställda i befintlig teori. Vi avser däremot att koppla produktanseringsproblematiken till trade sale-förfarandet och utifrån detta ge ett svar. Detta bidrag avses framförallt vara normativt.

Exempel på problematiken klargörs i följande frågor:

Skapar produktanseringen värde relativt kostnaden?

En fråga vi ställer oss är på vilket sätt en produktansering påverkar värdeskapandet i portföljbolaget. Enligt Cumming & MacIntosh (2003) kommer en exit att genomföras om värdet av värdeskapandet understiger kostnaden för att driva portföljbolaget. En produktansering är som oftast mycket kostsam och påverkar därmed kostnaderna för att driva portföljbolaget. En stor kostnad i samband med produktanseringen är varumärkesbyggande, hur kan en sån faktor påverka värdet?

Påverkas portföljbolagets attraktivitet av en produktansering?

Vad är det som potentiella köpare är intresserade av i första hand när portföljbolag i den här fasen studeras. Är det andra värden än produkten som idéer, personal eller teknologi som är attraktiva? Kan venture capital-bolagets begränsade förmåga att bygga varumärke och distributionskanaler rent av göra att portföljbolaget verkar mindre attraktivt?

Påverkar valet att göra produktansering möjligheterna för synergieffekter med köparen?

Blir de möjliga synergieffekterna mellan portfölj företaget och köparen bättre eller sämre om en produktansering genomförs? Försvinner eller tillkommer möjligheter? Kan en produktansering och till exempel skapande av en marknadsföringsorganisation förstöra potentiella synergieffekter för en köpare?

Hur påverkar produktanseringen värderingen?

Vilka faktorer ligger som grund för en värdering? Är det möjligt att en produktansering ändrar dessa faktorer och på så sätt spelar en avgörande roll i värderingsprocessen?

4.2 Frågeställning 2

Vad ligger bakom produktanseringsbeslutet i ett portföljbolag?

Syftet med denna fråga är att den ska leda till ett svar på vilka faktorer som ligger till grund för produktanseringsbeslutet. Avsikten med denna fråga är även att ge ett teoretiskt deskriptivt bidrag genom att beskriva hur venture capital-bolagets väg fram till beslut om produktansering ser ut. De faktorer som upptäcks här ska analyseras utifrån beslutsteori. Exempel på problematiken klagörs i följande frågor:

Hur ser beslutsgången som leder fram till produktanseringsbeslut?

Denna fråga ska leda till svaret på vilka faktorer som spelar in i processen från entry till exit. Vi vill även identifiera hur venture capital-bolaget resonerar under denna period avseende produktanseringsproblematiken.

Är venture capital-bolagen rationella i sitt beslut att produktansera och göra exit?

Den andra frågan i problemformuleringen har vi valt att diskutera utifrån beslutsteori. Ett exempel på ett begrepp som förekommer i beslutsammanhang är rationalitet. Utifrån detta begrepp kan vi analysera hur venture capital-bolag förhåller sig till den information de har.

Till och med denna punkt i uppsatsen har läsaren blivit insatt i kunskapsläget inom det aktuella området och studiens problem. För att vidareutveckla och därigenom fördjupa kunskapen inom området kommer vi att kombinera de tre teoretiska områden som behandlas i kapitel 6-8 med den empiri som presenteras i kapitel 9. Resultatet av denna analys presenteras i uppsatsens två sista kapitel.

5 Metod

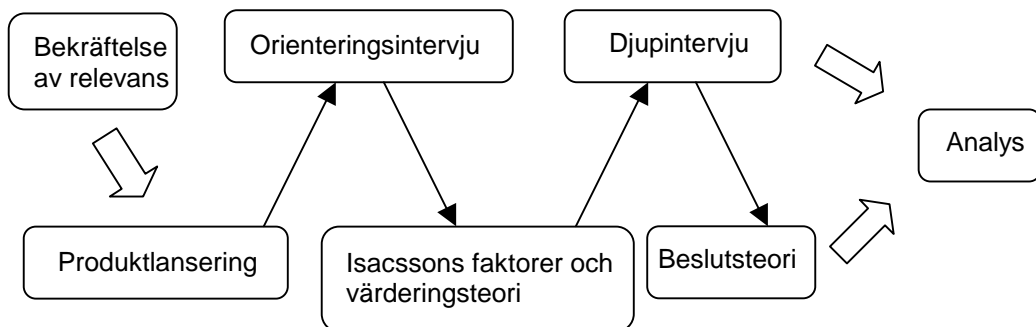
I detta kapitel presenteras arbetsprocessen i studien, hur de olika delarna i den har samspelat över tiden och använts för analysen. Vidare beskrivs det praktiska förfarandet i insamlandet av empiri och hur de val som gjorts där kopplar till hela studien. Därefter motiveras de avgränsningar som har gjorts och de brister i studien som är relevanta för resultatet diskuteras. Avslutningsvis redovisas vår metod för empiribearbetningen och till sist den källkritik som föreligger.

5.1 Angreppssätt

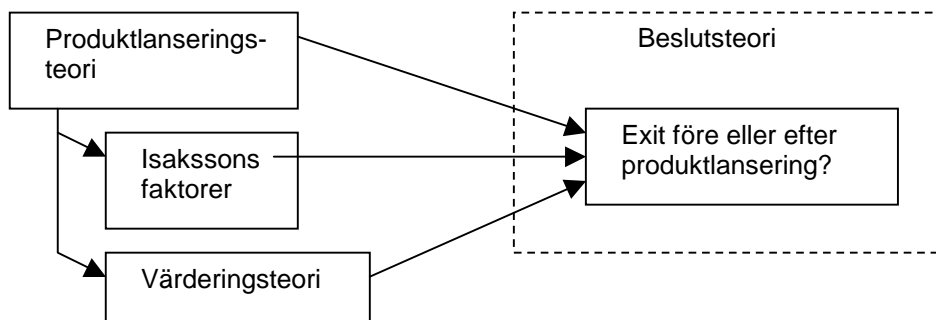
Den bild vi under vår litteraturstudie fått av exit i allmänhet och trade sale i synnerhet pekar på en otillräcklig förståelse för hur de egentligen går till. Den tidigare forskning som bedrivits på venture capital-bolag är inte speciellt omfattande i stort och när det gäller exit och trade sale är den än mer bristfällig. De studier som är genomförda ger ofta ett bra bidrag till området men är som sagt för få för att venture capital-bolag och processen inför ett exit beslut, ska kunna förstås. Detta utgångsläge har gjort att vi redan från början har valt att följa en *abduktiv arbetsprocess* (Figur 4).

Samspelet mellan empiri och teori har varit viktigt genom hela studien. I och med att ämnet är relativt utforskat blev det första naturliga steget att bekräfta relevansen i att över huvud taget studera vårt ämnesval. Detta gjordes genom att ta kontakt med forskare (Isaksson, 2004; Landström, 2004) som arbetar med angränsande områden inom riskkapital och entreprenörskap. Detta ledde till bekräftelse av studiens relevans samt att den är intressant men också svår genomförd. Detta var en bild som stämde bra överens med vår egen efter att inledande ha funderat kring hur vår problemställning skulle bemötas. Framförallt fanns det i ett tidigt stadium i studien ett stort problem i hur vi skulle använda oss av tidigare fastställda teoretiska ramar för analys. Den enda från början fastställda ram som fanns, var den kring produkt lansering av högteknologiska produkter. Denna teori har varit grundläggande för att få en inblick i de svårigheter som finns i produkt lanseringen. Från början fanns ytterligare en uppsjö av tänkbara ramar för att angripa problemet i studien. Många av dessa kunde snabbt avfärdas i samband med inledande intervjuer av riskkapitalister. De som inte direkt kunde avfärdas kunde sorteras in under värderingsteori samt Isakssons (1997) faktorer som påverkar exit. Denna ram lägger en grund till problematiken som belyses i studien, men belyser inte kopplingen mellan produkt lansering och trade sale på ett tillfredställande sätt. Insikten om detta ledde fram till en vidareutveckling av problemformuleringen i kapitel 2, genom formulering av ytterligare en frågeställning.

Beslutsteorin var med från början i studien som ett stöd för att förstå beslutsproblematik i allmänhet. När djupintervjuerna i samband med empiriinsamlingen genomfördes sågs även behovet av beslutsteorier för att kunna göra en komplett analys av empirin (Figur 5). Att försöka avgöra om trade sale ska göras före eller efter produktlansering gav ingen tillfredsställande bild av verkligheten. Att kartlägga och diskutera faktorer som talar för eller mot produktlansering innan trade sale och utifrån detta ge en normativ beskrivning, kunde de tidigare fastställda ramarna bidra med. För att mer deskriptivt kunna diskutera hur nämnda faktorer i praktiken påverkade venture capital-bolaget beslut om produktlansering eller ej, fanns även ett behov av att ta in beslutsteori som verktyg för analysen.



Figur 4, Den abduktiva arbetsprocessen.



Figur 5, Användande av teoretiska ramar som analysverktyg.

5.2 Studien

Insamlandet av empiri har genomgående utformats med problemet, arbetsprocessen och önskan om slutsatser som utgångspunkt. Anledningen till detta är att de bygger ett verktyg som ska nyttjas i ett sammanhang och inte är en fristående del med oberoende egenskaper. Denna utgångspunkt framhäver Flick

(1999) som grundläggande för en bra undersökning. Metodvalet i den empiriska studien är alltså avsett för att passa problemet att belysa ett utforskat område. Metoden ska därmed vara så lös och flexibel som möjligt för att ge en så djup och stor intern giltighet som möjligt. Flexibiliteten är något som går hand i hand med den abduktiva arbetsprocessen. Slutligen har önskan att kunna dra slutsatser utifrån venture capital-bolagets perspektiv varit en viktig faktor i utformningen.

Det första valet har varit att genomföra en *kvalitativ studie*. Då det önskade målet med slutsatserna har varit att kunna dra dem utifrån venture capital-bolagets perspektiv var det kvalitativa valet givet. Enligt Kalve (1997) lämpar sig den kvalitativa metoden för just detta. Metoden ger utrymme för att undersöka detaljer och nyanser i ett speciellt sammanhang som inte lika enkelt låter sig studeras med kvantitativa metoder. Den kvalitativa metoden gör det möjligt att undvika begränsningar som finns i analytiska kategorier (Patton, 2002). Det kvalitativa valet öppnar upp för bra möjligheter till flexibilitet, vilket har eftersträvat genom hela metodvalet. Detta är speciellt viktigt då ämnesområdet sedan tidigare inte är väl utforskat (Bryman, 2002; Jacobsen, 2002).

Rent praktiskt är studien utförd genom upprepade intervjuer med tre venture capital-bolag, där två historiska exit-tillfällen har studerats per bolag. I varje riskkapitalbolag är det den verkställande direktören som har intervjuats (se Bilaga 1). Detta val är gjort då det är dessa personer som haft ansvaret för de beslut som tagits i relationen mellan produktansättning och exit i portföljbolagen.

Den övergripande intervjumetodiken har varit att genomföra upprepade och öppna ostrukturerade intervjuer. Med *öppen intervju* menas här att respondenten inte haft några givna svarsalternativ. *Upprepade intervjuer* har valts för att den abduktiva arbetsprocessen har krävt så, då det från början inte var helt klart vilka teorier som skulle behövas som verktyg vid analysen. Inledande intervjuer har medfört att det funnits en möjlighet att öka kunskapen inom olika teoribildningar inför djupintervjuerna. De upprepade intervjuerna bidrar även till en flexibel dialog med utrymme för att ändra riktningen på undersökningen, något som även är lämpligt i kombination med en öppen struktur (Patton 2002). Valet att ha en *ostrukturerad form* på intervjuerna minskar också risken för styrning av intervjuobjekten och ger därmed en ökad grad av djup och intern giltighet (Holme & Solvang, 1997).

Den öppna intervjun passar bra för att inte begränsa sig i förväg vid en explorativ undersökning. Den låter intervjuobjektet använda sina egna ord, ger utrymme för det oförutsedda och styr inte in på förutbestämda områden (Kalve 1997; Bryman 2002). Upprepade och öppna intervjuer används också med fördel för att nå ett större djup och en bra intern giltighet (Jacobsen, 2002). En nackdel med en öppen intervju är att tolkningen av informationen kan bli svårare då den inte är kategoriserad i förväg. Jämförelse mellan olika öppna ostrukturerade intervjuer kan även bli svårare då samma frågor inte alltid ställs vid de olika intervjutillfällena (Bryman, 2002; Jacobsen, 2002). Något som kan motverka

dessa nackdelar är att spela in intervjuerna för att underlätta analysen (Bryman, 2002; Patton, 2002), vilket har gjorts vid samtliga intervjuer i denna studie.

Den öppna intervjun behöver traditionellt sett inte följa någon standardteknik, men det finns en del val som måste göras (Kalve 1997), val såsom hur många intervjuer som ska genomföras, var de ska genomföras osv. Valet av antalet intervjuer som genomförts har grundats på en avvägning mellan generaliserbarhet och möjlighet att på ett korrekt sätt tolka insamlad information (Kalve 1997). Då strävan efter intern giltighet från början varit större än strävan efter extern giltighet föll valet på att inte göra intervjuer med fler än tre venture capital-bolag och studera sex portfölj företag. Djupet har alltså premierats före generaliserbarheten vilket är ett av de övergripande önskemålen i undersökningen. Att det inte blev färre än tre riskkapitalister och sex portföljbolag som studerats grundar sig i att det allmänt finns ett generaliseringsproblem inom det studerade området (Isaksson 1997). Det finns en risk att enstaka fall kan innehålla förutsättningar som är väldigt speciella och därför blir omöjliga att dra några slutsatser utifrån. Att studera det valda antalet bolag ger en möjlighet att identifiera eventuella extrema avvikelser som inte kan användas i ett resonemang.

De inledande intervjuerna genomfördes över telefon. De var helt öppna, där problemet diskuterades i generella termer. Anledningen till detta val var framförallt praktiskt då intervjuobjekten var spridda över hela landet. Detta icke-metodologiskt grundade beslut innebär en del konsekvenser. Den personliga kontakten blir lidande, icke-verbala signaler blir mer svårtolkade och ett förtroende är svårare att bygga upp mellan parterna i intervjun (Jacobsen, 2002). Satt i den abduktiva arbetsprocessen skulle detta kunna innebära att den inledande riktningen som togs inte blev fullt så bra som den kunde ha blivit om dessa intervjuer istället genomförts genom ett fysiskt möte.

De följande djupintervjuerna där specifika portföljbolag var huvudfokus genomfördes genom att författarna träffade representanterna för venture capital-bolagen. Syftet med att binda upp intervjun kring specifika portföljbolag var att styra mot att det var verkligheten och ett faktiskt agerande som beskrevs i intervjuerna snarare än venture capital-bolagens allmänna uppfattning. På sått sätt kan en viss grad av reliabilitet säkerställas. Valet att träffas gjordes för att även kunna tolka reaktioner och gester och på sått sätt kunna styra intervjun utifrån spår som verkar intressanta (Jacobsen, 1993). Denna typ av icke-verbala signaler har dock inte legat som grund för analysen av studien. Under intervjuerna användes en intervjuguide (se Bilaga 2) med en huvudstruktur utifrån vilken intervjuerna inleddes och därefter ett antal öppna frågor utan förbestämd ordningsföljd för att minimera begränsningarna. Nyttjandet av denna typ av intervjuguide ger viss systematik för jämförande mellan intervjuer samtidigt som utrymme finns för individuella perspektiv. Den fungerade som ett ramverk och på sått sätt kunde även frågor formas och djup väljas under intervjuns gång enligt rekommendationer ur Patton (2002).

5.3 Definitioner och avgränsningar

De svårigheter med vårt problem som ligger i mängden av faktorer som spelar in och att området för vår undersökning tidigare är utforskat, har gjort vårt val av avgränsningar och definitioner till en viktig del i arbetsprocessen. En del avgränsningar har vi kunnat sätta från början men många av dem har vi upptäckt och kunnat göra först en bit in i vår studie. Detta beror åter igen på att tidigare forskning inte varit omfattande nog för att ge grund för en klar avgränsning från början.

5.3.1 Högteknologi

Det finns flera faktorer som gör att den högteknologiska produkten skiljer sig ifrån andra produkter. Vad som exakt menas med en högteknologisk produkt och hur den skiljer sig från andra produkter har ingen entydig definition. Moriarty & Kosnik (1989) har utgått från flera definitioner och lyft fram två dimensioner som skiljer högteknologiska produkter från lågteknologiska. Detta är en modell som passar väl in på vad som menas med högteknologiska produkter i denna undersökning. De två dimensionerna är marknadsosäkerhet och osäkerhet i teknologin, vilka förklaras ytterligare i kapitel 6 nedan.

Teknologisk osäkerhet	Hög	Better mousetrap	High-Tech
	Låg	Low-Tech	High-Fashion
		Låg	Hög
		Osäkerhet i marknad	

Figur 6, Skillnaden mellan hög- och lågteknologiska produkter (Moriarty & Kosnik, 1989)

Exempel på produkter som skulle falla i de olika kategorierna är följande. *Low-tech*: vanliga konsumentprodukter. *High-fashion*: T.ex. modekläder eller specialdesignade möbler. *Better mousetrap*: Produkter som löser ett svårt länge olöst problem, ett exempel på en sådan skulle vara ett botemedel mot cancer. *High-tech*: T.ex. trådlös kommunikation eller en medicinsk-teknisk behandling som tros vara bättre än tidigare metoder.

5.3.2 Produktlansering

En definition vi upptäckte ett behov av att klargöra en bit in i vår studie var vad vi menar med produktlansering. När slutar egentligen produktlanseringen? Eller, när är produkten ute på marknaden? Vi har i teorin inte lyckats hitta någon tillfredställande definition för när en produktlansering anses vara slut. Kotler (1999) presenterar en som säger att lanseringsfasen är över när kostnaderna för den initiala marknadsföringen börjar avta och produkten genererar positivt kassaflöde. Huruvida denna definition passar vår studie är tveksamt. Ett synsätt som passar bättre i denna studie är att produktlanseringen är klar när en slutkund har *full tillgång* till produkten och det går att avläsa *marknadens acceptans* av produkten. Denna definition har varit viktig av två skäl. Det första var för att specifika portföljbolag skulle kunna väljas för studien med egenskapen att produktlansering var genomförd före respektive efter exit. Den andra nyttan denna definition har medfört, är att ge en uppfattning om när en produktlansering kan bedömas som lyckad eller misslyckad. Utan en klar bild av detta skulle ett resonemang kring empirin i analysen bli svårt att genomföra.

5.3.3 Fokus på venture capital-bolaget

Venture capital-bolaget är bara en part i processen kring produktlansering och exit. Portfölj företaget och köparen är vid trade sale de två andra parterna som är direkt inblandade. Det finns två anledningar till att portfölj företaget inte studerats direkt utan bara indirekt via venture capital-bolagen. För det första är det venture capital-bolaget och inte portfölj företaget som beslutar om exitförfarandet. För det andra tror vi att vårt val av mycket operationellt aktiva venture capital-bolag gör att de på ett bra sätt kan beskriva situationen i portfölj företagen. Att köparen av portföljbolagen inte studerats beror på att studien fokuserar på venture capital-bolagets beslut om att göra exit före eller efter produktlansering. Vi har alltså inte som syfte att studera hur venture capital-bolag borde göra givet hur köparen vill ha det, utan hur de agerar givet den information de själva har. Därmed inte sagt att köparens roll inte är viktig. Förmodligen finns det mycket att lära av köparen och dess beslutsgrunder för att fullt ut förstå effekterna av riskkapitalistens agerande i portfölj företagen. I denna studie har vi alltså hållit oss till det som venture capital-bolaget fått veta angående vad som var viktigt för köparen. Kunskap som inte alltid behöver stämma med köparens faktiska önskemål då venture capital-bolag inte har full tillgång till korrekt information, utan främst får information genom hur de uppfattar förhandlingssituationen.

5.3.4 Avkastningsmått

Den sista viktiga avgränsningen som gjorts är valet att inte studera hur venture capital-bolagets avkastning på investerat kapital (ROI) har skiljt sig mellan de företag där produktlansering har genomförts och de där det inte har genomförts före exit. Det ska dock nämnas att målet för venture capital-bolaget är att maximera sin ROI. Anledningarna till att vi ändå gjort denna avgränsning är flera och resulterar alla i att måttet ROI är svårt att använda för denna studie. För det första har de produkter som finns i de undersökta portföljbolagen varit olika, det har rått olika marknadsförutsättningar. En jämförelse med hjälp av ROI

skulle behöva likartade förutsättningar mellan fallen för att visa något, vilket medför en stor problematik då marknadsförutsättningar är extremt svåruppskattade för nya produkter (Beard & Easingwood, 1996; Moriarty & Kosnik, 1989). För det andra är venture capital-bolagens ROI baserad på hela investeringsperioden. Det skulle vara mycket svårt att avgränsa den ROI som skapas i och med produktlansering. Även med likartade marknadsförutsättningar skulle det alltså existera en stark bias från kostnaden för det värdeskapande som föregått produktlanseringen, eftersom detta inte skulle kunna isoleras i slutgiltiga priset vid exit. Slutligen återspeglar inte ROI den långsiktighet som de studerade venture capital-bolagen pekar på måste styra ägande och exit. Ett starkt varumärke och en exit där både köparen och säljaren blir nöjd ger i förlängningen en bättre avkastning, men kan i det enskilda fallet medföra lägre ROI.

5.4 Fallföretag

De portföljföretag som vi studerat har valts på flera grunder för att passa vår undersökning så bra som möjligt. Bolagen ska ha som vana att investera långt innan en eventuell produktlansering. Detta innebär att venture capital-bolagen i studien investerar i sådd- och start-up-faserna. Nästa kriterium är att de ska vara aktiva i investeringarna och ha en betydande roll i de beslut som tas i portföljföretaget. Anledningen till att mer finansiellt inriktade bolag valdes bort till förmån för de operationellt aktiva är direkt kopplat till vårt problem. Vi tror att graden av engagemang speglar graden av medvetenhet i detaljerna som berör studiens problem. Finansiellt inriktade bolag ser mer till nyckeltal och tillväxt i sina bedömningar och arbetar inte med portföljföretagens operationella problem på samma sätt. De venture capital-bolag som ingår i studien tillhör även ett segment som gör små investeringar i relation till övriga riskkapitalbranschen. Detta är inget aktivt val som gjorts från vår sida utan snarare en konsekvens av att undersökningen är inriktad på sådd och start-up, där kapitalbehovet inte är lika stort som i senare faser. Bolagen har också uttryckt ett önskemål om anonymitet då många av de uppgifter som behandlas är företagsinterna uppgifter, vilka inte får kunna identifieras såsom tillhörandes det aktuella bolaget. Bolagen har därför benämnts Alfa, Beta och Gamma. Grundläggande fakta för respektive företag återfinns i Figur 8 nedan.

	Small deals < 50 MSEK	Medium deals < 100 MSEK	Big deals > 100 MSEK
Finansiellt inriktade		Nordic Capital Industri kapital m.fl.	JP Morgan Morgan Stanley m.fl.
Operationellt inriktade	Område för studien	Corporate venture capital, företagsinterna projekt	

Figur 7, Indelning av riskkapitalbolag. (Modell framtagen av Beta.)

	ALFA	BETA	GAMMA
Antal år i branschen	15 år	10 år	25 år
Arbetsätt	Arbetar aktivt i portföljbolagen och gör normalt exit efter 3-5 år	Arbetar aktivt i portföljbolagen och gör normalt exit efter 3-5 år	Arbetar aktivt i portföljbolagen och gör normalt exit efter 3-5 år
Typ av investeringar	Normalt i sådd-fasen av högteknologibolag	Normalt i sådd-fasen av högteknologibolag	Normalt i sådd-fasen av högteknologibolag
Förvaltad kapital	150 MSEK	225 MSEK	180 MSEK
Totalt antal investeringar	50 st	20 st	75 st
Procent där produkt lansering skett före exit	ca 70%	ca 70%	ca 80%

Figur 8, De studerade venture capital-bolagen

De specifika portföljföretagen har valts så att hälften av fallen exit ha genomförts innan produkt lansering och tvärtom i de tre resterande. Företagen har valts i samråd mellan författarna och intervjuobjekten utifrån tillgång på information om de aktuella företagen samt uppfyllande av produkt lanseringskriteriet ovan. De har alla en högteknologisk produkt med hela världen som potentiell marknad. Anledningen till detta val är att det har betydelse för produkt lanseringsproblematiken. I den första empiri vi samlade in framgick det att problemet såg annorlunda ut för internationella och lokala marknader. Valet att göra mot enbart

en internationell scen, grundar sig på att vi där såg de största problemen. Problemen verkade vara större i och med att en stor marknadsorganisation är svårare att bygga. Det är också mer pengar inblandade för venture capital-bolagen och därmed en större risk, men även en större vinstpotential.

5.5 Bearbetning av empiri

För att få fram välgrundade resultat ur den empiri som inhämtats vid orienterings- och djupintervjuerna, krävdes en systematisk ansats för såväl empiripresentation som analys (Holme & Solvang, 1997; Strauss & Corbin, 1990). Betydelsen av en väl genomförd empiribearbetning kan knappast överskattas vid kvalitativa intervjuer likt de som genomförts i detta fall. Då all bearbetning och organisering av det insamlade materialet sker först efter att intervjuerna avslutats, kan organisering och presentation utan en strukturerad arbetsmodell lätt ett evighetsarbete (Holme & Solvang, 1997). Samtidigt kan ändå viktiga delar av empirin bara bli liggande utan att användas.

Utifrån Pattons (2002) modell för case-bearbetning och Strauss & Corbins (1990) resonemang kring kodning har vi utvecklat följande bearbetningsstruktur för att komma fram till *empiripresentationen*. Rådata in i strukturen är all insamlad empiri.

STEG	BESKRIVNING
Uppdelning	Sortering av rådata utifrån tillhörighet; något av de sex fallföretagen eller allmänt resonemang kring exit, produktansering osv.
Kategorisering	Kategorisering av samtliga uttalanden och påståenden inom varje tillhörighet.
Organisering	Sorteringen av uttalanden och påståenden utifrån teman och centrala fenomen.
Presentation	Empiripresentation i berättande form baserat på all insamlad empiri utifrån respektive tema/fenomen och fallstudie.
	Gemensam struktur för presentation av fallrelaterad empiri:
	Kontext → Vad hände (exit före eller efter produktansering) → Varför hände det → Följder av det inträffade → Kunde exit gjorts annorlunda (efter/före) → Följder i detta fall → Övriga uttalanden rörande fallet

5.6 Källkritik

För att diskutera svagheter i studiens metod måste först begreppen validitet och reliabilitet och dess innebörd definieras såsom författarna ser det utifrån denna studie. En allmänt vedertagen översättning är giltighet och tillförlitlighet. Det som läggs bakom dessa begrepp är förmågan att studera det man tror sig studera respektive om de metoder som används ger fel även när de mäter rätt saker.

De problem med validitet och reliabilitet som har uppstått i denna studie grundar sig i synen på vad som är sanning när analysen har gjorts. Vi har utgått från *koherensteorin om sanning*, vilket innebär att om två sanna påståenden kan kombineras till ett nytt påstående så är även det sanning (Kalve 1989). Vi har förutsatt att den teori vi förhållit oss till och att den empiri vi samlat in är sann och på detta byggt analysen. Att all teori och empiri är sann är dock inte självklart. Om så inte är fallet skulle slutsatserna som tas i studien inte heller vara sanning enligt ovanstående definition. Detta är en brist i studien. Till vilken grad detta påverkat de slutgiltiga resultaten är svårt för oss att bedöma. Användandet av ett stort antal olika teoretiska källor, kan dock ge en viss trygghet rörande korrekthet vår teoretiska referensram.

5.6.1 Empiri

I denna studie har det önskade resultatet av metoden varit att lyckas undersöka vad som är problematiskt för venture capital-bolag i beslutet att göra exit före eller efter produktanslag. Att det är venture capital-bolagen som varit objekt för undersökningen ger inte automatiskt att det som trots undersökas verkligen har undersökts. Den grundläggande problematiken kring detta har sin grund i att det är människor med subjektiv uppfattning som har använt sig av språk för att förmedla sin kunskap. För vad är egentligen sanningen för venture capital-bolagen kring det vi undersökt? Ett fenomen kan enligt Patton (2002) tolkas och beskrivas på tre sätt. I det första fallet uttrycker den undersökte sig utifrån hur han eller hon ser på problemet. I det andra fallet uttrycks en åsikt om hur det faktiskt är, ett försök att beskriva en generell sanning om ett fenomen. Till sist kan den undersökte utgå från inställningen att inget är något förrän den undersökte har definierat det. Den sistnämnda kategorin är mindre trolig i vårt fall, men skillnaden i de två första måste beaktas. Detta kan vara en faktor, om än abstrakt, som påverkar validiteten negativt. Skillnaden skulle kunna innebära att venture capital-bolagen inte har beskrivit hur de såg på problemet och vad de agerade utifrån med produktanslag, utan snarare hur de tror att det borde vara.

Ytterligare ett problem med studiens utformning är att talet som kommunikationsform kan innehålla en felkälla och därigenom påverka tillförlitligheten negativt. Enligt Kalve (1989) kan den som talar misslyckas med att uttrycka sig på ett sådant sätt att lyssnaren får samma bild av vad som menas. I vårt fall kanske detta problem inte berör enskilda ord eller meningar som

misstolkas utan snarare ett helt område. Det kan föreligga en risk att en diskussion kring t.ex. varumärke har uppfattats som central av lyssnaren, medan den som talar bara gled in på området utan att det för den saken är det viktigaste enligt talaren.

Ett tredje problem med denna studie som också kan resultera i att både tillförlitligheten och giltigheten påverkats negativt är tidsfaktorn. De specifika fall som studerats har inte studerats i realtid. Det innebär att riskkapitalisterna har haft tid att i efterhand fundera över hur det gick till. Deras slutsatser stämmer nödvändigtvis inte överens med vad som utifrån ett mer objektivt perspektiv faktiskt hände. Vidare på samma linje ligger Nygaard & Bengtssons (2002) idé om att beslutsprocesser ofta "efterrationaliseras" för att inte ifrågasättas av andra. Det som i en beslutssituation ligger till grund för beslutet kanske inte är de faktorer som efteråt framstår som det rationella och då presenteras. Detta skulle kunna ha påverkat denna studie.

5.6.2 Teori

Det första som kan påverka graden av sanning i den teori som är presenterad är att vi inte tolkat teorin på ett korrekt sätt. Vi har valt att använda teorier i ett sammanhang som skiljer sig från det sammanhang som teorierna togs fram. Till exempel gäller kanske inte produktlanseringsteorin exakt såsom tolkad då det är venture capital-bolag som står bakom det lanserande portföljföretaget. Då majoriteten av teorierna är framtagna med icke-svenska företag som grund, kan även relevansen vid applicering på Svenska företag ifrågasättas. Ytterligare en risk är att vi kan ha missat vad som enligt mer insatta personer är den dominerande teorin. Åter igen kan dock ett stort antal olika och fristående källor minska risken för felbedömningar av denna sort.

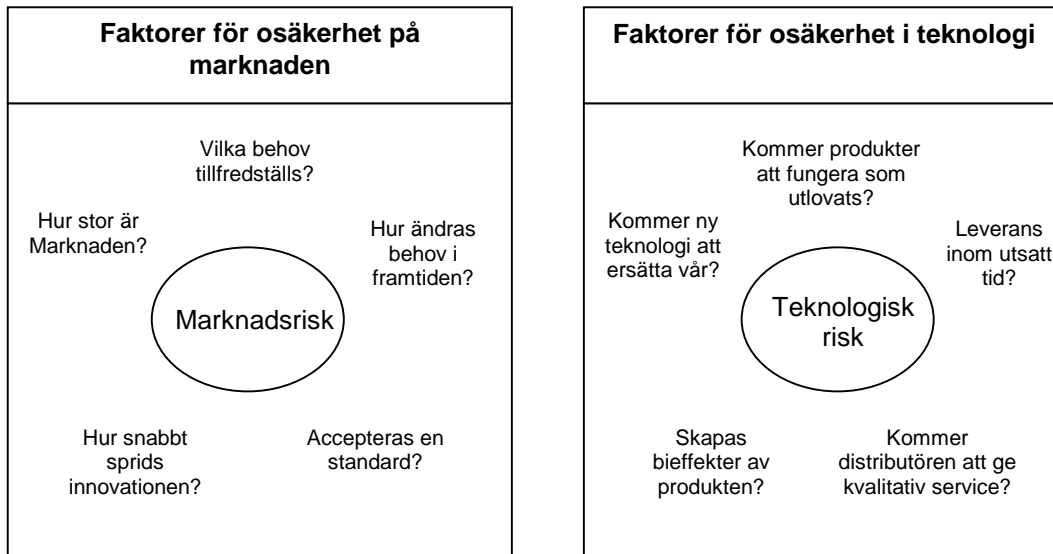
6 Produktlansering

Detta kapitel behandlar vad som är specifikt för produktlansering av högteknologiska produkter. Inledningsvis presenteras de problem som gör produktlanseringen osäker för att därefter följas av hur olika faktorer utifrån teorin kan påverka utgången av en produktlansering.

6.1 Osäkerhet

Företag med nya högteknologiska produkter etablerar sig ofta i branscher som är dynamiska och mycket osäkra (Beard & Easingwood, 1996; Moriarty & Kosnik, 1989). Inte helt olikt mer traditionella branscher med en stabil omvärld, så har deras framgång sitt ursprung i hur väl deras resurser och kompetenser passar med de krav omgivningen har (Andrews, 1978). Vad som skiljer högteknologiska branscher från mer traditionella är att de periodvis karaktäriseras av stor instabilitet som övergår i stabilare förhållanden för att senare återigen återgå till instabilitet. Detta gör att företag har mycket svårt att skapa långsiktiga konkurrensfördelar (Malm & Eneroth, 1996). När omgivningen i branschen förändras så ändras även de rådande framgångsfaktorerna och det blir svårt för företag att hänga med. Detta tillsammans med andra möjliga faktorer såsom bristfälliga distributionsmöjligheter, otillräckliga resurser för att kunna fortsätta växa och svårbedömd marknadstillväxt gör marknaden speciellt riskfylld för en ny aktör (Aaker & Day, 1986). Ytterligare en faktor som gör det extra svårt att ta sig in i en bransch med en ny produkt är att ju ”nyare” en produkt är, desto starkare blir reaktionen från konkurrenter (Debruyne et al, 2002).

För att strukturera denna osäkerhet har Moriarty & Kosnik (1989) tagit fram en modell som gäller högteknologiska produkter (se Figur 10). Den första delen i modellen är marknadsosäkerheten, eller de tvetydigheter rörande både typ och omfattning av kundens behov som finns. Den andra är den teknologiska osäkerheten, vilket innebär att det inte är klart huruvida en levererad teknologi faktiskt lyckas att uppfylla ett uttalat behov hos kunden. Högteknologiska produkter har alltså per definition en stor osäkerhet och risk när det bemöter marknaden.

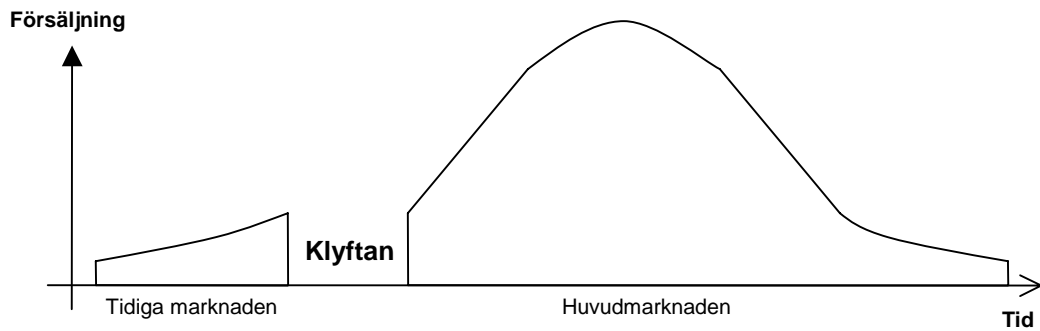


Figur 10, Osäkerheter för högteknologiska produkter, (Moriarty & Kosnik, 1989)

Det finns ett stort antal teorier om hur osäkerheter ska bemötas vid en produktlansering av högteknologi. Några av dessa presenteras i följande stycken.

6.2 Faktorer i lanseringen

Problematiken rörande högteknologiska produkters första steg in på en marknad och bemötandet av den osäkerhet som finns där, är något som har studerats av Moore (1999). Moore inför i sin diskussion en "klyfta" i produktlivscykeln (se Figur 11) i det stadium då en högteknologisk produkt ska ut på en bredare marknad. Moore menar att även om en innovativ produkt tas väl emot av den tidiga marknaden, entusiaster och opinionsbildare så faller produkten ofta ner i klyftan då den bredare marknaden inte tar emot den som förväntat. Detta förstör enligt Moore många produkter då ledningar som väntar sig en klassisk utveckling efter produktlivscykeln börjar försöka åtgärda felet med enda resultat att de destabiliserar hela företaget. Det finns alltså även en risk som är intern, hur ledningen förmår att hantera situationen, utöver den som finns i marknad och teknologi.



Figur 11, Moores produktlivscykel (Moore, 1999)

Hur en produktansering av en högteknologisk produkt ska genomföras, hur ”klyftan” ska passeras, har ingen självklar lösning. Att en antagen strategi för produktanseringen ska lyckas är osäkert. Risken är alltså svår att hantera. Detta speglas även i de teoribildningar som finns på området på det vis att de motsäger varandra. I huvudsak är det två faktorer som diskuteras som avgörande i en högteknologisk produktansering; varumärke och storleken på producenten, vilket diskuteras i kommande två stycken.

6.3 Varumärke

Det traditionella synsättet där ett starkt varumärke kommer som en följd av att en produkt har fått acceptans hos kunder efter produktansering passar inte alltid in på högteknologiska produkter. För att lyckas med produktanseringen av en högteknologisk produkt ska varumärket byggas innan produkten når en större kundkrets. Detta görs genom att produkten säljs in till inflytelserika intressenter som experter på området, både praktiker och akademiker, men även till journalister, (Beard & Easingwood, 1996; Zajac & Crowley, 1995). Moore (1999) delar inte denna syn på var intresset för en ny högteknologisk produkt ska skapas utan menar att fokus ska ligga på slutkonsumenten och inte det ”teknologiska samhället”. Fokus ska senare skiftas till den infrastruktur som levererar produkten till slutkund. Att så stora volymer som möjligt pressas ut på marknaden blir det primära och segmentering och differentiering får en sekundär roll. Hur varumärket ska byggas finns det alltså olika meningar om.

Hur lång tid det tar att bygga ett varumärke för högteknologiska produkter är inte fastställt. Oakley (1997) har ett annat förhållningssätt till produktansering av högteknologi. Oakley menar att det är snabbhet och bredd i lanseringen som är det avgörande för om en högteknologisk produkt kommer ta en stark position på marknaden. Detta kan betyda att det inte finns tid för att bygga ett starkt varumärke. På samma sätt som det finns meningsskiljaktigheter kring ”bygga varumärke eller lansera snabbt?”, är även strategin att lansera en produkt på bred front ifrågasatt. Shepherd (1998) håller med Oakley men menar även att en smal och fokuserad produktansering kan vara en lyckad strategi, speciellt på

marknader med hård konkurrens. Shepherd menar att en fokuserad produktlansering lättare kan eliminera konkurrens, medan en bred syftar till att sprida riskerna över flera marknadssegment.

Vad är det då som ligger till bakom ett bra varumärke? Enligt Aaker (1996) är den viktigaste faktorn för varumärkesbyggande kvalitén på produkten. Men ett varumärke innehåller mycket mer än så, till exempel spelar källan och dess rykte en stor roll i produktens varumärke (Kotler et al., 1999). När en högteknologisk produkt positionerar sig på marknaden anses dess varumärke viktigt. Enligt Kunde (1997) spelar marknadspositionering och varumärket större roll för hur en produkt accepteras av kunden än vad själva produkten gör. Kunde friställer alltså varumärke från specifika produkttegenskaper till skillnad från Aaker (1996) som vidhåller kopplingen till kvalitet. Kapferer (1996) menar i samstämmighet med Kunde att ett varumärke, kan ersätta kvalitet i produkten. Kapferer säger också att den omvända relationen gäller - att kvalitet kan ersätta varumärke. Enligt Kapferer är det kundens intryck som är det viktiga, ett löfte av vad som levereras. Om inte kvalitén kan göra det kan ett starkt varumärke fungera lika bra för att minska kundens osäkerhet kring produkten och på så sätt underlätta att produkten köps.

Att minska osäkerhet kring en produkt är samma sak som att öka kunskapsnivån om den. Den kunskapsnivå som en kund behöver för att byta ut gamla produkter mot nya är beroende av produkttyp. Om kostnaden för en produkt bara står för en liten del av kundens inkomst är beslutet att köpa den mindre viktigt. Samma sak gäller om produkten har en kort livslängd. Desto viktigare kunden upplever sitt beslut om en produkt, desto mindre är sannolikheten att den köps då det upplevs som osäkert (Shepherd, 1998). Högteknologiska produkter faller inte naturligt in i någon av dessa kategorier utan det kan variera då det är köparens subjektiva syn på produkten som avgör hur stor osäkerheten är. Vad som kan sägas allmänt är dock att för genomförandet av en lyckad lansering av en ny produkt måste marknaden utbildas, fördelarna med produkten måste framställas som större än riskerna (Slater, 1993).

Försäljning underlättas alltså av ett starkt varumärke då kundens kunskap om en ny produkt och dess fördelar inte alltid är stor. Desto mindre kunskap kunden har om produkten desto mindre är sannolikheten att kunden kommer att byta ut gamla produkter mot den nya. Dessa problem med osäkerhet hos kunden är ännu större när det gäller nya produktkoncept. Här saknar kunden ofta en referensram för att förstå hur dess behov kan bli uppfyllda och osäkerheten i att köpa produkten upplevs som ännu större (Slater, 1993; Moriarty & Kosnik, 1989).

6.4 Storleken på företaget

Tillgången på resurser i spelar stor roll för hur en produktlansering faller ut. Att företaget som står bakom produktlanseringen har de resurser som krävs för att tillgodose kundens behov är centralt (Anderson & Day, 1997; Beard &

Easingwood, 1996; Gatignon et al. 1990). Exempel på sådana resurser kan vara rykte, förmåga att undersöka marknaden (Gatignon et al, 1990) och möjlighet att tillhandahålla en god distribution eller produktservice (Anderson & Day, 1997). Ett större företag har även bättre tillgänglighet till resurser såsom finansiella resurser, personal samt intellektuellt kapital såsom rykte och varumärken, än små nystartade företag och kan därför lättare genomföra en lyckad produktlansering (Shepherd, 1998). Det finns även andra interna faktorer som underlättar arbetet med nya produkter i större företag (Shepherd, 1998). För ett större företag som har flera projekt på gång verkar risken med ett enskilt projekt mycket mindre än vad den gör för samma projekt i ett företag som står och faller med projektet. I ett större företag finns inte rädslan för "utrotning" kopplad till ett projekt, vilket gör att det där finns utrymme för mer riskfyllda projekt än i små företag. Den enda dåliga sidan som presenteras med större företag är en mycket stelare organisation med begränsad reaktionsförmåga (Hannan & Freeman, 1984), vilket kan missgynna en ny produkt. Day (1997) hävdar å andra sidan att när företag blir utsatta för en konkurrerande omvärld måste processfokus skapas i företaget då det växer på sin marknad för att det ska överleva. Det innovativa och flexibla har här inte lika stor betydelse för överlevnad som i tidigare stadier. Det Moore (1999) säger om storleken på företaget bakom lanseringen är att den ska relateras till omgivningen. Hur liten man kan vara beror på storleken på ens konkurrenter, att man inte ska ge sig in i ett segment där konkurrenterna är avsevärt mycket större. Är konkurrenterna inte större gör det dock inget om lanserande företaget är litet.

Det är möjligt för små nya företag att bemöta problematiken med att vara för små för att kunna vara konkurrenskraftiga inom sin bransch. Vad små företag ofta väljer att göra är att bilda strategiska allianser eller partnerskap. Det har under det sista årtiondet blivit mycket vanligt att små högteknologiska företag går samman i partnersamarbete och genom synergieffekter uppnår många av fördelarna med att vara lite större (Moore, 1999). För att lösa de problem som uppstår för små företag i högteknologiska branscher så är en bra strategi att ingå ett samarbete med multinationella företag ett sätt (Karagozoglu & Lindell, (1998), qtd. in Gullström et al.). Specifikt kan denna typ av samarbete skapas för att komma åt den andra partens marknad genom att nyttja dess organisation (Doz & Hammel, 1998 qtd. in Gullström et. al.). Detta är något som skulle kunna vara lämpligt just vid en krävande produktlansering. Formerna för denna typ av samarbete är många, t.ex. Joint ventures, licensiering eller utkontraktering. Grunden med dem alla är att man byter olika värden mellan parterna som betalning för nyttjande av varandras resurser, såsom kunskap, distribution eller varumärke. Det finns även en nackdel med att skaffa en samarbetspartner, när samarbetskontraktet går ut så kan samarbetet ha lett till att en konkurrent skapats (Kotler, 1999).

7 Värderingsteori

I detta kapitel presenteras värderingsteorier igenom. Först presenteras ett antal olika värderingsanalyser och metoder för noterade företag. Sist diskuteras köparens roll såsom en part i värderingsförfarandet.

Venture capital-bolagets vinst beror till stor del på vilken värdering som görs av portföljbolaget vid exit-ögonblicket. För att kunna diskutera i vilken utsträckning en produktansättning kan påverka värdet ett venture capital-bolag kan få ut för ett portföljbolag, är det viktigt att förstå hur värdering av företag traditionellt går till. Särskilt viktigt är det att förstå hur en värdering vid försäljning business-to-business fungerar och vilken roll säljaren och köparen spelar i själv värderingsförfarandet.

Att portföljbolaget inte är noterat på någon börs försvårar värderingen då det inte finns något referensvärde i form av ett börsvärde. Denna avsaknad av en marknad medför att det inte är teoretiskt möjligt att identifiera ett objektiskt värde av portföljbolaget. I stället blir det subjektiva uppskattningar som är avgörande för företagets värde (Nilsson et al., 2002). Det finns en stor osäkerhet i de variabler som används vid en företagsvärdering enligt traditionella värderingsmetoder. Den finansiella risken, vilket innebär osäkerheten i om investeraren kommer att få tillbaka sitt investerade kapital (Melin et al, 2002) uppkommer till viss del av värderingsproblematiken då värderingsprocessen är grunden till vilket pris företaget säljs för.

7.1 Olika Värderingsmetoder

Värderingen av privata aktiebolag genomförs i Sverige vanligtvis revisorer. En revisor behöver vid en trade sale-värdering inte ta hänsyn till makroekonomiska indikatorer såsom valutakurser och ränteutveckling vilket aktieanalytiker behöver vid en bedömning av ett publikt bolag. Självklart kommer dock värderingen av privata bolag att bero på industriella och lokala marknadsförhållanden. Risken är också större vid värdering av noterade bolag än noterade då detta inte är en lika likvid investering, investeringen kan inte säljas lika snabbt och enkelt (Nilsson et al., 2002).

Det mest grundläggande skolboksvärderingssättet presenteras av Lehtonen (2000) och innebär att företagets nuvärde är att summan av alla framtida kassaflöden med hänsyn taget till diskonteringsräntan.

Detta innebär självklara användningsproblem då det ofta är väldigt svårt att uppskatta framtida kassaflöden och diskonteringsräntan. del Sol (1999) menar

även att en stor osäkerhet med denna metod är att den inte tar hänsyn till konkurrensen på marknaden.

En värderingsmetod som används för onoterade företag och diskuteras av Paradi (2001) är att jämföra portföljföretaget med liknande noterade företag och värdera portföljbolaget utifrån dessa. En faktor man då brukar titta på är hur mycket företaget tjänar per aktie. Denna metod har också sina svagheter då börsvärden är beroende av marknadssituationen och specifika karakteristika hos de börsnoterade företag man jämför portföljföretaget med (Lehtonen, 2000). Dessutom är äganderollen och ledningsrollen enligt Nilsson et al. (2002) oftare närmare knuten, de kan till och med vara samma person, i ett privatföretag. Detta gör att i ett privat bolag är ofta det stora målet att minimera företagets beskattningsbara vinst. Medan i ett publikt bolag är vinsten ofta måttet som används för värdeskapande. Därför kan en jämförelse baserad på vinsten vara missvisande.

Ett tredje värderingssätt är att enbart använda sig av det bokförda värdet på företaget. Detta ger ofta en väldigt missvisande bild då många utvecklingsföretag har ett litet bokfört värde. Därför används denna värderingsform för denna typ av företag nästan enbart vid likvidation (Lehtonen, 2000).

Melin & Kuikka (2002) identifierar ytterligare en värderingsmetod som de kallar för förnuftsvärdering, vilken bygger på värderarens erfarenheter, kunskaper och intuition. Denna värderingsmetods tillförlitlighet är mycket beroende på värderarens personliga egenskaper. Förnuftsvärderingsmetoden har svagheter att det är omöjligt att sia om framtiden. Melin & Kuikka menar dock att investerarens intuitiva bedömning torde vara den värdering som väger tyngst i beslutsprocessen. Enligt Campbell (2001) leder denna typ av oteoretiska ”tumregelsvärderingar” ofta till stora värderingsfel. Campbell menar att denna typ av värdering ofta leder till för högt värderade företag och därför är bra för säljaren men dåligt för köparen.

Värderingsproblematiken är dock mer komplicerad än ovan beskrivet. Detta grundar sig först och främst på att olika personer värderar olika tillgångar olika mycket. Till exempel kan ett förlusttyngt företag ha ett visst värde för en köpare som vill utnyttja förlustavdragen och ett annat värde för en köpare som vill komma åt en speciell kompetens inom företaget (Nilsson et al., 2002).

Därför existerar inget ”korrekt” värde för ett portföljföretag utan det finns bara subjektiva värderingar. Att värdering är ett oprecist område speglas väl i följande uttalande av Campbell (2001):

It should be a science but it appears more like an art.

Som beskrivits ovan påverkar köparens syfte vilket pris portföljbolaget kommer att säljas för. För att få en så klar bild som möjligt av värderingsproblematiken går därför köparens roll mer ingående igenom i följande stycke.

7.2 Köparens roll

Vid en trade sale är en av parterna det köpande företaget. För att få en klarare bild av hur det köpande företaget resonerar och tänker vid en trade sale behandlas här tänkbara motiv som det köpande företaget kan ha. Dessa motiv är avgörande ur värderingssynpunkt då köparens syfte styr vilket pris de är beredda att betala för portföljföretaget (Nilsson et al., 2002). Detta är viktigt då en produktansättning kan påverka priset vid försäljning av portföljbolaget olika beroende på vilket motiv köparen har.

Enligt Olve (1988) skall det köpande företags affärsstrategi avgöra vilka förvärv som eftersträvas. Affärsstrategin har ofta flera olika grenar och därför kan olika motiv för uppköp finnas.

Enligt Lehtonen (2000) kan ett förvärvsmotiv vara att öka det köpande företags konkurrensfördelar eller för att få tag i undervärderad kompetens/tillgångar eller också för att det köpande företaget vill komma in på nya marknader. Andra motiv kan vara att köparen har ett behov att rekonstruera sig för att möta upp mot kraven på en ständigt föränderlig bransch. Uppköpet kan även enligt Healy et al. (1992) leda till operativa synergieffekter då verksamheterna kan överlappa varandra, vilket leder till att operativa kostnader kan minskas från vad de båda enskilda företagen enskilt hade. Även finansiella synergieffekter kan uppnås enligt Sudarsanam et al. (1996) som pekar på att ägarna av det köpande företaget kan uppleva en värdeökning trots utgiften för köpet. Enligt Olve (1988) kan motivet vara så enkelt som tillväxt. Företaget kan uppleva att det inte har tid att växa organiskt och genomför därför uppköp. Olve pekar även på att ett uppköp kan göras för att ändra köparens företagskultur eller åtminstone att det uppköpta företaget blir en oas av kreativitet och fritt tänkande i en annars stel organisation. Ett annat motiv kan enligt Olve vara att utnyttja en undersysselsatt marknadsorganisation genom att få fler produkter att sälja.

8 Beslutsfattande

De teorier som i detta kapitel presenteras kring beslutsfattande, består av två delar. Först presenteras kort hur beslutsteorin vuxit fram och dess centrala begrepp. Därefter går vi lite närmare in på hur en beslutsprocess är uppbyggd. Särskilt den senare delen kan ge en bas för att förstå hur produktlanseringens följder för bland annat värderingen i praktiken påverkar beslutsfattaren vid ett exit-beslut.

Denna uppsats kretsar kring beslut, mer bestämt beslutet av ett venture capital-företag att avyttra ett innehav i ett portföljföretag. Som diskuterats tidigare i uppsatsen är det ett antal faktorer som påverkar förutsättningarna för att göra exit vid en given tidpunkt. Faktorer som kan påverka olika mycket från gång till gång, men som också kan uppfattas och värderas annorlunda mellan olika individer. För att förstå denna situation och hur en beslutsfattare agerar utifrån den information som finns tillgänglig vid beslutspunkten, finns ett behov av att förstå vad ett beslut är och kanske än mer intressant - hur människor i grunden fattar beslut.

8.1 Beslutsteorier

Stora delar av den beslutsteori som finns presenterad i litteraturen utgår från matematiska modeller för att beskriva mänskligt beteende i beslutssituationer. Inom i synnerhet nationalekonomin och mer specifikt ekonometrin har denna matematiska ansats en central roll. Schick (1997) pekar bland annat på styrkan i Bayes logik då den kan hantera beslut under såväl säkerhet som osäkerhet med enbart små modifieringar. Den stora svagheten ligger i att, som bland annat Schick hävdar, allt mänskligt beslutsfattande inte är kvantifierbart samt att informationsbrist kan medföra att det inte finns ett underlag att utgå ifrån.

En bra icke-matematisk spegling av beslutsteorin görs av Schick (1997). Han menar att det finns två grundläggande frågor inom beslutsteorin; *Vad är ett val?* samt *Vad är ett skäl/en anledning?*. En förutsättning för att ett beslut ska kunna fattas, att ett visst val görs, är att det finns alternativ, vilket utöver Schick även bland andra Matheson & Matheson (2000) och Hammond et al. (1999) pekar på. Det ska även skiljas mellan att välja och att agera. Att välja innebär i grunden att tänka före handling, medan att agera innebär att handlingen föregår den egentliga tanken. Bakom varje val finns även ett skäl eller en anledning till att det aktuella valet görs. Ett skäl eller en anledning menar Schick är ett tredelat mentalt tillstånd i form av en övertygelse att ett visst alternativ eller utfall är att föredra, en längtan efter ett visst tillstånd och slutligen en förståelse för vad som givet förutsättningarna är möjligt att uppnå/åstadkomma.

Nygaard & Bengtsson (2002) tar mer att verksamhetsperspektiv och talar om rationalitet och den rationella beslutsmodellen som beslut vilka avspeglar en målmedveten beräkning av alternativa handlingsvägar och konsekvenser. Den rationella beslutsmodellen grundar sig på tre antaganden; beslutsfattaren har en klar och stabil målsättning (jfr Schicks skäl ovan) som styr besluten, beslutsfattaren har fullständig information om alla alternativ och konsekvenser, samt, beslutsfattaren nyttomaximerar givet målet för det aktuella beslutet.

Det förefaller dock inte vara fallet att en beslutsfattare i varje val är fullt rationell. Schick (1997) menar att detta är alltför stora krav att ställa på en människa, då verkligheten sällan är fri från risk och osäkerhet. Den rationella modellen är snarare att se som en normativ modell, en idealmodell. Detta styrks av Nygaard & Bengtsson (2002) som pekar på den kritik som under 1950-talet framfördes gentemot den rationella beslutsmodellens begränsningar vid tillämpning på beslutsförlopp i organisationer. Denna kritik resulterade i slutändan en den begränsat rationella modellen, vilken pekar på att en beslutsfattare i en organisation hämmas av en rad individuella och organisatoriska begränsningar. Modellen är baserad på en beteendeteori om verksamheter och har modifierat den rationella modellens antaganden till följande (Cyert & March, 1992): En beslutsfattare har endast begränsad information om olika alternativ och dess följder, vilken kan bero på såväl informationsbrist som selektiv perception. Beslutsfattaren styrs snarare av oklara och instabila mål än av klara dito. Detta beror på att vissa mål, eller snarare aspirationer, kan vara undermedvetna och/eller inbördes motstridiga och därmed svåra att rangordna. Slutligen beskriver denna teori människan och beslutsfattare som nytto-satisfierande snarare än nyttomaximerade. Med detta avses att en lösning som är tillräckligt bra sökes framför den optimala. Detta styrks även av Schick som pekar på att det till och med kan vara kontraproduktivt att vänta på det optimala alternativet, då detta kan leda till att exempelvis hela affären istället förloras till en annan aktör som är nytto-satisfierande snarare än nyttomaximerande. Det senare utvecklar Nygaard & Bengtsson till begreppet kontextuell rationalitet. Med detta menas att människor i grunden alltid försöker vara rationella, men att bedömningen sker utifrån den kontext de verkar i snarare än att vara rationella i en absolut mening.

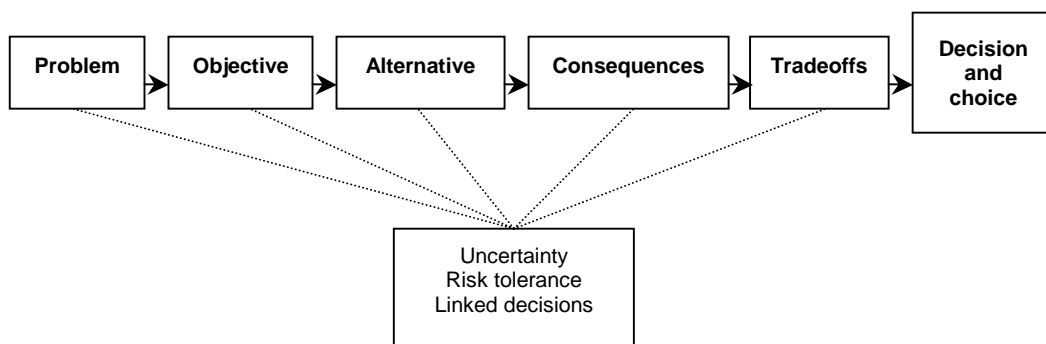
8.2 Beslutsprocesser

För att ytterligare förstå hur beslutsfattande kan eller bör se ut i praktiken är det av värde att titta närmare på beslutsprocesser. De modeller för beslutsprocesser som vi presenterar nedan tar ofta sitt ursprung i beslutsteorier och beteendeteorier, men är mer praktiskt tillämpbara på en faktisk beslutssituation i en verksamhet. Även här kan man tala om två huvudkategorier; normativa och deskriptiva modeller. Modeller av båda kategorierna anser vi har värde för vår studie. De deskriptiva modellerna kan hjälpa oss att förstå hur olika faktorer, varav produktlanseringsmomentet är en, vägs in i beslutsprocessen. Samtidigt

kan de normativa modellerna ge en bild av hur olika faktorer bör påverka beslutsarbetet.

Keeney talar mer konkret om två olika sätt att beskriva beslutsprocesser, baserat på vilket det initiala momentet i processen är (Brännback, 1996; Keeney, 1996). Alternative-focused thinking (AFT) representerar den traditionella normativa synen på hur beslutfattande fungerar. Modellen är reaktiv i den meningen att det första steget efter att ett problem identifierats är att undersöka vilka alternativ som finns. Efter detta specificeras vilka värden respektive alternativ kan skapa. De två sista stegen därefter är att utvärdera och välja bland alternativen. Keeney menar dock att anledningen till att alternativ är relevanta, enbart beror på dess funktion som värdeskapare. Han menar därför att beslutfattande istället ske utifrån value-focused thinking: (VFT). Modellen har de två slutstegen gemensamt med AFT, men skiljer sig i den initiala stegen. VFT är proaktiv, till skillnad från AFT:s reaktiva angreppssätt, då den utgår från vilka värden ett beslut syftar till att skapa eller medföra. León (1999) har i en studie jämfört effekterna av AFT och VFT vid beslut och konstaterade betydande fördelar med VFT. Särskilt pekar León på att VFT ger en utförligare och mer strukturerad analys samt att denna struktur rent kvalitativt är avsevärt bättre än resultatet av en AFT-analys.

Merparten av den litteratur som finns kring beslutsprocesser kretsar emellertid kring den modell som Keeney benämner alternative-focused (t.ex. Raiffa, 1997; Matheson & Matheson, 1998; Howard R.,1988). Hammond, Raiffa och Keeney (2001) beskriver dock en proaktiv modell i flera steg för processen fram till beslut och implementation, Även Nygaard & Bengtsson (2002) presenterar en modell baserad på den rationella beslutsteorin som har stora likheter med Keeney's VFT. En principfigur över den proaktiva beslutsprocessen presenteras i nedanstående figur.



Figur 12, Det smarta beslutets 8 element (Hammond et al., 2001; Howard T, 1984)

När väl beslutsproblemet är definierat gäller det att först verifiera att det verkligen är rätt problem och att det är satt i rätt kontext. Denna inledande avgränsning spelar en enorm roll för den fortsatta processen. För att beslutet som ska tas ska leda dit beslutsfattaren vill, för att det ska få en riktning, måste målsättningen (objective) vara klar och tydlig. Denna målsättning ska vara en avspeglning av vilka värden beslutet förväntas skapa. Därefter är det dags att generera alternativ. Som nämnts tidigare krävs alternativ för att ett beslut ska kunna tas och, som ex. Hammond et al. (2001) påpekar, blir aldrig det slutgiltiga beslutet bättre än det bästa alternativet. För att avgöra vilket alternativ som bäst stämmer överens med de målsättningar som satts upp, krävs en kartläggning av varje alternativs konsekvenser. Ofta står emellertid flera mål i konflikt med varandra, vilket leder till kompromisser (tradeoffs). För att kunna göra ett intelligent val måste en beslutsfattare vara beredd att prioritera vissa mål före andra.

De tre faktorerna osäkerhet, risktolerans och länkade beslut påverkar hela beslutsprocessen, från början till slut. De används som ett stöd vid beslut i föränderliga miljöer och varierar mellan olika beslutsfattare. Faktorernas inverkan tenderar också att bli större vid komplexa problem och beslutssituationer (Howard T., 1984), där strategiska beslut i organisationer är ett exempel. För att hantera osäkerheten kan exempelvis en matematisk ansats med sannolikheter för olika utfall användas. Svårigheten med en dylik ansats är dock att alla utfall inte är kvantifierbara. Risktolerans påverkar den egna benägenheten att ta risker och således vilka alternativ som kan vara aktuella. Med sammanlänkade beslut avses att beslut hänger ihop över tiden, ett beslut kan generera flera nya beslutssituationer längre fram. Om en beslutsfattare är medveten om detta vid varje beslut, blir de efterföljande beslutssituationerna lättare att hantera. (Hammond et al., 2001; Matheson & Matheson, 1998)

I skarp kontrast till ovan presenterade beslutsmodeller beskriver Nygaard & Bengtsson (2002) en modell som populärt kallas soptunnmodellen. I denna modell ses en verksamhet som

- en samling valmöjligheter som söker efter problem
- ämnen, saker och känslor till följd av en beslutssituation där de kan komma till uttryck
- lösningar till följd av ämnen eller saker som de kan vara lösningar på
- beslutsfattare som letar efter något att besluta

Baserat på ovan antaganden om en verksamhet beskriver soptunnmodellen fyra parallella strömmar som ständigt flyter genom verksamheten

1. En ström av beslutssituationer och beslutsanledningar
2. En ström av problemställningar
3. En ström av lösningar
4. En ström av deltagare med begränsad tid och energi

Beslut beskrivs som sammankopplingar mellan de fyra strömmarna. Sammankopplingarna kan vara mer eller mindre präglade av slumpen, deltagarnas tidigare erfarenheter och/eller verksamhetens struktur. Den sammantagna bilden av verksamheten som modellen vill ge är den av en organiserad anarki, där ingen enskild part kan sägas helt styra verksamhetens inriktning.

9 Empiri

I detta kapitel presenteras den empiri som samlats in i samband med genomförda intervjuer med de venture capital-bolag som är studieobjekt i denna uppsats. Inledningsvis presenteras de generella tankegångar kring exit och produkt lansering som framkommit dels vid de inledande orienteringsintervjuerna och dels under djupintervjuerna. Därefter presenteras var för sig de sex fallföretag vilka diskuterades under djupintervjuerna.

9.1 Processen fram till exit

Innan ett venture capital-bolag genomför en nyinvestering i ett företag har samma företag genomgått ett utvärderingsarbete i flera faser. Ett av de steg som utvärderas är möjligheterna till exit. Hur många de är, vilka de är osv. är saker som påverkar huruvida en investering kommer att göras eller ej. Nästa steg i arbetet med de investeringar som gått igenom utvärderingen med positivt resultat är tecknandet av avtal mellan venture capital-bolaget och entreprenören. Detta avtal innehåller en tidsplan över investeringsperioden och finansieringen fastställs i stora ramar. Detta kontrakt är dock ett levande dokument som kan revideras under tidens gång beroende på utvecklingen. Milestones är exempelvis krav som finns i avtalet och om de uppfylls ser avtalet ut på ett visst sätt, om inte ser det ut på ett annat. Behovet av att hela ägande ska vara flexibelt från venture capital-bolagets sida uttrycktes på följande sätt vid en intervju med Gamma:

Portföljbolaget är till salu från dag ett egentligen. Det finns inte riktigt några avgörande moment då vi resonerar som så att "nu ska vi sälja för detta är klart". Man måste leva nära marknaden och lyssna till köparens behov. Ibland vill kunden bara köpa ett patent för det passar in i deras produktstrategi. Venture capitalisten måste vara väldigt öppna. Vad händer och vem kan vara intresserad? Man scannar marknaden hela tiden.

Avsikten att göra en exit finns också uttalad från början. Gamma pekar dock på att exit-fokusering har framförallt kommit de senaste 10 åren. Tidigare förekom inte en lika stark exit-fokusering, även om slutmålet fortfarande var exit. Idag talas det dock mycket tydligare om exit vid investeringstillfället som en följd av tidigare konfliktsituationer då olika syn på exit förekommit. Samtidigt pekar Alfa på att exit inte får vara det enda mål som avspeglas i arbetet från entry till exit. Det taktiska och operativa arbetet, att fatta rätt beslut varje dag, är minst lika viktigt. Risken för felaktiga beslut är annars stor. Fokus på exit kan också skapa oro, då ägarbyte och ledningsbyte i allmänhet är svårt för anställda.

Samtidigt är exit något som är mycket svårt att planera. Dels är det svårt att vid entry och därmed följande kontraktskrivande förutspå företagets utveckling över tiden och dels styrs tillgången på köpare i hög grad av makrofaktorer. I några fall har venture capital-bolaget haft en viss köpare eller grupp av köpare i åtanke vid entry, men exakt när de vill köpa går fortfarande inte att förutspå. Ett av venture capital-bolagen uttryckte det sammanfattningsvis som följer:

All exits are by accident. Det gäller dock bara momentet att hitta en köpare. Därefter tar en professionell process över när det gäller förhandling och kontrakt, men när i tiden exit infaller triggas ofta av rena tillfälligheter.

Hur väl en exit faller ut får inte bara kortsiktiga finansiella effekter för venture capital-bolaget i och med betalning från köparen, utan det finns även en mer långsiktig aspekt av vad som händer efter exit. I flera fall har en god utveckling efter att venture capital-bolaget avslutat sitt engagemang ändå kommit bolaget till godo. Bra försäljningar och goda affärer även för köparen är något som bygger venture capital-bolagets varumärke och ger en bättre förhandlingsposition vid framtida försäljningar. En annan varumärkesaspekt som är kopplad till detta är varumärket på portföljbolagen. Intervjupersonerna menar att varumärke på det enskilda portföljbolaget inte har så stor betydelse då köpare är mycket kunnig och det snarare är kvalitet som avgör värdet på ett portföljföretag. Därmed genomförs inget medvetet varumärkesbyggande för de enskilda portföljbolagen, utan det är venture capital-bolagets varumärke som lockar köpare i det inledande skedet.

För att skapa exitmöjligheter är det mycket viktigt med ett stort nätverk. Dels behövs ett nätverk av andra investerare, representanter på större företag i den bransch som portföljbolagen är aktiva samt en allmän koll på olika aktörer i branscher och dels behövs ett nätverk av experter och andra lämpliga referenspersoner som bekräfta produkten på ett tekniskt plan. I synnerhet experter har även en god allmänkunskap om sitt område då de i sina respektive nätverk ofta har kontakter vidare ut i näringslivet och kontakt med dessa experter kan snabba upp acceptansprocessen för en ny produkt avsevärt. Inom biotech är kontakten med referenspersoner såsom läkare och forskare extra viktig och kan helt avgöra ett portföljföretags möjligheter att ta sig ut på marknaden. Inom de flesta områden, alltså inte bara biotech, arbetar venture capital-bolagen direkt på opinionsbildande personer, ofta framstående forskare i toppskiktet av sin bransch. För att få med dessa personer på skeppet krävs emellertid även faktiska testresultat att luta sig på. Inom biotech är det exempelvis sällan någon större mening att börja med marknadsföring innan de kliniska testerna är gjorda, ofta efter 2-3 år. Därefter kan man marknadsföra genom till exempel symposier.

9.2 Produktlanseringsmomentet

Ett av de viktigaste momenten för att skapa faktiskt/mätbart värde i ett företag är produktlanseringen. För de studerade venture capital-bolagen är dock läget något annorlunda när de resonerar kring produktlansering i ett portföljbolag. För dem kan ett portföljbolag fortfarande ha ett stort värde om en industriell köpare är ute efter innehållet i portfölj företaget snarare än dess eventuella befintliga omsättning och lanserade produkt. En produktlansering kan dock fylla en funktion som kvitto på ett värde i en ny produkt eller teknik i form av en marknadsacceptans eller liknande. Det kan också fungera för att göra omvärlden uppmärksam på att företaget och/eller produkten finns och på så sätt locka potentiella köpare. Likt exit är även en produktlansering svår att planera helt och hållet i förväg. Möjligen kan produktlansering nämnas som en kort milestone i ingångsavtalet mellan entreprenören och venture capital-bolaget. Den anledning som nämns till att läget är så pass svårbedömt skiljer sig dock från ovan diskuterade förklaring kring exit. Produktlanseringen är snarare något som kommer naturligt i portföljbolaget. Ett av de intervjuade företagen anser exempelvis att:

Produktlanseringen för oss är inte någon "big issue", det är ingen strategiskt avgörande punkt ur ett bredare perspektiv sett. Det är inte någon stor förändring när det händer, utan det är bara en del i processen.

Det som gör produktlanseringen i ett portföljföretag komplicerad för venture capital-bolag är snarare de otydliga följderna sett till venture capital-bolagets förväntade avkastning vid exit. Mot bakgrund av detta går också meningarna isär bland de intervjuade företagen rörande om produktlansering är något som generellt ska ske under den tid man äger portföljbolaget. Ett bolag menar att de aldrig någonsin på allvar tänkt tanken att genomföra en full produktlansering själva. Ett annat företag menar att man redan från första dagen tänker på vad för produkt köparen vill ha, men att köparen själv får ta hand om produktlanseringen. Det tredje företaget var till en början mer tveksamma över vilket som är det bästa valet, att göra produktlansering själv eller ej. Mot slutet av den andra intervjun sa man dock följande:

Jag har funderat mycket över det här problemet med anledning av de samtal vi fört, och när jag tänker på det nu så frågar jag mig om det ändå inte är bäst att alltid hålla sig borta från produktlanseringsmomentet, för det medför bara krångel.

Alla tre venture capital-företagen har dock vid flera tillfällen genomfört produktlanseringar i portföljbolag innan exit, totalt i 70-80 % av alla portföljbolag har det varit fallet. Det har också vid varje tillfällen känts helt naturligt att göra på det sätt man gjorde. Anledningarna till detta är flera. Bland annat har det ovan nämnts att produktlansering är något som kommer naturligt i utvecklingen. Samtidigt kommer emellertid inte alltid exit naturligt i tiden, om

än ofta i trakten av den period då produktlansering är aktuell. Förklaringen till detta i sin tur är att det inte alltid finns en köpare. Det är sällan aktuellt att lägga verksamheten i portföljbolaget i malpåse annat än då man har en stor köpare ”på kroken”. Det måste hända något och att forska vidare är sällan aktuellt även om ”entreprenören sannolikt skulle kunna göra det i alla evighet”, som ett bolag uttryckte det. Därmed genomförs i flera fall produktlansering även om det medför en stor risk för venture capital-bolaget. Produktlansering är enligt ett bolag enbart intressant en sista utväg, när alla andra alternativ har fallit bort. Ett annat bolag håller dörren mer öppen för att kunna vänta med produktlansering lite till för att hinna göra exit innan. Det gäller emellertid primärt när portföljbolagets produkt är väl skyddad av starka patent och därmed inte lika känsligt för exakt timing i produktlanseringen.

Det finns också lägen då en produktlansering innan exit anses vara ”onödig”. Är portföljbolagets produkt avsett för en ”ersättningsmarknad”, vilket innebär att den produkt som tas fram i portföljbolaget ersätter en äldre och omodernare befintlig produkt är det lättare att uppskatta värdet. Detta minskar osäkerheten om produkten kommer att slå eller ej och gör en produktlansering mindre nödvändig för att bevisa försäljningspotential.

Att visa upp sitt provexemplar på mässor och i tidningar kan också räcka för att få upp ögonen på köpare. Det behövs då sannolikt ingen produktlansering för att locka dem att bli intresserade av företaget. Viss osäkerhet kvarstår dock då ingen vet definitivt hur marknaden kommer ta produkten.

Osäkerheten kan ha olika betydelse i exempelvis en förhandling.

Om man förhandlar innan produktlansering kan man hävda saker om marknadsandelar och måla upp en ljus framtid för produkten. Genom att produkten är lanserad kan man se den ”verkliga” potentialen och i de fall den överensstämmer med den ljusa bild venture capital-bolaget målat upp kan priset stiga, eftersom eventuell osäkerhet då helt är borta. Risken finns emellertid att den ljusa framtiden inte bekräftas, oavsett om den i själva verket ändå är lika ljus men en dåligt genomförd produktlansering medförde att den fulla marknadspotentialen inte kunde påvisas. I detta läge försvagas istället venture capital-bolagets förhandlingsposition och priset sjunker.

Avslutningsvis pekade ett av bolagen på den faktor som i botten spelar mest roll för hur väl en produktlansering ska falla väl ut, oavsett vem som genomför den.

Att slutkunden för produkten [ej nödvändigtvis köparen av företaget] är med i processen att utveckla produkten och portföljbolaget är viktigast för lyckad produktlansering.

9.3 Olika sorters lansering

Det finns enligt de studerade venture capital-bolagen två trånga sektorer som är avgörande vid beslut om produktlansering eller ej i ett portföljbolag; **tid** och **pengar**. För att produktlansera behövs dock även varumärke och kompetens om hur en sådan går till. Varför varumärket är viktigt kommer vi att återkomma till nedan. Kompetensen om hur en produktlansering är också viktig då en produktlansering av produkter med hela världen som marknad är en stor apparat att dra igång.

Beroende på vilket syftet med produktlanseringen är kan den genomföras på flera olika sätt. Är syftet att enbart göra en lansering för att ”testa” produktens marknadspotential kan en geografiskt avgränsad marknad väljas ut. Är däremot syftet att lansera produkten ”på riktigt” är sällan en geografiskt avgränsad lansering aktuell. Ett alternativ är då att genomföra lanseringen helt och hållet på egen hand och med därmed följande risker, vilka diskuterats ovan. Att göra en full produktlansering själv är dock i det närmaste omöjligt, vilket flera av venture capital-bolagen trycker hårt på. Det som istället blir viktigt är att bygga allianser i olika former för att få ut produkterna till en så bred marknad som möjligt och detta så snabbt som möjligt.

Ett alternativ är att ett större företag i branschen hjälper till vid produktlanseringen. De står då för kompetens, administration och distributionskanaler. I vissa fall kan de också stå för enbart distributionskanalerna. Jämfört med att göra den fulla lanseringen i egen regi blir denna avsevärt billigare. Att ha en agentorganisation, likt en större spelare i branschen, för försäljning och marknadsföring skulle dock betyda -40 % på marginalen. Fördelen med att arbeta med en större agentorganisation är att man når en stor marknad snabbt, vilket är extra viktigt för snabbt föränderliga branscher. En lyckad lansering kan också enligt ett av de intervjuade bolagen medföra att priset på portfölj företaget stiger kraftigt, uppåt 10 gånger jämfört med värdet innan lanseringen. En lansering i egen regi skulle ha mycket svårt att ge motsvarande värdeökning.

Ibland kan samarbetsavtalet i sig vara viktigare än produktlanseringen. Om ett större företag förbinder sig att distribuera produkten och därmed sätta sitt eget varumärke på spel, ger detta mer trovärdighet till portföljbolaget. Detta gör också slutkunderna nöjdare då det ger tillförlitlighet till produkten då underhåll och installation sköts av ett större företag som inte kommer att gå i konkurs i morgon. I ett av de fall som beskrevs förband sig det större företaget dessutom att köpa ett visst antal produkter och skapa en marknad för produkten på detta sätt.

9.4 Värdering och köparens roll

Produktlanseringen kopplas normalt till exit via värdering av portfölj företaget, då värderingen av företaget i grunden avgör hur mycket pengar venture capital-bolaget tjänar. En produktlansering kan å ena sidan minska osäkerheten kring en produkt samt ge ett faktiskt underlag som pekar på produktens potential och därmed höja företagets värde. Å andra sidan kan en produktlansering även sänka värdet dels beroende på hur framgångsrik lanseringen blir men även beroende på vad köparen egentligen är ute efter. Det finns ur ett värderingsperspektiv sett även olika sorters värden på ett portfölj företag. Köparen kan dels vara ute efter det faktiska tekniska innehållet i produkten, men även ett nyhetsvärde vilket bygger på att produkten är ny på sin marknad eller att hela marknaden är ”het”. I och med att värderingen oftast är högst subjektiv får formella beräkningsmodeller in begränsad betydelse vid värdering av ett portföljbolag. Eller som ett av de intervjuade företagen uttryckte det:

De flesta värderingsmodeller är egentligen kassa. De kan möjligen användas som ett delargument, men i slutändan är det enbart förhandling som avgör hur mycket vi får betalt.

Köparens centrala och starka roll i värderingsförfarandet vid en trade sale bygger i grunden på två argument; köparen är den som kan slutmarknaden för portfölj företagets produkt bäst samt att köparens vilja är, även om det även är lite av en klyscha, mer eller mindre säljarens lag. En faktor som underbygger båda argumenten är att köp-processer av detta slag anses vara mer rationella än exempelvis ett vanligt konsumentköp. Utvärdering av tekniken i produkten samt den nytta den kan fylla bedöms genom ingående analyser i flera steg. Att köparen är den som känner marknaden bäst kan också återkopplas till venture capital-bolagens kärnkompetens. Deras uppgift tillsammans med portföljbolaget är, som de själva ser det, att vara de tekniskt kompetenta och inte de som har bäst koll på exakt hur avsättningsmarknaden ser ut även om detta hela tiden finns i bakhuvudet. Produktlanseringens roll som indikator på att produkten fungerar blir därmed mindre viktig för att övertyga köparen.

Vem som är den tänkta köparen påverkar om produktlansering görs innan exit eller ej. Om kunden kräver produktlansering som bevis på att företagets produkt fungerar, kan det vara tänkbart att venture capital-bolaget även genomför en produktlansering. Förhoppningsvis finns dock flera olika möjliga köpare att sälja till, men om det finns en stor köpare som visar intresse kan dennes vilja kan sätta hela produktlanseringsproblematiken ur spel. Något som kan underlätta valet om produktlansering eller ej är att ha relation med köpare redan i investeringsstadiet. På detta sätt kan venture capital-bolaget få fingervisningar om hur köparen vill med en produktlansering.

En produktlansering kan innebära en upplåsning för venture capital-bolaget då en produktlansering måste göras fullt ut mot en utvald marknad. Detta innebär enligt intervjuobjekten en upplåsning på 1-2 år under vilken kapital är uppbundet

i en lanseringsprocess men ännu inte ger någon förändring av värderingen av portföljbolaget. Sker lanseringen på ett enligt köparens tycke helt felaktigt sätt kan emellertid en försäljning skyndas på, då köparen ser att potentiella värden riskerar gå förlorade. Det kan också finnas en önskan från köparen att sätta sin egen prägel på produkten.

Att bygga ett starkt varumärke är centralt för venture capital-bolaget för att anses som seriöst. Köparen håller reda på tidigare försäljningar som venture capital-bolaget och dålig kvalitet på de tidigare sålda företagen ger ett dåligt rykte vilket sänker priset vid försäljning. Varumärket för det enskilda portföljbolaget är däremot av mindre vikt, bland annat bakgrund av tidigare diskussion kring rationella köp och krävande kunder. Större och etablerade företags möjligheter att bygga ett starkt varumärke överstiger det lilla företags.

Vad som är en lyckad eller misslyckad produktlansering är också en gråskala. Var på skalan som är idealt att sälja är svårt att säga, då även detta är väldigt relativt vilken köparen är.

Avslutningsvis finns det dock undantag från den rationella köp-process som beskrivits ovan. Ett exempel som nämndes var tillsättningen av en ny chef hos köparen. Denne ville i och med tillträddandet ha in nya produkter i köparens sortiment för att visa handlingskraft och inte bara följa i den gamlas fotspår, vilket triggade ett köp. Ett exempel som pekar åt andra hållet:

Folk [potentiella köpare] håller bra koll på vad deras konkurrenter gör. Har vi en gång försökt sälja ett företag men inte fått det sålt så är det sen en "dead duck". Folk tänker ... "varför köpte inte min konkurrent företaget. Kan det vara något fel med det?" Köparen tycker i ett sånt läge att det är lättare att besluta om att inte göra ett köp.

Det är emellertid mycket svårt att känna till en situation när potentiella köpare inte uttalat meddelat att de har ett visst intresse för ett bolag i ett visst skede. Mycket av denna diskussion förs i styrelserummen och internt på företagen, vilket avsevärt försvårar venture capital-bolagens möjligheter att i detta läge tillgodose köparens önskemål.

9.5 Entreprenören

En viktig person är den eller de entreprenörer som grundade portföljföretaget. Då de, som tidigare nämnts, har en ägarandel i bolaget berörs de på flera sätt av en försäljning till tredje part. Entreprenören är emellertid aldrig den som sköter förhandlingarna med potentiella köpare, utan detta sköts av venture capital-bolaget. Även om inte entreprenören har en formellt sett central roll i förhandlingarna, har de stora möjligheter att påverka processen. De studerade företagen nämner bland annat prestige mellan olika forskare, verksamma vid olika akademier, som en faktor som kan påverka deras vilja att sälja eller

produktlansera vid en given tidpunkt. För att minimera problem av denna typ kan affärsplanen för företaget tas fram gemensamt vid entry. Det står även ofta i ingångskontraktet att om ett bra exit-erbjudande kommer kan inte en enskild person sätta sig emot detta utan måste också sälja.

Även övriga delar av personalen kan ha en betydande roll. Om köparen är ute inte bara efter eventuella patent och/eller produkter, utan även den personal som arbetar i företaget, gäller det att personalen är positivt inställda till en exit. Det är också viktigt att det är ett motiverat och ”bra” gäng som är kvar efter köp.

9.6 Fallföretag α_1

Fallföretaget α_1 var verksamt inom trådlös kommunikation. Venture capital-bolaget Alfa ägde företaget i 9 månader innan de gjorde exit. Produktlansering hade då inte genomförts.

Den bransch som α_1 är verksamt inom präglades vid tiden för exit av mycket snabb tillväxt, på gränsen till överhettning pådrivet av media och ägaren menade att det gällde att hänga med. Det fanns ingen konkurrent med en liknande produkt. Bland annat på grund av den snabba takten på marknaden ville ägaren få ut produkten på marknaden snabbt. Valet föll i detta fall på att inte genomföra produktlanseringen själva, utan göra exit dessförinnan. Det som satte igång exit processen var dock inte relaterat till de anledningar som fanns för att inte göra produktlansering. En oväntad kontakt med en mycket intresserad köpare väckte de seriösa planerna på att göra exit så tidigt. Anledningarna till att budet togs var flera. Produkten i fråga var del av ett avancerat chip-set och det är mycket svårt för en liten aktör att lyckas med den form av samarbete som hade krävts. Det fanns inte heller tillräckligt med kapital hos ägaren för att kunna skjuta till tillräckligt mycket för en produktlansering. Dessutom gjorde produktens särart såsom del av en större komponent att den måste specialdesignas beroende på vilken marknad den skulle säljas på. Ett högt pris var den slutgiltiga anledningen till exit, priset trissades i detta fall up av venture capital-bolagets ovilja att sälja i kombination med att köparen ville ha teknologin snabbt. Vid intervjun nämndes även att Sverige i stort är mycket bra på grundforskning, men för att nå ut med innovationer likt denna till en större marknad behöver svenska företag hjälp, vilket även var bidragande till valet att inte produktlansera.

Att marknaden för portföljföretagets produkt var så pass het gjorde att köparen var väldigt mån om att köpa företaget. Det medförde i detta fall att köparen betalade mycket bra utan att behöva få ytterligare bevis genom exempelvis en produktlansering. De var mer måna om att visa att de ”hängde med” i utvecklingen. Det skulle också visa sig att köparens börsvärde gick upp med 1 miljard kronor så snart som köpet av α_1 blev känt, vilket än mer förklarar köparens vilja att genomföra affären.

Köparen ville i det aktuella fallet även ha kvar ”ett gäng” från den gamla personalen. Detta var inget problem då även de anställda var positivt inställda till den exit-möjlighet som gavs. I ett tidigare skede hade emellertid förhandlingarna med en potentiell köpare fått avbrytas på grund av ”två tappar” i form av en entreprenör och en köpare.

Den fördel som venture capital-företaget i efterhand såg med att han produktlanserat var att det kunde ha lett till ökad konkurrens bland köparna och därmed ett högre pris i slutändan. Samtidigt skulle risken för att slå hål på illusion som venture capital-bolaget helst ville sälja varit stor. I synnerhet med hänsyn till det allmänt uppskrivade läget i branschen, men stora framtidsförhoppningar och uppblåsta värden, skulle en produktlansering aldrig kunnat påvisa samma värde som marknaden satte på bolaget.

9.7 Fallföretag α_2

Fallföretaget α_2 är verksamt inom mjukvaruutveckling/medicinsk teknologi. Venture capital-bolaget Alfa ägde företaget i 3 år innan exit, men har fortfarande kvar ett relativt stort ägande i företaget. Exit gjordes efter produktlansering.

Företaget α_2 hade utvecklat en mjukvara för behandling av en allvarlig sjukdom. Tidigare på marknaden fanns olika ”hemmabyggen”, men det fanns många olösta problem. Fallföretaget lyckades dock lösa samtliga dessa problem. Innan exit hade företaget fått erbjudanden från flera köpare, men inget som var bra nog. Sedan kort efter entry hade en samarbetspartner för distribution funnits och då organisationen var sugen på att ”prova” sin produkt i praktiken togs beslutet att lansera med hjälp av partnern. Produkten var i detta läge 80-90% färdigutvecklad, resterande anpassningar ville partnern göra. Lanseringen blev mycket lyckad då efterfrågan under de första 6 månaderna efter produktlanseringen blev lika stor som den tidigare beräknade försäljningen på 12 år. Partnern, en av världens största aktörer inom elektronik, bidrog med distributionskanaler och varumärke. Partnern skyndade även på processen med myndighetsgodkännande av teknologin.

Avsikten från ägarens håll var att efter en tid sälja av α_2 till partnern. Bakgrunden till denna avsikt var att man trodde att partnern skulle lägga bud för att inte riskera att förlora ensamrätten till produkten. Så skedde emellertid inte, utan en IPO blev istället räddningen. Anledningen till att denna exit gjordes istället för en trade sale var att ägaren hade ett behov av riskspridning och vinsthemtagning. Såväl venture capital-bolaget som entreprenören behöll dock en andel i bolaget genom IPO:n då det var svårt att få full kompensation genom att sälja hela de respektive andelarna. Värderingen av företaget i detta skede baserades till stor del på avtalet om global lanseringen med partnern, vilken man fortfarande samarbetar med. Avsikten hos venture capital-bolaget är idag fortfarande att sälja sin andel till tredje part så snart värdet på α_2 är stort nog.

9.8 Fallföretag β_1

Fallföretaget β_1 var verksam inom medicinsk teknologi. Venture capital-bolaget Beta ägde företaget i 5 år innan exit. Produktlansering hade då genomförts.

Den produkt som β_1 hade utvecklat gjorde behandling av en viss sjukdom möjlig till betydligt lägre kostnad och utan kirurgiska ingrepp vilket tidigare varit enda alternativet. Produkten var certifierad och kliniskt godkänd i Europa och USA. Den lilla produktion som fanns var utkontrakterad till legotillverkare, men slutmontering skedde i egen regi. Huvudägaren Beta hade redan 60 % av rösterna i företaget och hade inget intresse, om än möjligheten fanns, att ytterligare investera i β_1 då det var väldiga teknologiska risker förknippade med företaget. Innan produktlanseringen hade ett antal bud på företaget inkommit, men inget som var högt nog.

Produktlanseringen genomfördes i egen regi då såväl venture capital-bolaget som VD:n för β_1 ansåg att oddsen att lyckas var stora. Man tyckte sig också ha kompetensen för att lansera produkten, bland annat mot bakgrund av tidigare produktlanseringar som VD:n gjorde i andra företag. Efterfrågan var stor och tydlig och produkten var unik och avsevärt bättre än tidigare behandlingsmetoder. Den enda begränsningen som sågs var hur fort sjukhusen (slutkunden) skulle ta till sig produkten. Varumärket spelade i detta fall ingen roll, utan det var enbart kvalitén som avgjorde intresset. Syftet med att produktlansera var att peka på penetrationstakt och marknadsacceptans för produkten och därmed skapa större intresse bland potentiella köpare samt ett högre värde på β_1 .

Produkten släpptes i Sverige och Danmark för att verifiera förväntningarna för resten av världen. Detta kunde sannolikt en köpare redan ha vetat, men att ha det svart på vitt ger ett starkare argument i förhandlingen om priset. Introduktionen av produkten ökade också mycket riktigt skrivierna om produkten. Detta funkade bra som en intresseväckare, ”en väckarklocka för stora köpare att här händer det saker”. Försäljningsmässigt blev emellertid marknadsintroduktionen ett fiasko. Ägaren Beta förklarar händelseförloppet på följande sätt:

Vi trodde att opinionsbildarna [läkare och forskare] tryckt ner produkten tillräckligt långt ner i den ”akademiska hierarkin” men så var inte fallet. Dels fanns det ingen finansiering i systemet för denna produkt då den gick under investeringsbudgeten och inte den operationella budgeten där de traditionella behandlingarna av sjukdomen var finansierade. Vi mötte även skepsis och motstånd mot att använda produkten ute på fältet bland läkarna.

Efter den misslyckade lanseringen kom alltså ingen köpare av sig själv, utan Beta satt fortfarande kvar med sitt stora ägande i företaget. Att företaget kom att säljas just till den aktör som det såldes till var snarare en ren tillfällighet. En representant för venture capital-ägaren träffade en bekant i Los Angeles vilken i

sin tur hade en kompis som var nyttillträdd marknadschef på en av världens största medicinsk teknologiska företag. Efter en ”snabb öl” bestämde man sig för att gå vidare i förhandlingarna. Venture capital-bolaget hade även i ett tidigare skede analyserat den kommande köpare så denne var välkänd då förhandlingarna påbörjades. Anledningen till det initiala intresset för β_1 var att marknadschefen var ny på sin post och ville utöka produktportföljen. I den efterföljande förhandlingen kring värdet på β_1 spelade hastigheten för marknadspenetration en stor roll och bedömningen är att den misslyckade produktlanseringen drog ner värdet med runt 25 %. Det totala priset var dock bara en liten summa för köparen (trots att den uppgick till över 300 MSEK).

Det som köptes var enbart teknologin och produkten, vilket ledde till att samtliga anställda slutade. Entreprenören fick också en stor andel av köpeskillingen i och med sin ägarandel i det gamla företaget. Trots detta uppstod vid förhandlingen en konflikt då entreprenören krävde 500 KSEK extra för att kunna avsluta en akademisk kamp mot forskare vid ett annat universitet. Detta trots att entreprenörens andel av betalningen från köparen uppgick till närmare 100 MSEK.

Om venture capital-bolaget hade undvikit produktlansering innan exit, skulle den främsta vinsten, som de ser det, varit ett högre pris på β_1 . Problematiken som man pekar på är dock att det är lättare att sälja en lanserad produkt än förhoppningar och ”blåa moln”. Det är dock lättare att sälja förhoppningar och ”blåa moln” än en dåligt lanserad produkt. Denna risk var man också högst medveten om vid valet att produktlansera själva, men fallet såg i förhand så pass enkelt ut att man valde att ta chansen.

9.9 Fallföretag β_2

Fallföretaget β_2 var verksamt inom ”drug delivery”. Venture capital-bolaget Beta ägde företaget i 6 månader innan exit. Produktlansering hade då inte genomförts.

Venture capital-bolagets entry i β_2 skiljer sig mot övriga investeringar som bolaget gjort. En tidigare ägare hade under 10 års tid investerat runt 100 MSEK i β_2 utan att få fram en färdig produkt. För att slippa allt arbete som en nedläggning skulle innebära fick därför venture capital-bolaget ta över samtliga aktier samt finansiering för ett halvårs verksamhet. Marknaden som β_2 siktade på är en global marknad värd hundratals miljarder kronor, vilken domineras av mycket stora företag. Konkurrensen är mycket hård, vilket också medför att intresset för nya innovativa produkter är mycket stort.

Så snart Beta tagit över fallföretaget fokuserade de forskningen mot ett enda område. Efter bara tre månader fick de ett genombrott och började därför att söka sig om efter köpare. Att ta företaget vidare från denna punkt på egen hand med ytterligare forskning och eventuell produktlansering var aldrig aktuellt. Dels

berodde detta på att det hade krävt för mycket kapital och därmed blivit en för stor del av venture capital-bolagets portfölj vid den tidpunkten. Dels berodde det på att den teknologiska risken var alltför stor. Om produkten skulle fungera skulle värdet uppgå till flera miljarder kronor, men om den inte fungerade var värdet ingenting. Alternativet var alltså att hitta en köpare eller få in en ny finansör i företaget.

Kontakt togs alltså med 2-3 av de stora spelarna i branschen. Resultatet blev att ett ungt hungrigt bolag som köpte portföljbolaget. Under förhandlingen fick det köpande företaget exklusivitet, men han fick inte läcka om att de tittade på bolaget till sina konkurrenter allt för att CIM inte skulle bli sittande med en "dead duck". I detta läge gick det att göra vilka kalkyler som helst i och med den nämnda situationen med ett värde på antingen flera miljarder eller ingenting. Venture capital-bolaget pekar även på att det inte hade varit några problem att få in mer pengar i detta stadium för fortsatta satsningar. Då man pengarna direkt i handen gick man dock inte vidare och sökte annan finansiering.

9.10 Fallföretag γ_1

Fallföretaget γ_1 var verksam inom medicinsk teknologi. Venture capital-bolaget Gamma ägde företaget i 7 år. Exit gjordes efter produktlansering.

Den produkt som γ_1 tagit fram registrerar hur den mänskliga kroppen reagerar i vissa situationer och är en långt billigare version än de som funnits tillgängliga tidigare. Under perioden som Gamma ägde företaget genomfördes en begränsad IPO för att få in ytterligare kapital till utvecklingen. Huvuddelen av ägandet låg dock fortfarande kvar hos Gamma och entreprenören. Vid intervjun berättar representanten för Gamma att man oftast överdriver att det är väldigt kort tid att spela på, att produkten måste ut. Så var även fallet här, men det är inte säkert att det egentligen var så. I och med att de trodde att det var bråttom gav dock press att prestera. För att känna av marknaden genomfördes därför en provlansering i Sverige, där man började sälja till ett antal sjukhus. I praktiken kunde det även gått att lansera globalt själv, men det hade krävt mycket pengar och en ny egen organisation. Det ligger dock inte i Gammas affärsidé att vara med så länge i ett portföljföretag, varför man började söka sig om efter köpare eller partner att liera sig med. Det företag som kom att köpa γ_1 var ett börsnoterat företag vilka sedan tidigare γ_1 's existens, men det var Gamma som triggade frågan. Genom att venture capital-bolaget "levde" med marknaden var de informerade om att köparen var aktiv inom området.

Grunden för värderingen av γ_1 var främst förväntningar på hur väl produkten skulle sälja. Att den skulle sälja väl var det redan samsyn kring när säljaren och köparen gick in i förhandlingen, acceptansen var så att säga redan gjord. Att produkten då redan var lanserad gav framförallt ett bevis för att produkten faktiskt var kommersiellt gångbar. Att ett varumärke redan i viss utsträckning var uppbyggt i och med provlanseringen var inget som köparen såg som ett

problem. För säljaren var snarare fallet det motsatta. Genom att varumärket och därmed produkten blev känd, ökade intresset kring företaget. Det är också, påpekar venture capital-bolag, svårt för ett litet utvecklingsföretag att bygga ett varumärke som blir starkare än den börsnoterade köparens. Detta var i slutändan så pass starkt att det överskuggade det lilla företaget, då köparen hade varit i branschen så pass länge.

redan gjord. Köparen har bäst koll och kan avgöra om produkten är gångbar.

Vid försäljningen av γ_1 rådde en förhållandevis god samsyn hos venture capital-bolaget, entreprenören och VD:n i företaget. Olika uppfattningar finns givetvis. I fallet γ_1 fanns en grundare, en läkare, som arbetade som konsult i bolaget och hade ägandentressen. VD hade viss ägarandel. Givetvis hade de tre olika idéer, men vid köp så var man väl överens. Det bästa för företaget och produkten var att få den aktuella partnern. Resonemanget från säljarnas sida under förhandlingen var dock opportunistisk snarare än rationell. De fick ett bra pris och accepterade det, då de givet omständigheterna inte kunde fortsätta på egen hand. Denna begränsade rationalitet är dock något som vid intervjun framställs som viktigt:

Om du blir för rationell är risken att man låser upp sig i ett visst spår alltför mycket. Det krävs givetvis en plan, en ledstång i grunden, men händer något på vägen så får man vara flexibel. Rationell tanke i grunden men kombinerat med opportunism, flexibilitet.

Om en full produktlansering hade genomförts innan exit är inte säkert att någon hade gynnats. Det hade kostat oerhört mycket och det är svårt att säga hur mycket avkastning det hade gett i slutändan. Venture capital-bolaget menare att projekt av denna typ ska ganska tidigt in i bolag av större modell, antingen genom en försäljning eller genom ett partneravtal. Fördelen för köparen är att om de köper en ”olanserad” produkt kan de snarare sätta sin egen touch på produkten. Det är också ur ett organisatoriskt perspektiv svårt att etablera ett litet enproduktföretag som fungerar i samspel med andra aktörer. Det större sammanhanget intresserar även distributörer och återförsäljare.

9.11 Fallföretag γ_2

Fallföretaget γ_2 var verksamt inom två områden varav det sista var läkemedelsproduktion. Venture capital-bolaget Gamma ägde företaget i 10 år. Exit gjordes före produktlansering.

Verksamheten i γ_2 startades inom ett annat område än medicinsk teknologi. En applikation utvecklades och såldes av till en kund, men venture capital-bolaget satt fortfarande kvar med skalet till företaget och grundteknologin. Tanken föddes då om att fortsätta in på läkemedelsproduktionsområdet. γ_2 llerade sig med ett läkemedelsföretag för att utveckla och testa den nya tillämpningen. Att teknologin redan var beprövad stärkte även självförtroendet hos γ_2 . Ett

instrument såldes även till ett annat läkemedelsföretag. För att kunna nå ut till kunden, vilken var läkemedelsföretag över hela världen, krävdes dock en stor organisation med service när kunden var den än är placerad. Att bygga denna verksamhet i ett enproduktföretag var därmed inte aktuellt. För att kunna nå ut tecknades istället ett distributionsavtal med en partner, vilken även köpte företaget precis efter att produkten nått marknadsacceptans.

Som venture capital-bolaget själva ser det var de mer rationella i fallet γ_2 än i fallet med γ_1 . Redan i den ursprungliga färdplanen hade de bestämt sig för att göra utveckling tillsammans med läkemedelsföretag och sedan liera sig med medicinsk-teknologiskt företag. Att det blev just den kunden det blev var dock en ren tillfällighet. Att köparen i fråga fanns och kunde vara intresserad var inget venture capital-bolaget kände till vid entry.

Produkten som γ_2 utvecklat var en applikation baserad på flera kända teknologier. Det var därmed svårt att erhålla starka patent. Det fanns emellertid en djup kunskap hos utvecklarna av produkten, vilket gjorde att venture capital-bolaget hade en stor risk i just dessa personer. Några större meningsskiljaktigheter mellan entreprenör, ägare och den anställda VD:n fanns dock inte. Anledningen till detta anser venture capital-bolaget vara att man tidigt i processen talat om och klargjort att en exit kommer att ske. De anställda var därmed motiverade och gjorde en god affär i slutändan.

Om konjunkturläget hade varit riktigt dåligt hade utvecklingen kunnat se annorlunda ut. Vid tiden för exit var produktlanseringen nästa naturliga steg i γ_2 :s utveckling. Om ingen köpare hade funnits hade man börjat produktlansera. Detta hade dock skett först om inga andra försäljningslösningar fanns.

Om produktlansering hade inletts hade det i fallet γ_2 inte riskerat att fälla produkterna. Tack vare testningen i samarbete med läkemedelsföretag under utvecklingsprocessen, var den risk som kvarstod marknadsrisk snarare än teknisk risk. Det var aldrig tal om att inte teknologin skulle hålla.

10 Analys

Vi har valt att inleda analysen i två delar. Första delen besvarar frågan om exit ska göras före eller efter produktansering, empirin diskuteras här tillsammans med tidigare forskning om exit, produktanseringsteori och värderingsteori. Den andra delen diskuterar resultatet av första stycket, vad resultatet betyder och hur det kan ses utifrån ett praktiskt perspektiv. Diskussionen i andra stycket stöder sig på beslutsteori.

10.1 Problemet med produktanseringen

Tid och pengar, that's the name of the game...

(Intervju med Alfa)

För venture capital-bolagen är det i grund och botten avkastning och risk som ligger till grund för den problematik som finns kring att göra produktansering före eller efter exit. Behovet av resurser som kapital, distributionskanaler och organisationsutvecklande är stort för att kunna genomföra en produktansering. Kapitalbehovet är enligt venture capital-bolagen även stort i produktanseringen i relation till den tidigare investeringen men avkastningen följer av erfarenhet inte med det ökade kapitalbehovet. Även om kapitalet skulle finnas tillgängligt så tar det tid att bygga ut en organisation som kan genomföra en produktansering. Kapitalet blir alltså även bundet en längre tid. Enligt venture capital-bolagen är utgången av produktanseringen osäker, hur den påverkar en exit är svårt att veta. Grundfrågan de står inför blir alltså om deras kapital ska investeras på annat håll än i produktanseringar för bättre avkastning. Den är för venture capital-bolagen svår att svara på då en fullständig bild av verkligheten kring problemet är oklar. Detta är venture capital-bolagens syn på produktanseringsproblematiken.

Produktanseringen ger en bild, men inte den enda, om hur verkligheten för ett portfölj företag ser ut. Värdet på portföljbolaget kan påverkas både negativt och positivt, men ingen av dessa utgångar kan direkt kopplas samman med vad som kan anses vara en lyckad eller misslyckad produktansering. Som ett venture capital-bolag kort uttryckte det:

...en lyckad produktansering kan både hjälpa och stjälpa.

10.2 Lyckad produktlansering - ett relativt begrepp

Venture capital-bolagen har inte alltid samma syn som eventuella köpare på vad en lyckad produktlansering är. En stor köpare har ofta en större potential att lyckas med en produktlansering, än vad portföljbolaget har (Anderson & Day, 1997; Beard & Easingwood, 1996; Gatignon et al. 1990). Enligt venture capital-bolagen gör detta att den bild som en köpare har av en produktlansering är starkt färgad av köparens egna förutsättningar vid en eventuell produktlansering. Ofta en potential som är långt bättre än vad portfölj företaget självt kan uppnå. Detta resulterar i sin tur till att köparen kan uppleva en, enligt venture capital-bolagen, väl genomförd produktlansering som misslyckad. Detta drar i förlängningen ner priset på portföljbolaget vid en försäljning. Samtidigt tycker venture capital-bolagen att köparen borde ”veta bättre” och förstå de olika förutsättningarna för produktlanseringen och att ett ”relativt misslyckande” inte skulle påverka priset.

Den prispåverkan som uppstår genom att köparen har en relativ syn på produktlanseringen kan förklaras utifrån teorin med att de potentiella synergieffekter en köpare ser, förstörs när en produkt lanseras. Enligt Cumming & MacIntosh (2003) kan en köpare med möjligheter till synergieffekter ge ett överpris sett ur venture capital-bolagets ögon. Oakley (1997) menar att snabbhet är centralt för att lyckas ta en marknadsposition vid en högteknologisk produktlansering. Om positionen inte tas direkt kan alltså förutsättningarna för produkten vara förstörda. De synergieffekter som en köpare kunde tillgodose sig i en produktlansering via varumärke eller distributionskanaler skulle på så sätt vara förbrukade eller i alla fall kraftigt minskade. Det pris som köparen var villig att betala innan en produktlansering blir därmed lägre efter lanseringen.

Den relativa uppfattningen om vad som är en lyckad produktlansering tillsammans med begränsad information om köparens motiv till ett köp kan också få följder för värderingen. Venture capital-bolagen försöker hela tiden följa potentiella köparens önskemål genom att hela tiden scanna marknaden. Att ha en produkt ute på marknaden skulle mycket väl kunna vara ett önskemål hos en köpare och därmed motivera en produktlansering. Men det är oerhört svårt för venture capital-bolagen att få del av denna typ av information. Som ett venture capital-bolag uttryckte problemet:

Vilka planer och önskemål som finns kring våra produkter är svårt att veta. Våra produkter kan mycket väl ingå i nya produktkoncept på något styrelsebord ... det är inget vi får reda på.

Risken finns därför att venture capital-bolaget väljer att produktlansera i tron om att detta höjer värdet på portföljbolaget, men att köparen istället ser produktlanseringen som en värdeminskande händelse. Enligt Nilsson et al. (2002) är bolagsvärderingar subjektiva och kan grunda sig på väldigt olika saker. En köpare kan vara ute efter kompetens; att möta upp mot förnyelsekrav

(Lehtonen, 2000) eller operativa synergieffekter (Healy et al, 1992). Om det är sådana faktorer och inte marknadsacceptans av produkten som ligger till grund för köparens värdering kan alltså en lyckad produktlansering vara utan värde för köparen. Detta skulle innebära att de resurser som spenderats i produktlanseringen använts i onödan. Venture capital-bolaget ser alltså en värdeökning, men köparen gör det inte.

10.3 Moment 22

Huruvida ett starkt varumärke eller bra kvalitet är avgörande för en högteknologisk produktlansering är inte fastställt. De teoribildningar som finns pekar sammantaget på att båda spelar roll och kan komplettera varandra. Enligt venture capital-bolagen är ett starkt varumärke på produkten i ett portföljbolag inte det centrala för en köpare, utan kvalitén på teknologin. Det kan finnas två anledningar till att venture capital-bolagen här håller med Kapferer (1996) om att kvalitén är viktig och kan ta bort behovet av ett varumärke. Den första kan ses i både teori och empiri. Venture capital-bolagen menar att detta beror på att köparen av portföljbolaget är välinformerad och har goda kunskaper om produkten, att köparen framstår som mer rationell i sin uppfattning om produkten än vad en slutkonsument är. Kapferer beskriver samma förhållande, en välinformerad kund behöver inget varumärke för att minska sin osäkerhet utan kan välja utifrån sin kunskap om själva produkten. Den andra anledningen är en reflektion vi gjort. Om vi ser till de specifika portfölj företag som studerats i denna uppsats, har samtliga varit utan starkt varumärke vid försäljning. En intressant tanke skulle kunna vara att venture capital-bolagen inte ser ett starkt varumärke som avgörande då de sällan haft ett och därför inte upplevt de fördelar som kan finnas vid en värdering och försäljning.

En intressantare aspekt med starkt varumärke kan göra en köpare ointresserad:

Köparen vill ofta sätta sin egen prägel på produkten, finns ett redan etablerat varumärke så kan det bli problematiskt.

Detta skulle även kunna vara en av faktorerna bakom att portfölj företaget α_2 , som tack vare en partner fått ett starkt varumärke, inte gått att sälja genom trade sale trots en vilja att göra så från ägarens sida. Detta gör att venture capital-bolaget skulle kunna befinna sig i ett moment 22. Antag att det krävs ett starkt varumärke för att lyckas med en produktlansering (Kapferer, 1996; Kunde 1997) mot slutkunder på marknaden och att de potentiella köpare som finns vid en trade sale kommer att tappa intresse vid ett starkt varumärke. Resultatet blir då att en lyckad produktlansering och trade sale inte är förenliga med varandra.

Ovanstående resonemang gäller även analogt för den andra huvudfaktorn för att lyckas med en produktlansering, att vara stor och ha de resurser som krävs för att möta marknaden (Anderson & Day, 1997; Beard & Easingwood, 1996; Gatignon et al. 1990). Om portfölj företaget, som är litet, själva skulle genomföra en

produktlansering är alltså sannolikheten att misslyckas stor. En misslyckad produktlansering skulle innebära en nackdel för venture capital-bolaget vid försäljning.

En väg runt denna problematik skulle kunna vara att ta hjälp av en eller flera partners och därigenom få de storleksfördelar som behövs för att lyckas med en produktlansering (Moore, 1999). Detta är något som även venture capital-bolagen förespråkar för att kunna genomföra en lyckad produktlansering. Det har dock visat sig att detta kanske inte är förenligt med att på bästa sätt påverka venture capital-bolagens exit-möjligheter. Den nackdel Kotler (1999) ser med ett partnerskap, att det kan leda till skapandet av en konkurrent, har inte berörts i empirin, förmodligen för att venture capital-bolaget anser sig ha gjort exit innan samarbetskontraktet gått ut. Venture capital-bolagen ser däremot en annan typ av problematik att samarbeta med en partner - att produkten som portföljbolaget säljer blir uppbunden i en annan organisation via kontrakt. Detta leder i sin tur till att potentiella köpare vid en trade sale blir ointresserade, då de ofta vill ha exklusivitet till och kontroll över portfölj företagets produkt. Åter igen ser vi här ett potentiellt moment 22, om en köpare vill se en lyckad produktlansering. För att lyckas med en produktlansering måste man vara stor, vilket kan lösas genom samarbete med en partner. Samtidigt riskerar samarbetet göra eventuella köpare ointresserade, då de önskar ha full kontroll över produkten. Detta skulle kunna förklara den skillnad vi ser i de två fall där partners har varit med i produktlanseringen. I fallet γ_2 slutade det med att partnern köpte portföljbolaget, något som även venture capital-bolaget Alfa hade räknat med för portföljbolaget α_2 . Detta inträffade dock inte. Möjligen är det på grund av detta som ingen köpare hittats trots en lyckad lansering. Detta ger oss att andra exit-vägar än trade sale kan vara mer lämpliga i de fall då en produktlansering genomförts.

En upptäckt som driver diskussionen vidare är emellertid att det finns ytterligare ett sätt för venture capital-bolagen att komma runt problematiken med att vara en relativt liten aktör. De kan, som i fallen β_2 och γ_1 , göra en provlansering på en lokal marknad trots att produkten är avsedd för en global marknad. Detta alternativ finns inte specifikt presenterat i teorin. När ett venture capital-bolag backar upp finansiellt kan en avgränsad lansering vara en bra strategi även för ett litet bolag med stora konkurrenter för att minska riskerna och eventuella förluster i en produktlansering. Intresset hos köpare skulle kunna väckas utan att nackdelarna med att binda sig till en partner eller att skapa ett eget starkt varumärke uppstår. Även om ett varumärke skapas på den lokala marknaden, har det i ett globalt perspektiv en minimal betydelse då den resterande globala marknaden är mycket stor. Detta alternativ är dock bara en tillfällig lösning. Om ingen köpare intresserar sig direkt på grund av provlanseringen står venture capital-bolaget åter inför den globala produktlanseringsproblematiken.

10.4 "Blåa moln"

Hittills har analysen fokuserat kring hur en produktlansering påverkar vad en köpare eftersträvar och vad som de facto erhålls genom köpet. Detta stycke diskuterar hur en produktlansering kan påverka vad en köpare tror sig få. Ett av venture capital-bolagen uttryckte sin syn på situationen på följande sätt:

Ett företag kan värderas väldigt olika vid exit. Det gäller att måla upp "små blåa moln", vi säljer egentligen framtida förväntningar...

Som diskuterats tidigare kan grunden för värdering av ett portföljföretag vid exit kan vara flera olika saker. Enligt venture capital-bolagen används ofta diskonterade kassaflöden beräknade på marknadsprognoser som ett mått på portföljbolagets värde vid exit. Då marknadsförutsättningarna för högteknologiska produkter är mycket osäkra (Beard & Easingwood, 1996; Moriarty & Kosnik, 1989), blir denna värdering inte självklart representativ för det "verkliga värdet". Inte heller en jämförelse med börsnoterade bolag, som Paradi (2001) föreslår, är ett lämpligt sätt för värdering i detta läge. Detta eftersom portföljbolagen ofta har helt nya produkter, vilket gör jämförelse med existerande bolag svår. Även om köpare och venture-capital bolag ofta har samma grund för sin värdering baserad på marknadsprognoser, kan resultatet skilja sig avsevärt beroende på olika förutsättningar för att lyckas med en produktlansering. Värderingen blir alltså subjektiv trots att parterna har samma utgångspunkt. Värt att notera här är att Nilsson et al. (2002) säger att en revisor kan tas in för värdering för en mer objektiv värdering än om venture capital-bolaget själva genomför värderingen. Detta är dock inget vi har sett i denna studie.

Mot bakgrund av ovan blir värderingen utifrån kassaflöden enligt venture capital-bolagen bara ett argument bland flera i förhandlingen om priset. Denna beskrivning av prissättningsförfarandet liknar det Melin & Kuikka (2002) beskriver som förnuftsvärdering. Denna utgår från värderarens kunskaper och erfarenheter, men har samma problem att förutse framtiden som övriga metoder. Venture capital-bolagen ser dock inte detta som ett problem, snarare tvärtom. De anser sig sälja framtida förväntningar och ett osäkert värderingsförfarande kan därmed gynna dem genom att förväntningarna ofta kan överdrivas, att de kan "måla upp små blåa moln". Att det är så fastställs av Campbell (2001) som menar att övervärdering blir resultatet av denna typ av värderingsmetod. Säljaren av ett portföljföretag har alltså en fördel av det osäkra värderingsförfarande vid en exit.

En produktlansering är enligt venture capital-bolagen ett stort steg mot att införliva de förväntningar som finns på ett portföljföretag. Produktlanseringen ger substans till beräkningar av diskonterade kassaflöden vilket leder till att värdet på portföljbolaget kommer närmare "verkligheten". Med det osäkra värderingsförfarande som används vid exit finns det alltså en risk att även en lyckad produktlansering kommer att sänka värdet på portföljbolaget. Begreppet

”relativt lyckad” produktansering kommer alltså igen. Produktanseringen kan vara lyckad enligt venture capital-bolaget, men i relation till en köparens förväntningar är den inte det. Åter igen ser vi alltså hur en lyckad produktansering kan få negativa konsekvenser på venture capital-bolagets avkastning.

10.5 Produktanseringsbeslutet

Mycket i ovanstående analys tyder på att en exit bör göras innan produktansering. Varför ser då empirin ut som den gör, med produktanseringar innan exit i över 70 % av fallen hos venture capital-bolagen? Betyder detta då att de ej tror sig vara på höjden av avkastningskurvan (Cumming & Macintosh, 2003) i sin investering och därför väljer att fortsatt driva en riskfylld venture vidare? Om risken skall minimeras, vore inte det kloka att göra exit innan produktanseringen? Denna problematik har inte berörts ovan varför vi väljer därför i vår fortsatta analys att belysa även detta område.

Vi har utifrån empirin identifierat två olika tillstånd ett venture capital-bolag kan befinna sig i när beslutet om produktansering tas (se Figur 13 nedan). Det första tillståndet är då venture capital-bolaget inte upplever sig ha något annat önskvärt val än att göra en produktansering i portföljbolaget. Detta tillstånd har framkommit i och med att det inte finns någon seriös köpare av portfölj företaget och det naturliga steget i företagets utveckling är att genomföra en lansering. Ett fallföretag beskrev situationen som följer:

Produktansering kommer som ett naturligt steg i utvecklingen medan exit kommer ”by accident”. Det fanns ingen köpare... och något skulle vi göra.

När ingen köpare finns och exit-målet är en trade sale, kvarstår endast alternativen fortsatt forskning eller produktansering. Att genomföra en produktansering blir därmed inget egentligt beslut, då fortsatt forskning trots att produkten är färdig, inte ses som ett rimligt alternativ för venture capital-bolaget. Detta underbyggs av följande uttalande från VD:n för Alfa:

Exit får inte vara det enda mål som avspeglas i arbetet. Det taktiska och operativa arbetet - att fatta rätt beslut varje dag - är minst lika viktigt.

En lansering under dessa förhållanden kan dock fylla ett positivt syfte som intresseväckare för potentiella köpare enligt venture capital-bolagen.

Det andra tillståndet vi identifierat är då venture capital-bolaget har möjlighet att välja om produktansering skall ske eller ej. Detta innebär, till skillnad från det ovan beskrivna tillståndet, att ett acceptabelt bud eller seriösa potentiella kunder

finns. Från detta tillstånd kan två vägar väljas. Antingen väljer venture capital-bolaget att genomföra lanseringen eller att inte genomföra den.

De gånger produktlansering ändå gjorts i egen regi har detta dock förefallit rationellt och välgrundat utifrån de förutsättningar som de beskrivit som rådande vid beslutstillfället. Produktlansering i egen regi är oftast inte framgångsrikt, sett till de samlade erfarenheterna i teori och praktik. Drivande för det beslut som tas i detta läge kan därmed sägas vara en form av kontextuell rationalitet. Detta innebär att de enbart väger de risker det innebär att genomföra produktlanseringen mot den potentiella värdeökning en lansering skulle kunna innebära vid den aktuella tidpunkten. Ett talande exempel på denna begränsade rationalitet gavs av Beta om fallet β_1 :

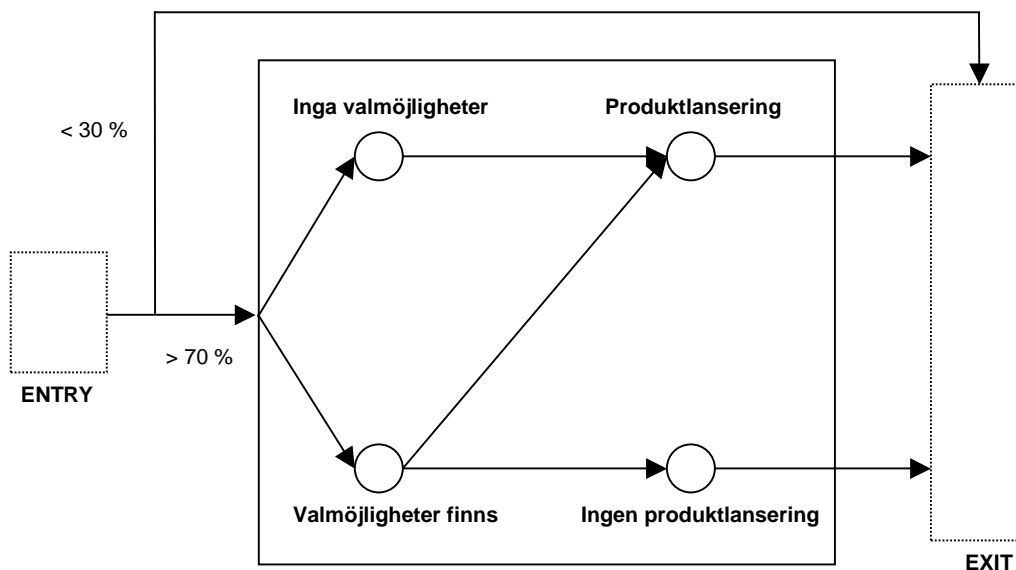
En produktlansering torde vara helt riskfri... Produkten var överlägsen befintliga metoder och efterfrågan var mycket stor. Det verkade så enkelt, nästan helt riskfritt.

Denna typ av resonemang kan även delvis förklaras ur ett nytto-maximerande perspektiv. När venture capital-bolaget resonerar kring vad som ger mest avkastning, lansering eller inte lansering, ser de att en lansering är det som skulle höja värdet på portfölj-företaget mest om den lyckas. De genomför därför lanseringen i ett försök att nytto-maximera, för att komma högre upp på avkastningskurvan (Cumming & Macintosh, 2003). Om venture capital-bolaget varit mer nytto-satisfierande hade de sannolikt kommit till slutsatsen att inte produktlansera, då det ger en säkrare avkastning. Risken finns därmed att ett nytto-maximerande synsätt på produktlansering blir kontraproduktivt; i jakten på maximal avkastning ger sig venture capital-bolaget in i en produktlanseringsprocess som i slutändan kan minska avkastningen.

Om venture capital-bolaget väljer att inte produktlansera har riskerna för lanseringen bedömts varit för höga i relation till den potentiella värdeökningen. Ett annat motiv kan vara att den potentiella köparen inte eftersträvade en lanserad produkt, utan var ute efter t.ex. tekniken eller personalen i företaget. Ett alternativ kan också vara att de inte varit beredda att betala mer för att få produkten lanserad. Alfa beskriver bland annat situationen i α_1 :

Tekniken var åtråvärd... det fanns ingen anledning att produktlansera.

När valet faller på att inte produktlansera kan förklaras genom att venture capital-bolaget varit nytto-satisfierande. Större vikt har då lagts vid att informationsbrist har rått. Beslutet att inte lansera har därför utgått från att hitta en lösning som är tillräckligt bra, även om en teoretiskt sett mer optimal exit kunnat göras genom att först produktlansera.



Figur 13, Produktlanseringsbeslutet

Figuren ovan kan ge en förklaring till varför det i praktiken sker så pass många produktlanseringar före exit, trots att mycket pekar på att så inte borde vara fallet. Vår teori är att venture capital-bolaget sällan hamnar i den nedre cirkeln och där har möjligheten att göra ett aktivt val, utan de flesta portföljbolag som produktlanserar kommer via den övre cirkeln. Exit kan, vilket visas i figuren ovan, givetvis även ske innan produktlanseringsproblematiken uppstår genom att en köpare lägger ett tillräckligt bra bud innan tidpunkten för produktlansering infaller. Detta är också det mest önskvärda läget, då det ger störst säkerhet och minst arbete för venture capital-bolaget.

10.6 Från entry till produktlanseringsbeslut

Det kan även vara intressant att belysa den process som föregår produktlanseringsbeslutet. Den teoretiska modell som bäst beskriver processen är som vi ser det soptunnemodellen. Venture capital-bolagen själva har en begränsad möjlighet att styra över sin omvärld, vilken vi har visat utövar ett stort inflytande på när i tiden en produktlansering infaller, då portföljbolaget har sin egna livscykel. De kan därför sägas jobba med att känna av soptunneteorins strömmar. Vid flera tillfällen på vägen fram till det slutliga produktlanserings- eller exit-beslutet ställs venture capital-bolaget inför möjliga beslutssituationer i form av framsteg i portfölj företagen, erbjudande från möjliga köpare osv. Att leva med marknaden blir centralt för att kunna fånga upp de beslutssituationer, beslutsanledningar och lösningar som uppstår. Ibland uppstår beslutssituationer på egen hand, men ibland måste de letas upp. Genom att åter igen leva med marknaden skapar venture capital-bolaget en kunskap om vad som finns i strömmarna, för att veta hur läget ser ut och därmed kunna fatta ett snabbare

beslut när så är dags. Vi ser också att när beslutet om exit väl ska fattas, har det gått mycket fort. Det finns ingen tid att sätta sig ner och arbeta med en traditionell beslutsprocess, utan venture capital-bolaget måste direkt veta hur de ska agera, då största delen av tiden från det att beslutsmöjligheten öppnar upp sig fram till det att kontrakt skrivs är förhandling.

Ovanstående resonemang leder oss fram till att exit inte är ett beslut som fattas, utan snarare är något som händer. Det som ytterligare talar för denna syn på exit är uttalandet att "all exits are by accident". Gräver vi lite djupare i vad "by accident" egentligen innebär, finner vi dock ett inte fullt så slumpartat förlopp fram till exit. Att den inträffar är resultatet av ett taktiskt arbete från den dag entry gjordes. Genom att leva med marknaden, vilket nämnts flera gånger innan, ökar sannolikheten för möten och tillfälligheter vilka kan leda till exit-möjligheter. Vad som är "by accident" är snarare det exakta tillfället som exit inträffar och exakt vem som blir köparen. Enligt venture capital-bolagen påverkar makrofaktorer antalet villiga potentiella köpare och därmed ytterligare minskar venture capital-bolagets möjligheter att kontrollera exit.

11 Slutsatser

Kapitlet inleds med att besvara den första frågan i problemformuleringen. Därefter besvaras den andra frågan utifrån beslutsteori. Detta följs av ett resonemang om vad svarens betydelse och dess generaliserbarhet. Avslutningsvis ges ett antal förslag på möjliga fortsatta forskningsområden utifrån denna studie.

Ska trade sale göras före eller efter produktlansering?

En i venture capital-bolagets ögon lyckad produktlansering kan ändå sänka värdet på ett portföljföretag inför trade sale. Detta har flera bakomliggande anledningar. Värderingen av ett tillväxtföretag är i hög utsträckning subjektiv. Olika aktörer ser olika värden med ett företag, mycket beroende på aktörens egen situation. Produktlanseringsteorier talar även om en allmän svårighet vid produktlanseringar. När ett relativt litet och ungt företag ska lansera en högteknologisk produkt på en global marknad bli svårigheterna ännu större. Det lilla företaget saknar både distributionskanaler och möjligheten att bygga ett starkt varumärke tillräckligt snabbt. Möjliga värdeskapande synergieffekter hos en köpare som har de resurser som det lilla företaget saknar kan därmed gå förlorade om produktlanseringen genomförs i portföljbolagets regi. Om det lilla företaget tar hjälp av en större partner för att öka chanserna för en lyckad produktlansering uppstår ett moment 22, då partneravtal och ett starkt varumärke kan leda till minskat intresse hos potentiella köpare av företaget.

Värderingen vid trade sale baseras på framtidsförväntningar. En produktlansering kan både infria och slå hål på dessa förväntningar. Desto mindre information som finns om den framtida utvecklingen, desto större blir möjligheterna för venture capital-bolaget att blåsa upp förväntningarna över det ”verkliga” värdet. En lyckad produktlansering givet de faktiska förutsättningarna kan alltså ändå inte leva upp till de förväntningar som målats upp av säljaren. Även om de uppblåsta förväntningarna speglar verkligheten, har det lilla företaget ändå inte resurserna att fullt ut bevisa marknadspotentialen.

Tron på att en lyckad produktlansering ökar värdet på ett portföljföretag kan locka venture capital-bolag att genomföra en produktlansering trots alla de risker som föreligger. Det resonemang som förts ovan visar emellertid att denna strävan efter värdemaximering är kontraproduktiv. I det enskilda fallet kan givetvis undantag finnas, men ur ett strategiskt perspektiv är trade sale innan produktlansering att föredra.

Vad ligger bakom produktlanseringsbeslutet i ett portföljföretag?

Det har visat sig att valet att produktansera i praktiken oftast inte är ett beslut. Portföljföretaget har en livscykel och i denna kommer tidpunkten för produktansering förr eller senare att infinna sig naturligt. Från den tidpunkt venture capital-bolag gör entry börjar de leva med marknaden av potentiella köpare. Att leva med marknaden kan ses som ett taktiskt positionerande av portföljföretaget inför en framtida försäljning. Att en trade sale kommer att genomföras är alltså ingen överraskning, men när den kommer att ske bestäms mer eller mindre ”by accident”. När produktanseringen ska genomföras kan venture capital-bolaget befinna sig i två situationer. Den ena situationen är att det finns en köpare av portföljbolaget och den andra att det saknas köpare. Finns det ingen köpare har venture capital-bolaget inget annat val än att fortsätta med produktanseringen, då nedläggning eller malpåse inte ses som rimliga alternativ. Om venture capital-bolag å andra sidan har en kund står de inför beslutet att göra trade sale direkt eller att produktansera först i ett försök att få högre avkastning vid trade sale längre fram i tiden. Utifrån de venture capital-bolag och fallföretag som behandlas i denna studie, är dock denna situation ovanlig.

Anledningen till att empirin pekar på att trade sale normalt görs efter produktansering, trots vår slutsats att trade sale innan produktansering är mest fördelaktigt, är att venture capital-bolag ofta befinner sig i en situation då köpare saknas när portföljföretaget är klart för produktansering. I de fall när venture capital-bolagen väljer att genomföra en produktansering trots att köpare finns, har detta berott på att de köpare som funnits inte varit beredda att betala tillräckligt bra.

11.1 Reflektioner kring slutsatserna

Dessa resultat kan förhållas till tidigare identifierade faktorer som leder till exit. Exempel på sådana faktorer är Isakssons (1997) som förklarar motiv för att göra en exit. Det vi kan säga om dessa faktorer är att de inte gäller för trade sale om det inte finns en köpare. Analogt skulle detta mycket väl kunna gälla för alla typer av konstruktiva exits. Att det måste finnas en köpare för att exit ska kunna genomföras kan ses som trivialt, men är ändå inget som framgår då faktorer för exit diskuteras. Därför tycker vi det är värt att nämnas för att intrycket att det är säljarens marknad inte ska ges.

En sak som skulle kunna påverka våra resultat är makrofaktorer, speciellt konjunkturläget. Konjunktursvängningar skulle troligen medföra att antalet venture capital-bolag som befinner sig i de två olika lägena med valmöjligheter eller ej skulle variera. Vid en högkonjunktur kommer portföljbolag vara enklare att sälja och lika många venture capital-bolag skulle då inte bli fast med produktansering som enda val.

De generaliseringsproblem som finns inom studiens område (Isaksson, 1997) innebär att det är oklart hur generella våra slutsatser är. Vi har sett bevis på att specifika förutsättningar förekommer från fall till fall. Detta innebär att generaliseringsproblemet fortfarande verkar vara aktuellt.

11.2 Förslag till fortsatt forskning

Ett förslag till fortsatt forskning är att titta på hur stor del av de lyckade produktlanseringarna som kommer i intervallet där de påverkar värdet negativt? Denna fråga är problematisk att svara på då varje trade sale är unik och det inte går att testa vad värdet blir vid trade sale både före och efter produktlansering i samma portfölj företag i samma miljö. Detta skulle kunna genomföras att genom en kvantitativ studie undersöka hur stor del av de lyckade produktlanseringarna som leder till en lägre värdering vid trade sale.

En intressant iakttagelse som vi gjort under vår undersökning är förhållandet mellan venture capital-bolaget och entreprenören. Detta är ett förhållande som vi, och teoretiker innan oss, tycker speglas bäst av agentteorin. Detta förhållande är sporadiskt undersökt så här finns mycket mer att göra. Till exempel vid trade sale hävdar Lehtonen (2000) att det finns målkongruens då både venture capital-bolaget och entreprenören säljer av hela sitt innehav. Våra intervjuer lutar mot en annan slutsats, att det finns stor målinkongruens mellan venture capital-bolag och entreprenörer p.g.a. akademisk prestige och en olik personlig agenda. Detta satt i ljuset att ingen part har tid, pengar eller lust att gå igenom en rättslig process gör kontrakt mindre betydelsefulla och detta problem ännu viktigare.

12 Referenser

12.1 Tryckta källor

- Aaker D. A. (1996). *Building Strong Brands*. New York: The Free Press.
- Aaker, D.A. & Day G.S. (1986). The perils of high growth markets. *Strategic management Journal*, Nr.7, ss. 409-421.
- Amram, M. & Kulatilaka, N. (1999). Disciplined decisions: aligning strategy with financial markets. *Harvard Business Review*, Vol. 77, No. 1, ss. 95-104.
- Anderson E. et al. (1997). Strategic channel design. *Sloan Management Review*, Vol. 38, Nr. 4, ss. 59-69.
- Armstrong, G. & Kotler, P. (2000). *Marketing: an introduction*. New Jersey: Prentice Hall.
- Beard C. & Easingwood C. (1996). New Product Launch, Marketing Action and Launch Tactics for High-Technology Products, *Industrial Marketing Management*, Vol. 25, Nr. 2, ss. 87-103.
- Brau, J.C. & Francis, B. (2003). The choice of IPO versus takeover: empirical evidence. *The Journal of Business*, Vol. 76, Nr. 4, ss. 583-612.
- Bryman A. (2002) *Samhällsvetenskapliga metoder*. Malmö: Liber Ekonomi.
- Brännback, M. (1996). *Strategic Decisions and Decision Support Systems*. Turku: Åbo Akademi University Press.
- Bygrave, W.D. (red.) (1994). *Realizing investment value*. London: Pitman Publishing.
- Bygrave, W.D. & Timmons, J.A. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.
- Campbell, S. (2001). Know your own worth. *Australian CPA*, Vol. 71, Nr. 4, ss. 42-43.
- Chemmanur, T.J. & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *The review of financial studies*, Vol. 12, No. 2, ss. 249-279.

Cumming D.J. & MacIntosh J.G. (2003). A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, Nr. 3, ss. 511-549.

Cumming, D.J. & MacIntosh, J.G. (2002). *Venture capital exits in Canada and the United States*. Toronto: University of Toronto (Law and Economics Research Paper No. 01-01).

Cyert, R.M. & March, J.G. (1992). *A behavioral theory of the firm*. Cambridge, Mass.: Blackwell Publishing.

Darby M. R. & Zucker L. G. (2002). *Going public when you can in biotechnology*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper Series).

Day G. S. (1997). Strategies for surviving a shakeout. *Harvard Business Review*, Vol. 75, Nr. 22, ss. 92-102.

Debruyne M. et al. (2002) The impact of new product launch strategies on competitive reaction in industrial markets. *The Journal of Product Innovation Management*, Vol.19, Nr. 2, ss. 159-170.

del Sol, P. Ghemawat, P. (1999). Strategic valuation of investment under competition. *Interfaces*, Vol. 29, Nr. 6, ss. 42-57.

Doz Y. & Hamel G. (1998). Alliance advantage - the art of creating value through partnering, president and fellows of Harvard College. Ur: Gullström P. et al. (1999). *C Technologies, Ett litet high tech-företags förutsättningar att kommersialisera sin innovation*. Magisteruppsats, Lunds Universitet, Lund.

Fiet, J.O. (1995). Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, Vol. 32, Nr. 4, ss. 551-575.

Flick U. (1999). *An introduction to qualitative research*. London: Sage Publications.

Gatignon H. et al. (1990). Brand introduction strategies and competitive environments. *Journal of Marketing Research*, Vol. 27, Nr. 4, ss. 390-401.

Green D.H. et al. (1995). Entry strategy, and long-term performance: conceptualisation, and empirical examination. *Journal of Marketing* Vol. 59, Nr. 4, ss. 1-17.

Green, E. (1997). *Kreditbedömning och intuition – ett tolkningsförslag*. Lund: Lund University Press. (Lund Studies in Economics and Management 30).

- Hammond, J.S. et al. (1999). *Smart choices*. Boston: Harvard Business School Press.
- Hannan, M.T. & Freeman, J. (1984). Structural inertia and organizational change. *American Sociological Review*, Vol. 49, Nr. 2, ss. 149-164.
- Healy, P.M. Palepu, K.G. Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, Nr. 31, ss. 135-176.
- Holme I.M. & Solvang B.K. (1997). *Forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur
- Howard, R. (1988). Decision analysis: practice and promise. *Management Science*, Vol. 34, Nr. 6, ss.679-695.
- Howard, T. (1984). Strategic decision analysis: applied decision analysis and its role in the strategic management process. *Strategic Management Journal*, Vol. 5, Nr. 2, ss. 139-156.
- Isaksson, A. (1999). *Effekter av venture capital i Sverige*. Stockholm: NUTEK. (NUTEKB:1999:3).
- Isaksson, A. (1997). *Exitstrategier – Motiv och konsekvenser*. Stockholm: NUTEK. (Marknadsplatser för handel med aktier i små företag – en delrapport).
- Jacobsen, D.I. (2002). *Vad, hur och varför?* Lund: Studentlitteratur.
- Jacobsen, K.J. (1993). *Intervju, konsten att lyssna och fråga*. Lund: Studentlitteratur.
- Joshua, L. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, Nr. 3, ss. 293-317.
- Kalve, S. (1989), *Issues of validity in quantitative research*. Lund: Studentlitteratur.
- Kalve, S. (1997), *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Lund: Studentlitteratur.
- Kapferer, J.N. (1997). *Strategic Brand Management: creating and sustaining brand equity long term*. London: Kogan Page.
- Karagozoglu, N. & Lindell, M. (1998). Internationalization of small and medium-sized technology based firms: An exploratory study. *Journal of Small Business*

Management, Vol. 36, No.1, ss. 44-59. Ur: Gullström P. Et al. (1999) *C Technologies, Ett litet high tech-företags förutsättningar att kommersialisera sin innovation*. Magisteruppsats, Lunds Universitet, Lund.

Keeney, R. L. (1996). Value focused thinking: Identifying decision opportunities and creating alternatives. *European Journal of Operational Research*. Vol. 92, ss. 537-549.

Kotler et al. (1999) *Principles of Marketing, 2:nd edition*, London: Prentice Hall Europe.

Kunde, J. (1997). *Corporate Religion*, Göteborg: ISL förlag AB.

Lehtonen, S. (2000). *Venture capitalist´s exit vehicles and their effects on perceived utility, allocation of rewards and contract structure*. Helsingfors: Svenska Handelshögskolan.

León, O.G. (1999). Value-focused thinking versus alternative-focused thinking: effects on generation of objectives. *Organizational Behaviour and Human Decision Process*. Vol.80, Nr. 3, ss. 213-227.

Levitt, T. (1965). Exploit the product life cycle. *Harvard Business Review*. November-December, 1965.

Malm, A. & Eneroth, K. (1996). The Management of Strategic Change – Evolution and Selforganization”, *Working Paper, Institute of Economic Research, Lund University*, no.13.

Matheson, J. & Matheson, D. (1998). *The Smart Organization*. Boston: Harvard Business School Press.

Melin, E. & Kuikka, A. (2002). *Förnuftsvärdering - Värdering av tillväxtföretag i ett tidigt skede*. Stockholm: CONNECT Sverige. (IVA-R 432).

McCarthy, Y & Barnes, E. (2002). Venture capital does reputation matter? *Accountancy Ireland*, Vol. 34, Nr. 5, ss. 20-21.

Michael, R.D. & Lynne, G.Z. (2002). *Going public when you can in biotechnology*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper Series).

Moore G.A. (1999). *Inside the tornado: Marketing Strategies from silicon valley´s cutting edge*. New York: Harper Perennial.

- Moriarty, R.T. & Kosnik, T. J. (1989). High-tech Marketing: Concepts, Continuity, and Change. *Sloan Management Review*, Vol. 30, Nr. 4, ss. 7-17.
- Nilsson, H. et al. (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.
- Nilsson, H. & Näslund, C. (1999). *Exitstrategier: jämförelse mellan företagsänglar och riskkapitalbolag*. Examensarbete, Luleå Tekniska Universitet, Luleå.
- NUTEK (2004). *Riskkapitalbolagens aktiviteter, fjärde kvartalet 2003*. Stockholm: NUTEK. (NUTEKR:2004:1).
- Nygaard, C. (red.) & Bengtsson, L. (2002). *Strategizing: en kontextuell organisationsteori*. Lund: Studentlitteratur.
- Oakley, P. (1997). High-tech NPD success through faster overseas launch. *Journal of Product & Brand Management*, Vol. 6, Nr. 4, ss. 260-274.
- Olve, N.G. (1988). *Företag köper företag en handbok i företagsförvärv*. Uppsala: Mekanförbundets Förlag.
- Paradi, J.C. Anadol, B. (2001). Valuing private companies: a DEA approach. *Management of Engineering and Technology*, Vol. 1, s. 374.
- Patton, M. Q. (2002). *Qualitative research & evaluation methods*. California: Sage Publications.
- Raiffa H. (1997, första utgåvan 1968). *Decision Analysis: introductory lectures on choices under uncertainty*. New York: McGraw-Hill.
- Relander, K. et al. (1994). Analysis of the trade sale as a venture capital exit route. Ur: Bygrave W.D. (red.) (1994). *Realizing investment value*. London: Pitman Publishing. ss. 132-196.
- Sahlman, W.A. (1994). Insights from the venture capital model of project governance. *Business Economics*, Vol. 29, Nr. 3, ss. 35-38.
- Schick, F. (1997). *Making choices: a recasting of decision theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Shepherd, D.A. & Mark, S. (1998). *New venture strategy*. California, Thousand Oaks: Sage Publications.

Slater, S.F. (1993). Competing in high velocity markets. *Industrial Marketing Management*, Vol. 24, Nr. 4, ss. 255-268.

Strauss, A. & Corbin, J. (1990). *Basics of qualitative research: grounded theory procedures and techniques*. California: Sage Publications.

Sudarsanam, S. et al. (1996). Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, Nr. 5-6, s. 673-699.

Trondsen, T.J. (1996). Some Characteristics of Adopters of a Major Innovation in the Computer Field and Its Potential Use in Marketing, *Industrial Marketing Management*, Nr. 25, ss. 567-576.

Zajas J. & Crowley E. (1995). Commentary: brand emergence in the marketing of computers and high technology products. *Journal of Product & Brand Management*, Vol. 4, Nr. 1, 56-63

Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard Business Review*, Vol. 76, Nr. 6, ss. 131-139.

12.2 Internetkällor

Berggren, Tom (2002) *Risikkapitalbranschens utveckling i Sverige*. Tillgänglig: http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29, 2004-05-22.

Berggren, T. (2001). *Venture capital-branschens utveckling i Sverige*. Tillgänglig: http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=26, 2004-05-27.

Berggren, Tom (2000) *Venture capital-branschens utveckling i Sverige*. Tillgänglig: http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=11, 2004-05-22.

Isaksson, A. (2000) *Venture Capital – Begrepp och definitioner*. Tillgänglig: www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10, 2004-05-22.

Lundén, Sture (1999) *Hur skapar man exit-möjligheter*. Tillgänglig: http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=2, 2004-05-22.

European Private Equity & Venture Capital Association. <http://www.evca.com>.

12.3 Övriga källor

Alexandersson, O. (Bitr. Professor, Lunds Tekniska Högskola). *Diskussioner*. 2004-05.

Alfa. *Orienteringsintervju*. 2004-04-29.

Alfa. *Djupintervju*. 2004-05-10.

Beta. *Orienteringsintervju*. 2004-05-04.

Beta. *Djupintervju*. 2004-05-15.

Gamma. *Orienteringsintervju*. 2004-05-10.

Gamma. *Orienteringsintervju*. 2004-05-14.

Isaksson, A. (Doktorand, Umeå Universitet). *Mailkontakter*. 2004-04 – 2004-05.

Landström, H. (Professor, Ekonomihögskolan, Lunds Universitet). *Mailkontakter*. 2004-04.

12.4 Bilagor

Bilaga 1 – Intervjuförteckning

Bilaga 2 – Intervjuguide

Bilaga 1 – Intervjuförteckning

Orienteringsintervjuer

Företag: Alfa
Datum: 2004-04-29
Plats: Telefonintervju
Längd: 25 minuter
Intervjuare: Håkan Johansson
Intervjuobjekt: VD, 15 år på företaget

Företag: Beta
Datum: 2004-05-04
Plats: Star Hotel, Lund
Längd: 120 minuter
Intervjuare: Sebastian Håkansson, Håkan Johansson, Johan Odin
Intervjuobjekt: VD, 10 år på företaget

Företag: Gamma
Datum: 2004-05-10
Plats: Telefonintervju
Längd: 20 minuter
Intervjuare: Håkan Johansson
Intervjuobjekt: VD, 25 år på företaget

Djupintervjuer

Företag: Alfa
Datum: 2004-05-10
Plats: Företagets huvudkontor
Längd: 120 minuter
Intervjuare: Håkan Johansson, Johan Odin
Intervjuobjekt: VD, 15 år på företaget
Fallföretag: α_1 och α_2

Företag: Beta
Datum: 2004-05-15
Plats: Företagets huvudkontor
Längd: 140 minuter
Intervjuare: Sebastian Håkansson, Håkan Johansson, Johan Odin
Intervjuobjekt: VD, 10 år på företaget
Fallföretag: β_1 och β_2

Företag: Gamma
Datum: 2004-05-14
Plats: Företagets huvudkontor
Längd: 50 minuter
Intervjuare: Sebastian Håkansson
Intervjuobjekt: VD, 25 år på företaget
Fallföretag: γ_1 och γ_2

Bilaga 2 – Intervjuguide

Agendasättande frågor

Grunddata för portfölj företaget:

- Hur såg branschen ut?
- Vilken typ av produkt (b2b eller konsument)?
- Hur långt kommet i utvecklingen var det?
- Hur pass aktiva var ni?

Hur gjorde ni exit i portfölj företaget? Före eller efter produkt lansering?

Varför gjorde ni enligt ovan?

Vad hade hänt om ni hade gjort annorlunda?

- Vem (om någon) skulle ha gynnats av detta?
- Förespråkade någon detta alternativ?
- Om ja, varför?

Ansåg ni er vara rationella i det beslut som togs?

Detaljfrågor

När under ägandetiden började ni tänka på exit?

Fanns behov av vinsthemtagning?

När började ni tänka på produkt lansering?

Skulle / (skulle skapa) produkt lanseringen skapa värde? Varför/varför inte?

Påverkas köpintresset i stort av en produkt lansering i portfölj bolaget?

Hur mötte ni köparen? Vem hittade vem?

Hur värderades portfölj bolaget av er och er kund? Hur enades ni? Vilka argument framfördes och hur skulle en produkt lansering påverka dessa?

Försöker ni uppfylla potentiella köparens behov av att lansera/inte lansera en produkt?

Vad köpte köparen? Produkt, patent, personal?

Fanns det meningsskiljaktigheter mellan entreprenören och VC-bolaget rörande exit och produkt lanseringen? Om ja, varför?

Om vi antar att värderingen bara är en "arabisk marknad", kan då produkt lansering hjälpa eller stjälpa?

Om produktlansering genomfördes, gjorde den portföljbolaget mer attraktivt? På vilket sätt? Om inte, varför då?

Hur påverkar en produktlansering managementrisk (kompetens), tekniskrisk (håller produkten vad den lovar), marknadsrisk (finns det behov av produkten) samt finansiell risk (hur mycket kan förloras).

Om produktlansering inte genomfördes, fanns produktlansering ändå som ett alternativ? Varför/varför inte?

Vilka möjliga synergieffekter fanns det för köparen med/utan produktlansering m.a.p. strategiska, finansiella och strukturella effekter?

Fanns det någon extern press (marknad, konkurrenter) på att göra en produktlansering?

Hur påverkar produktlansering i ett portföljbolag VC-bolagets riskspridning? Hur stora är kostnaderna?

Kan en produktlansering vara en övervintringsmetod?