



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kurs FEK 591
Jan 2005

Investment ready –

En studie av riskkapitalmarknaden för såddinvesteringar

Författare

Marcus Lindholm 760923-3916
Paul Zweiacker 771130-4076

Handledare

Hans Landström

Uppsatsens titel:	Investment Ready – En studie av riskkapitalmarknaden för såddinvesteringar.
Seminariedatum:	2005-01-18
Ämne/Kurs:	Strategic Management Magisteruppsats 10 p (FEK 591)
Författare:	Marcus Lindholm Paul Zweiacker
Handledare:	Hans Landström
Nyckelord:	Investment Ready, Knowledge gap, Equity Gap, Såddinvestering, Venture Capital
Syfte:	Vi vill utreda vad investerarna anser om den svenska riskkapitalmarknaden för såddinvesteringar, vilka är de vanligast förekommande bristerna i investeringspropåerna och går det att utröna några skillnader mellan Venture Capital-företagens och affärsänglarnas syn på vad som utmärker ett företag som är investment ready?
Metod:	Kvalitativ undersökning av fyra Venture Capital-företag, fyra Affärsänglar och fyra Affärsutvecklare där empiri är insamlad genom först en pilotintervju och sedan personliga intervjuer med hjälp av en intervjuguide.
Teoretiska perspektiv:	Teoretiska perspektiv som använts är investeringsprocessen, teorier kring investment ready, asymmetrisk informationsrisk och angränsande teori.
Empiri:	Personliga intervjuer av sammanlagt 12 aktörer på den svenska riskkapitalmarknaden.
Slutsatser:	Investerarna själva upplever att det råder brist på kapital till de tidiga faserna. Deras uppfattning är att de senaste årens konsolidering bland Venture Capital-företagen har lett till att företagen har större investeringsbaser att förvalta vilket medför att större investeringar krävs för att kunna förränta kapitalet. Detta kombinerat med att såddinvesteringar kräver mycket engagemang och innebär en hög risk har medfört att kapitalet söker sig till senare faser. Viktigast anser våra respondenter att market och management readiness är, det vill säga att marknadens uppfattning om produkten undersökts och att personer med antingen erfarenhet av branschen eller av starta företag engagerats i projektet. De vanligaste bristerna är att företagen tar kontakt med potentiella kunder för sent, inte har genomfört en ordentlig konkurrensanalys och har orealistiska antaganden i sina kalkyler.

Title:	Investment Ready – A study of the Venture Capital market for seed investments.
Seminar date:	2005-01-18
Course:	Master thesis in business administration, 10 Swedish credits (15 ECTS). Strategic Management.
Authors:	Marcus Lindholm Paul Zweiacker
Advisor:	Hans Landström
Key Words:	Investment Ready, Knowledge gap, Equity Gap, Seed investment, Venture Capital
Purpose:	We have been investigating what the investor think of the Swedish venture capital market for seed investments, what are the most common mistakes in the investment propositions and is it possible to detect any differences between what Venture Capital-companies and Business Angels think regarding investment ready companies?
Methodology:	A qualitative study of four Venture Capital companies, four Business Angels and four Business developers through the use of personal interviews.
Theoretical perspectives:	Theoretical perspectives that has been used in the study is the investment process, theories around the subject of investment ready, asymmetric information risk and other complementary theories.
Empirical foundation:	Interviews with all together 12 actors on the Swedish Venture Capital-market. We first did a pilot interview and followed up with personal interviews with the help of a interview guide.
Conclusions:	The investors themselves think there is a lack of capital for the early stages of the Venture Capital market. There opinion is that the last years consolidation among the Venture Capital-companies has led to that the companies now has a large investment base and therefore also does bigger investments to be able to be making profits on there capital. This combined with the fact that seed investments demands more time and commitment from the firms and that these type of investments involve a higher risk has led to that the capital gets invested in the later stages. The investors in our study find that market and management readiness is the most important. The most common mistakes among the investment propositions is that the companies has established contact with their potential customers to late, not has done a proper analysis of their competitors and has unreasonable expectations in their calculations.

I Förord

Denna uppsats är skriven inom ämnet strategi och har behandlat begreppet *investment ready*.

Vi vill först och främst tacka de respondenter som har ställt upp så att vi kunnat genomföra denna studie. Vi har intervjuat investerare på fyra Venture Capital-företag, fyra affärsänglar och fyra affärsutvecklare. Vi vill även rikta ett tack till vår handledare professor Hans Landström för goda råd under uppsatsens gång

Till sist vill vi tacka de personer i vår omgivning som stöttat och tröstat oss under arbetets gång.

Tack!

Lund 2005-01-18

Marcus Lindholm

Paul Zweiacker

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND OCH PROBLEMDISKUSSION	7
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	10
1.3 SYFTE	11
1.4 AVGRÄNSNINGAR	11
1.5 BEGREPPSDEFINITION	11
1.6 DISPOSITION	13
2 METOD	15
2.1 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	15
2.2 VAL AV METOD	16
2.3 INSAMLING AV TEORI	16
2.4 INSAMLING AV EMPIRI	17
2.4.1 Urval	17
2.4.2 Utformning och utförande av intervjuerna	18
2.5 REFLEKTIONER KRING METODVAL	19
2.5.1 Alternativa val	20
2.5.2 Validitet	21
2.5.3 Reliabilitet	21
2.5.4 Källkritik	22
2.5.5 Sekundärdata	23
2.5.6 Primärdata	23
2.6 ANALYSMETOD	24
3 LITTERATURGENOMGÅNG	25
3.1 INVESTERINGSPROCESSEN	25
3.1.1 Deal origination	26
3.1.2 Screening	26
3.1.3 Evaluation	27
3.1.4 Deal structuring	27
3.1.5 Post investment activities	28
3.1.6 Investeringsprocessen enligt Boocock and Woods	28
3.2 SKILLNADER I KRITERIER PÅ INFORMELLT OCH FORMELLT RISKKAPITAL	29
3.3 NEDBRYTNING AV BEGREPPET INVESTMENT READY	30
3.4 TRE DIMENSIONER AV INVESTMENT READY	32
3.5 ENTREPRENÖRENS INSTÄLLNING TILL EGET KAPITAL-FINANSIERING	33
3.5.1 Asymmetrisk informationsrisk	33
3.5.2 Överoptimism	34
3.5.3 Värdering av bolaget	35
3.6 FRAMSTÄLLNING AV FÖRETAGET	35
3.6.1 Affärsplanen	35
3.6.3 Muntlig presentation	36
3.6.4 Fråge- och svarsperioden	36
3.6.5 Kommunikationsproblem	37
3.6.6 Hur kan entreprenören minska företagets upplevda risk?	37
4 EMPIRI	39
4.1 PRESENTATION AV RESPONDENTGRUPPERNA	39
4.1.1 Presentation av investerarna på Venture Capital-företagen	39
4.1.2 Presentation av affärsutvecklarna	41
4.1.3 Presentation av affärsänglarna	43
4.2 INTERVJURESULTAT	44
5 ANALYS	55
5.1 INLEDNING	55
5.2 READINESS	56
5.3 ENTREPRENÖRENS INSTÄLLNING TILL EGET KAPITAL-FINANSIERING	57

5.4 FRAMSTÄLLNINGEN AV FÖRETAGET	58
5.5 RISKER OCH RISKREDUCERING	59
5.6 SKILLNADER MELLAN VENTURE CAPITAL-FÖRETAG OCH AFFÄRSÄNGLAR	60
6 SLUTDISKUSSION.....	62
6.1 SUMMERING OCH DISKUSSION	62
6.1.1 Såddinvesteringar i Sverige.....	62
6.1.2 Investeringspropåerna och entreprenörerna.....	63
6.1.3 Skillnader mellan Affärsänglar och Venture Capital	65
6.2 FÖRSLAG TILL VIDAREFORSKNING	66
KÄLLFÖRTECKNING	67

Bilaga 1 Intervjuguide

1 INLEDNING

Detta inledande kapital skall orientera läsaren i det problemområde som vår studie kommer att behandla. Kapitlet inleds med en bakgrunds och problemdiskussion, därefter kommer problemformuleringen och vidare definieras syftet med uppsatsen och de avgränsningar som gjorts. Avslutningsvis förklaras de definitioner som har använts och en disposition över uppsatsen.

1.1 Bakgrund och problemdiskussion

För att Sverige skall fortsätta att vara ett framgångsrikt land och ligga högt i välfärdslistan är det viktigt att risk kapital-marknaden fungerar. En väl fungerande risk kapital-marknad ger möjlighet till ökad sysselsättning och välfärd. Speciellt viktigt kan det antas vara att det finns kapital till entreprenörer som står i valet och kvalet om de skall köra igång ett eget företag eller inte. Om det inte finns kapital till dessa entreprenörer riskerar Sverige att få ett lågt nyföretagande och svag tillväxt. Dagens traditionella närings- och småföretagspolitiska åtgärder riktar sig mestadels till befintliga företag och tiden efter företagsstart. Den nya satsningen bör istället riktas mot tiden före företagsstart och själva starten. (Nutek, 2003a)

En förskjutning från den traditionella storföretagsorienteringen till en mer entreprenörorienterad verksamhet i svensk ekonomi behövs. Fler nyföretagare ger ett mer differentierat och dynamiskt näringsliv vilket minskar sårbarheten i en specifik region. Under 1990-talet var det riskkapital-marknaden som starkt bidrog till att Sverige upplevde en ökning av nyföretagande och entreprenörskap. (Braunerhjelm et al, 2001)

Förhoppningar ställs idag till den svenska riskkapital-marknaden. Företag och privatpersoner har under lång tid varit intresserade av att satsa externt riskkapital i olika projekt för att skapa tillväxt, men det var först under andra delen av 1970-talet som det började ske under organiserade former. Venture Capital-företag bildades för att med ekonomiskt stöd och kunskap hjälpa onoterade bolag. (Berggren, 2002)

I början av 1980-talet blomnade den svenska risk kapital-marknaden upp, då bildades ett trettiotal företag tillsammans med en rad statliga fonder. Starka skäl till att det var just då som det tog fart var den allmänna börsuppgången samt att svenska staten bildade OTC-marknaden. Under andra hälften av 1980-talet svalnade dock marknaden, antalet riskkapitalbolag minskade till följd av ett svagare börsklimat och det blev mer fokus på fastighetsmarknaden. Det heta börsklimatet var nu som bortblåst och höga räntor gjorde att investeringar i onoterade företag blev ointressant. (Berggren, 2002)

De följande åren blev magra och under 1990-talet växte riskkapital-marknaden sakta, för att i slutet av 1990-talet expandera ytterligare. Antalet aktiva företag i svenska riskkapitalföreningen ökade från 25 stycken år 1994 till 155 stycken år 2001. Idag har föreningen 350 medlemmar varav 140 stycken är aktiva företagsmedlemmar med ett sammanlagt förvaltad kapital på 190 miljarder fördelat på 2 300 investeringar. 21 stycken av föreningens medlemmar är privatpersoner. (www.vencap.se)

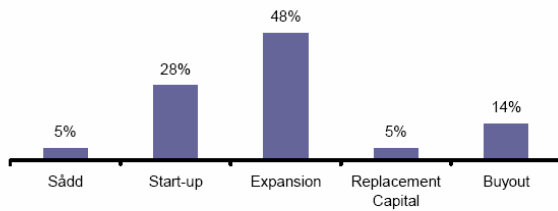
Det informella riskkapitalet, det kapital som privatpersoner investerar utanför den organiserade finansiella marknaden, har stor betydelse för Sveriges utveckling. Även om det idag finns en betydande andel informellt riskkapital finns det behov av mer av den här typen av investerare. Det informella riskkapitalet är ofta organiserat i någon form av nätverk, men ändå är de inte alltid så lättillgängliga för de företagare som behöver dem. (Nutek förlag, 2003)

Enligt en undersökning gjord av Nutek gjordes det under kvartal 1 år 2004 sammanlagt 156 stycken investeringar, med ett totalt investerat kapital på drygt 3 miljarder kronor. De flesta investeringarna gjordes i expansionsfasen. Antalet investeringar i såddfasen fortsätter vara lågt och uppgick till endast 7 stycken för kvartal 1. (Nutek, 2004)

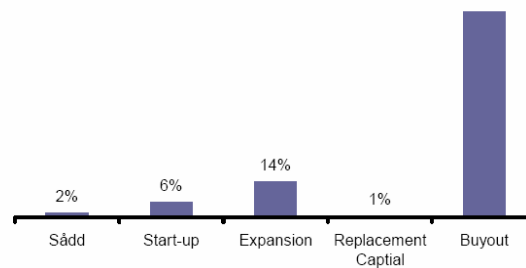
	2001				2002				2003				2004
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Antal	27	16	13	10	10	4	5	8	12	4	5	14	7
Investerat belopp Mkr	125	59	39	24	29	13	14	10	12	13	14	15	27

(Nutek, 2004)

Fördelning av antalet investeringar



Fördelning av investerat kapital



(Nutek, 2004)

Anders Isaksson (2000) definierar de olika tillväxtfaserna så här:

Såddfinansiering - Kapital som förmedlas till en uppfinnare eller entreprenör för att utvärdera eller pröva ett koncept eller en idé för att utveckla en produkt innan företaget har etablerats. Kan även vara finansiering av forskningsprojekt med kommersiell potential.

Start-up finansiering – Finansiering till företag för att användas till produktutveckling eller inledande marknadsföring. Företaget har precis startat eller bara varit igång ett kort tag. Produkten har vanligen inte blivit testad kommersiellt.

Expansion – Kan delas upp i tidig expansion och sen expansion. Detta innebär finansiering till företag under tidig expansion då tillverkning och försäljning ökar stadigt och det finns ett behov av ytterligare rörelsekapital. Företaget har troligen ännu inte börjat redovisa några vinster.

Den svenska risk kapital-marknaden har vuxit kraftigt under slutet av 1990-talet, ändå finns det aktörer som menar att kapitalet till de tidigaste faserna saknas eller är för litet (Berggren 2002). Andra teorier säger att det finns både tillräckligt med kapital och bra med goda idéer men att problemet beror på dels någon form av infoasymmetrier och dels på brister hos entreprenören och de investeringspropåer som de skickar till riskkapitalister. Nuteks undersökning "Riskkapitalbolagens utveckling, 2003-Q3" visar att av de investeringspropåer som inkommer till riskkapitalbolagen ligger 40 procent utanför bolagets investeringsområde. Av dem som ligger innanför investeringsområdet är 53 procent genomarbetade och väldokumenterade. Sammanlagt är det alltså 31 procent av investeringspropåerna som

inkommer till riskkapitalbolagen som är innanför investeringsområdet och håller hög standard.

Teorin som kallas *the knowledge gap* menar att det inte bara är brister i utbudet av kapital utan också brister i efterfrågan på kapital och utbudet av genomarbetade affärsidéer. (Harding, 2001)

Dessa brister hos dem som efterfrågar kapital skulle enligt den här teorin göra att riskkapitalisterna inte anser att entreprenören och hans företag är *investment ready*. Entreprenörer och affärsplaner är ibland inte *investment ready* på grund av att entreprenören inte bedömer riskerna, som kan stjälpas företaget, på ett korrekt sätt. Detta kan bero på att entreprenören ser för optimistiskt på sin egen idé och inte kan vara objektiv i sin bedömning. Om dessa potentiella risker identifieras kan både entreprenören och investeraren bättre bedöma företagets sannolikhet för att överleva. (Harding, 2002) Det finns olika definitioner på vad *investment ready* är. Enligt Shepherd och Douglas (2002) ska vissa stadier ha nåtts avseende teknologin, marknaden och ledningen. De ser det som att det finns en risk på var och en av dessa områden som minskas efterhand som företaget eller affärsidén växer fram. Mason och Harrisons (2002) definition tar en tidigare början i ett företags utveckling. De menar att om entreprenören har en bra attityd till utomstående finansiärer, entreprenören kan presentera sin affärsidé på ett bra sätt och att affärsidén möter investerarens specifika bedömningskriterier är företaget *investment ready*.

1.2 Problemformulering

Enligt Nuteks rapport görs det väldigt få såddinvesteringar även på den svenska riskkapitalmarknaden. Vi började fundera på i vilken utsträckning detta beror på kvalitén på de investeringspropåer som Venture Capital-företag och Affärsänglar kommer i kontakt med. Det är känt att det är viktigt för entreprenören att attrahera investerare, men det är inte lika känt hur en entreprenör skall förbereda sitt företag/projekt för att bli mer attraktivt i ögonen hos investerare eller öka sin förhandlingsförmåga. Hur upplever investerarna själva investeringar i såddfasen, tillgången på kapital och kvalitén på de entreprenörer och företag som söker kapital?

Går det att fastställa en nivå på ledningen, marknaden eller tekniken som entreprenören och hans projekt ska ha uppnått för att kunna kallas *investment ready*?

1.3 Syfte

Vi vill applicera de studier som gjorts främst i Storbritannien om *investment ready* och kombinera dessa med angränsande svensk och utländsk teori på detta område och jämföra den med hur våra svenska respondenter ser på investeringar i såddfasen.

Vårt syfte med denna uppsats är:

Vi vill utreda vad investerarna anser om den svenska riskkapitalmarknaden för såddinvesteringar, vilka är de vanligast förekommande bristerna i investeringspropåerna och går det att utröna några skillnader mellan Venture Capital-företagens och affärsänglarnas syn på vad som utmärker ett företag som är investment ready?

1.4 Avgränsningar

Vi har avgränsat vår studie till riskkapitalister som investerar och agerar i de tidigaste skedena av portföljbolagens livscykel. Det är här de första kontakterna mellan entreprenör och investerare uppstår.

De kriterier som investeraren har på innovationen i sig och dess potential är inget vi undersöker närmare då vi anser att det ligger utanför den här uppsatsens syfte.

1.5 Begreppsdefinition

Affärsängel: privatperson som investerar kapital utanför den organiserade finansiella marknaden (Landström, 1997). Deras investeringar räknas in i det informella riskkapitalet.

Exit: är den process som innebär att Venture Capital-företag avslutar sitt engagemang i ett portföljföretag. (Koski 2000)

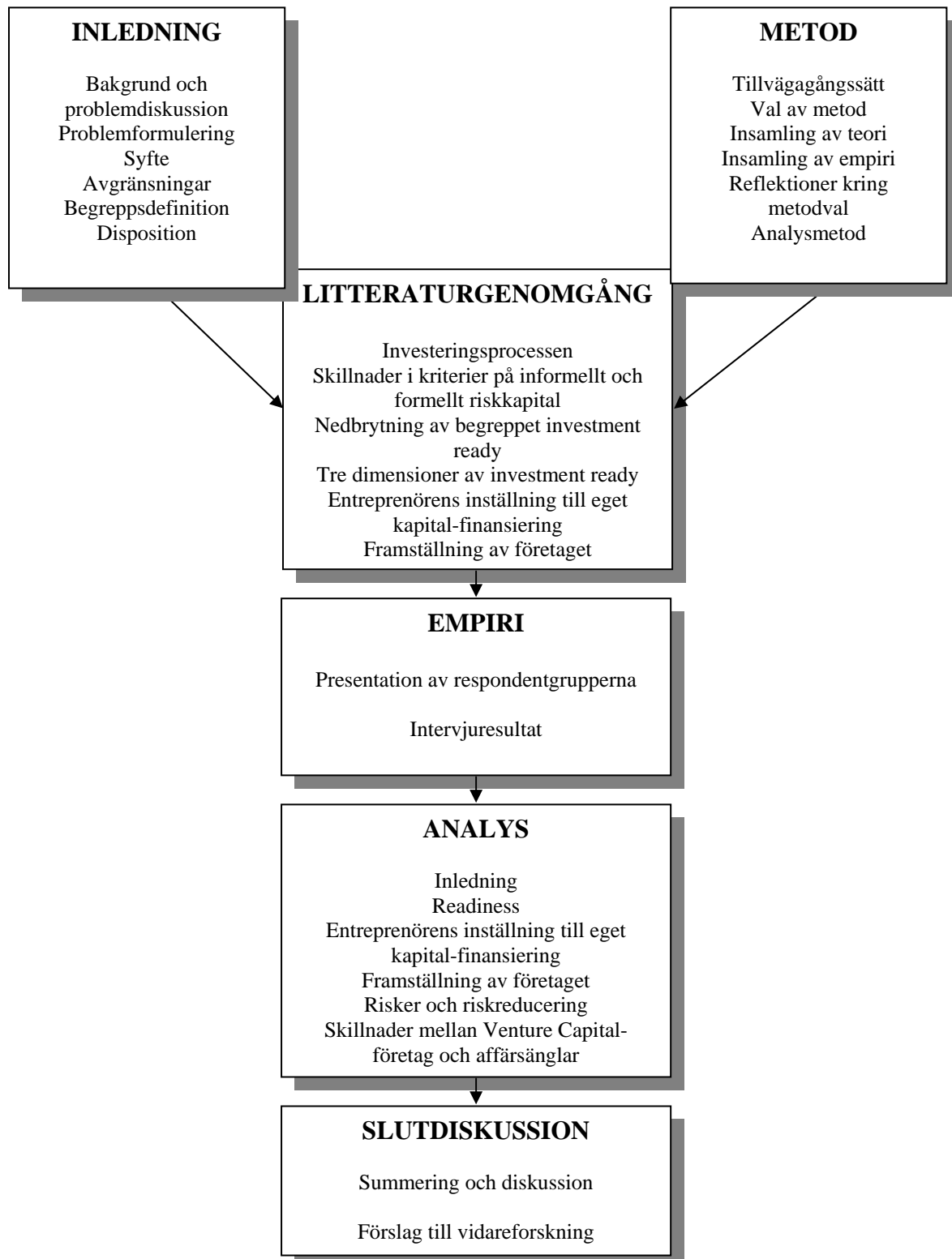
Portföljföretag: de företag som ingår i en investeringsportfölj kallas portföljföretag, då dessa är hämtade ur olika branscher minimeras den totala risken (Beckérus, 1989).

Såddfinansiering: kapital som förmedlas till en uppfinnare eller entreprenör för att utvärdera eller pröva ett koncept eller en idé för att utveckla en produkt innan företaget etablerats. Det kan också vara finansiering av forskningsprojekt med kommersiell potential. (Svenska Riskkapitalföreningen, 2001)

Venture Capital-företag: ett företag som aktivt bidrar till att utveckla sina portföljföretag genom operativt arbete och rådgivning, som ofta genomför investeringar i onoterade företag med hög tillväxtpotential. (Beckérus, 1989)

1.6 Disposition

Uppsatsen består utav 6 kapitel, vilka vi åskådliggör i följande modell.



Figur 1. Uppsatsens disposition (Lindholm, Zweiacker, 2004)

Kapitel 1 Inledning

I det inledande kapitlet vill vi orientera läsaren i det problemområde som vår studie behandlar. Kapitlet inleds med en bakgrunds och problemdiskussion, därefter kommer problemformuleringen och vidare definieras syftet med uppsatsen och de avgränsningar som gjorts. Avslutningsvis förklaras de definitioner som har använts och en disposition över uppsatsen.

Kapitel 2 Metod

I metodkapitlet redogör vi för den vetenskapliga metod som vi har använt i studien. Målet är att underlätta för läsaren och att orientera denne i uppsatsen. De avsnitt som behandlas är tillvägagångssätt, val av metod, insamling av teori, insamling av empiri och reflektioner kring vårt metodval.

Kapitel 3 Litteraturgenomgång

I detta kapitel redovisar vi den litteratur vi som ligger till grund för studien. Vi inleder med en övergripelig beskrivning av investeringsprocessen och riskkapitalisternas bedömningskriterier. Därefter redovisar vi begreppet investment ready med hjälp av tre olika så kallade dimensioner av investment ready. Två av dessa dimensioner, entreprenörens inställning till eget kapital-finansiering och framställningen av företaget delar vi sedan in i egna avsnitt med angränsande teori. Vi avslutar med ett kapitel om riskreducerande strategier.

Kapitel 4 Empiri

I detta kapitel redovisar vi utfallet av de intervjuer vi utfört med Venture Capital-företagen, affärsutvecklarna och affärsänglarna. Inledningsvis presenterar vi våra intervjuobjekt och senare utfallet av intervjuerna.

Kapitel 5 Analys

I detta kapitel analyserar och jämför vi den teoretiska referensram med insamlat datamaterial.

Kapitel 6 Slutdiskussion

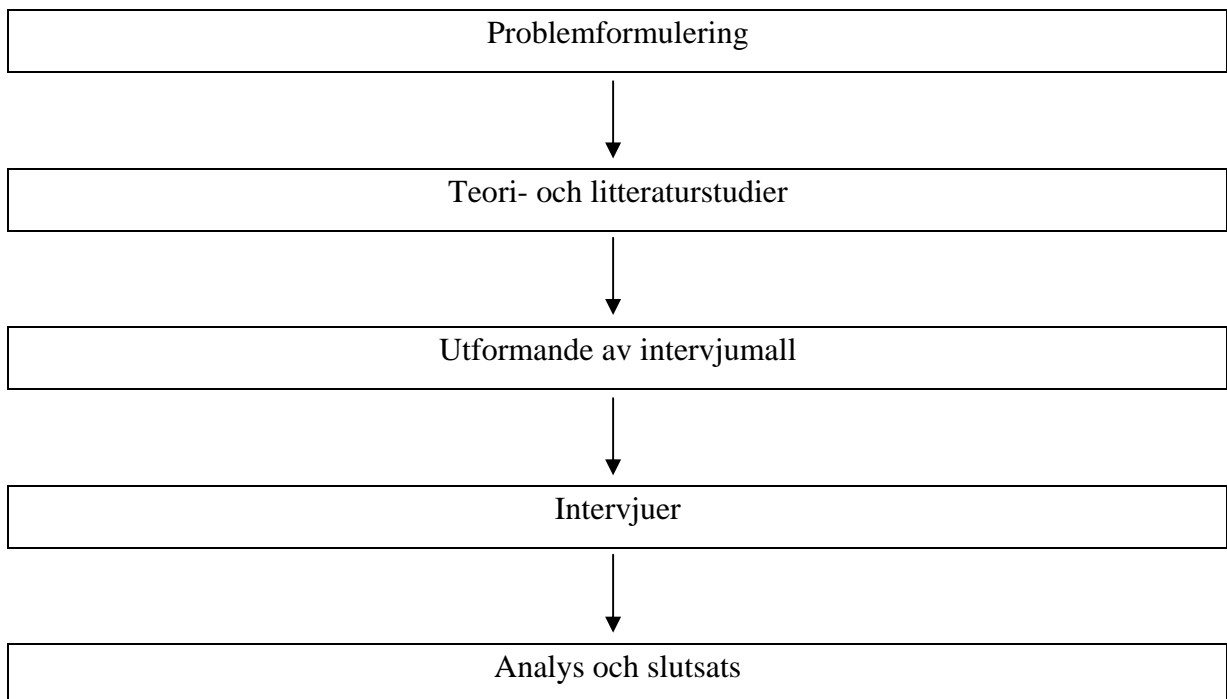
Avslutningsvis summerar vi våra diskussioner samt ger förslag till vidare forskning.

2 METOD

Grunden till uppsatsen är metodkapitlet, i detta kapitel redogör vi för den vetenskapliga metod som vi har använt i studien. Målet är att underlätta för läsaren och att orientera denne i uppsatsen. Metoden är det verktyg vi valt för att lösa vårt forskningsproblem och för att uppfylla vårt syfte. De avsnitt som behandlas är tillvägagångssätt, val av metod, insamling av teori, insamling av empiri, reflektioner kring metodval och analysmetod.

2.1 Tillvägagångssätt

Det tillvägagångssätt vi använt oss av under arbetet med uppsatsen representeras i nedanstående modell:



Figur 2. Uppsatsens tillvägagångssätt (Lindholm, Zweiacker, 2004)

2.2 Val av metod

Valet av metod styrdes av uppsatsens syfte och problem, de övergripande metoderna vi valde mellan var den kvantitativa metoden och den kvalitativa metoden. Vår tanke var att vi skulle kunna förstå, beskriva och analysera hur Venture Capital-företag, affärsutvecklare och affärsänglar tänkte då de utvärderade en entreprenör. För detta syfte passar den kvalitativa metoden bäst, då vi får ett större djup och bättre närhet till respondenten. Dessutom underlättade detta förfarande för respondenten att förstå frågorna och att ge oss pålitliga svar.

Styrkan med den kvalitativa metoden är att undersökningssituationen liknar en vardaglig situation och ett vardagligt samtal. Det innebär att detta är den intervjuform där forskarna utövar den minsta styrningen av undersökningssituationen. Strävan är tvärtom att låta respondenten få påverka samtalets utveckling. Forskaren ger bara de tematiska ramarna, men måste samtidigt försäkra sig om att få svar på sina frågor. (Holme och Solvang, 1991)

Den empiriska delen består av intervjuer med företrädare från Venture Capital-företag, affärsutvecklare och affärsänglar. Framför allt var vi intresserade av att komma i kontakt med investment managers eller personer i liknande befattningar.

2.3 Insamling av teori

Arbetet med att samla in teori inleddes med en omfattande litteratur- och artikelsökning. Till en början sökte vi brett eftersom vi inte exakt visste vad vi behövde. Allt eftersom vi hade läst in oss på området kunde det som var mindre relevant sorteras bort.

Sekundärdata samlade in framför allt från Internet. De dominerande källorna var från Lunds universitet och databasen Elin, men även sökmotorer som Google och Msn har använts. Det sekundära materialet består framförallt av ekonomiska böcker och skrifter, publika undersökningar, vetenskapliga artiklar och rapporter.

Några av de sökord som vi har använt oss av är *equity gap*, *knowledge gap* samt *investment ready*. Med dessa ord även översatt till svenska letade vi på diverse sökmotorer. Sökningarna

gav gott resultat internationellt sett men när det gäller inom Sverige var resultatet magert. *Equity-* och *knowledge gap* gav visst svar men *investment ready* fanns det nästan ingenting om. *Investment ready* är ett nytt begrepp i Sverige vilket borde vara orsaken till det dåliga resultatet.

2.4 Insamling av empiri

I det inledande skedet använde vi oss av en så kallad pilotintervju för att på detta sätt bredda vår kunskap och hitta det relevanta inom området (Bell, 2000). Med hjälp av denna intervju ville vi få en inblick i hur Venture Capital-marknaden såg på begreppet *investment ready* och vad aktörerna ansåg var viktigt och intressant.

2.4.1 Urval

Då vi skulle välja respondenter funderade vi länge på vilken typ av företag och personer vi skulle välja. Vi valde att intervjua tre olika typer av investerare, Venture Capital-företag, affärsutvecklare och affärsänglar. För att få reda på vilka Venture Capital-företag som fanns gick vi in på svenska riskkapitalföreningens hemsida, www.vencap.se. Vilka affärsutvecklare som agerade i regionen kände vi till sedan tidigare. Vi stötte på en del problem när vi skulle få tag i intresserade affärsänglar. De som besatt register över tillgängliga affärsänglar hade inte tillåtelse att dela med sig av sin information. Genom en förfrågning hos övriga respondenter och kontakter fick vi till slut tag i de fyra affärsänglar som ingår i vår studie.

Våra respondenter består utav investerare som agerar i tidiga faser, antingen i såddfasen eller i *startupfasen*. Några av respondenterna investerar även i andra faser men har som prioriterad fas någon av de nämnda. Att vi valde just denna typ av respondenter och inte investerare i senare faser beror på att det är här som vi såg att problemet var störst då det gäller brist på kapital.

Eftersom vi valde att göra personliga intervjuer koncentrerade vi oss på närliggande företag mestadels i Lund och Malmö, detta för att spara tid och resurser. Vår bedömning är att denna geografiska begränsning inte har varit till nackdel för uppsatsen.

Respondenter som ingår i studien

Namn

Venture capital företag:

Håkan Nelson, Malmöhus Invest AB
Marcus Skärbäck, Teknoseed
Patrik Söderlund, Lumitec AB
Lennart Gustafson, Industrifonden

Affärsutvecklare:

Jonas Edelsvärd, Teknopol
Göran Lundkvist, Almi
Nicholas Jakobsson, LUAB
Peter Sigsjö, Position Skåne

Affärsänglar:

Robert Wahren
Kaj Vareman
Clas Kinell
Mats Johansson

Figur 3. (Lindholm och Zweiacker, 2004)

2.4.2 Utformning och utförande av intervjuerna

För att komma in på rätt spår och för att få respons på våra tankar om hur uppsatsen skulle forma sig beslöt vi oss för att inleda med en förberedande intervju. Vi tog kontakt med Håkan Nelson på Malmöhus Invest AB och förklarade att vi med hans hjälp ville utforma ett frågeformulär. Med hjälp av denna inledande intervju och genom att knyta frågorna till vårt problem och syfte avsåg vi att säkerställa att vi verkligen undersökte det som vi ville undersöka.

Frågorna vi använde oss av i intervjuerna syftade till att få en inblick i vad som respondenterna anser vara de viktigaste kriterierna för att ett projekt eller en entreprenör skall bli *investment ready*. Vi ville få en förståelse för hur entreprenören eller forskaren skulle gå tillväga för att på ett enkelt sätt kunna skaffa sig det kapital som är nödvändigt för projektets fortlevnad och utveckling.

Vi har använt oss av en intervjuguide för att på detta sätt säkerställa att vi inte missade något som var väsentligt för uppsatsen. Viktigt för oss var att inte ställa ledande frågor som skulle

påverka och styra respondentens svar. Förutom detta begränsade vi antalet frågor för att hela tiden ha en motiverad respondent och svar med hög kvalitet.

Genom att ge utrymme för diskussion under intervjuerna önskade vi att få fullständigare och mer sanningsenliga svar.

Vi valde att göra personliga intervjuer för att på detta sätt kunna notera, inte bara svaren på frågorna utan även kunna följa respondentens kroppsspråk. Genom att finnas på plats kunde vi dessutom följa upp svaren med kompletterande frågor och förtydliga det som var oklart. Vid intervjutillfällen användes diktafon och anteckningar för att försäkra oss om att inte missa något av den information som delgavs.

Den praktiska biten bestod utav att en person ställde frågor och den andre antecknade svaren. Detta för att den som ställde frågorna hela tiden skulle ha god kontakt med respondenten. Den av oss som antecknade kunde då i lugn och ro föra anteckningar och komma med kompletterande frågor och funderingar. Intervjuerna varierade mellan 50 och 70 minuter.

Direkt efter intervjuerna gick vi tillsammans igenom materialet vi samlat in för att diskutera eventuella oklarheter och meningsskiljaktigheter. Vi sammanfattade de anteckningar vi hade och skrev ihop materialet från diktafonen. Vid enstaka tillfälle då vi behövde mer uppgifter eller förtydligande av något tog vi kontakt med respondenten i fråga.

2.5 Reflektioner kring metodval

Oberoende av vilken metod som används för insamling av information, bör alltid materialet analyseras kritiskt för att avgöra hur pålitligt och giltigt det är. Som vi nämnt ovan har vi valt att använda oss av den kvalitativa metoden. Styrkan i vårt metodval är närheten till respondenten, vi kan diskutera frågorna och vi kan iaktta respondentens kroppsspråk. Den kvalitativa metoden passar i sammanhanget eftersom vårt syfte är att få fram de olika respondenternas åsikter och inte några statistiska generaliseringar.

Ännu en styrka i valet av metod är att den kvalitativa metoden ger oss större flexibilitet. Vi kunde under arbetets gång göra små förändringar genom den kunskap och insikt vi fick i ämnet.

Flexibiliteten kan emellertid göra det svårare i analysarbetet om inte respondenten håller sig inom de ramar vi har satt upp. Det kan också vara ett problem att vi med växande kunskap och insikt tolkar svar olika. Analysproblematiken tycker vi oss ha löst genom att alltid få svar på de teman vi haft med i intervjuguiden. Vi har också haft möjlighet att återkomma till respondenten om det funnits några oklarheter.

2.5.1 Alternativa val

En möjlighet till vårt alternativ hade varit att göra fler intervjuer, vi hade också kunnat jämföra olika investeringstidpunkter för att se om investeringsförfarandet skiljde sig åt dem emellan. På detta sätt hade vi förmodligen fått ett mer säkerställt investeringsförfarande genom ett större antal respondenter.

En kvantitativ undersökning med enkätfrågor hade kunnat ge oss ytterligare investeringsalternativ. Vi gjorde ett försök genom att skicka ut en enkät till Venture Capital-företag i Stockholm. Beroende på den låga svarsfrekvensen ansåg vi att detta skulle vara allt för tidskrävande och valde därför att bortse från detta alternativ. Genom de inledande intervjuerna så förstod vi också att detta skulle skapa problem eftersom respondenterna ofta inledde med att berätta att de inte följde någon speciell arbetsgång. Det skulle då ha behövts ett stort antal frågor för att få fram någon relevant information, vilket i sin tur kunnat leda till för låg svarsfrekvens.

Ett klart intressant alternativ hade varit att även intervjuva entreprenörer som fått kapital för att se om dessa upplevde investeringsförfarandet på samma sätt som våra respondenter har framställt det. Detta får dock bli en uppgift för kommande studenter.

2.5.2 Validitet

Validiteten på vår studie påverkas av hur noggrant vi samlar in vårt material. Enligt Halvorsen (1992) skall de mätinstrument som används verkligen samla in det data som är relevant för problemställningen.

Vi har strävat efter att åstadkomma så hög validitet som möjligt för att på detta sätt verkligen mäta det som skulle mätas. Genom den litteratur och teori vi har studerat har vi skapat de frågor som vi har använt oss av under intervjutillfällena. På detta sätt anser vi oss ha nått en tillfredsställande validitet i vår studie.

2.5.3 Reliabilitet

Det är inte bara hög validitet som vi har eftersträvat utan vi har även försökt att uppnå en hög grad av reliabilitet. Enligt Halvorsen (1992) är en mätning reliabel om den är pålitlig. Tanken är att andra forskare med hjälp av våra mätinstrument skulle ha kommit fram till samma resultat som vi.

För att få en hög relevans har vi endast tagit med den information från intervjuerna som vi anser har någon relevans för studien. Det är svårt att uppnå hög reliabilitet under intervjuerna eftersom det är många faktorer som kan påverka respondentens svar. Vi har använt oss av den förutbestämda intervjuguiden som en ram för att säkerställa konsekventa intervjusituationer. Vi upplever att den information som har samlats in och finns i uppsatsen är pålitlig.

2.5.4 Trovärdighet

Enligt Trost (1997) är det inte helt rätt att diskutera reliabilitet och validitet då det gäller kvalitativa studier. Trost menar att det är trovärdighet i intervjusituationerna som är det svåraste att uppnå i en kvalitativ studie.

För att öka trovärdigheten på vårt insamlade material har vi kompletterat validitets- och reliabilitetsavsnitten med denna diskussion.

För att öka trovärdigheten har vi förberett respondenterna genom att skicka ut intervjuguiden i förväg. Vi berättade även vad vårt syfte med intervjuerna skulle vara. På detta sätt kan då svar och material förberedas så att värdefull information kan delges.

Vi har först bearbetat det insamlade materialet och därefter återkommit till respondenten för att denna skall godkänna och kontrollera att vi inte missförstått någonting. Vi har även tolkat svaren objektivt och inte lagt in egna värderingar i det påstådda. Helt utan egna tankar kan man naturligtvis inte bearbeta materialet men vi har i högsta grad försökt få fram det som respondenten verkligen menat. Genom att inte generalisera svaren utan tolka svaren var för sig har trovärdigheten bibehållits.

Ytterligare ett sätt att öka trovärdigheten var att spela in svaren som gavs. Med hjälp av det inspelade materialet kan vi då inte bara få ren fakta utan också avläsa eventuella röstförändringar som kan tyda på oriktighet i svaren. Vid samtliga intervjutillfällen var vi båda alltid närvarande vilket även detta leder till att missförstånd och feltolkningar minimeras.

Vi har inte på något sätt upplevt att respondenterna medvetet försökt lura oss men är samtidigt medvetna om att all information inte alltid är rätt eller helt ärlig.

2.5.4 Källkritik

Då man som skribent samlar in och behandlar information måste en kritisk hållning intas. Den information och det material som ingår i studien bör ifrågasättas och källor bör kontrolleras i den mån det går. Informationen som används kan innehålla oriktigheter och resultera i feltolkningar och felaktiga slutsatser. Den kritiska hållningen leder till att vi som skribenter blir uppmärksamma och förhoppningsvis utesluts felaktigheter i möjligaste mån. Naturligtvis kan det inte helt uteslutas att det fortfarande finns oriktig information, vilket måste iaktas då uppsatsen läses.

2.5.5 Sekundärdata

För att kunna genomföra en forskningsbaserad undersökning är det viktigt att ha tillgång till relevant sekundärdata. Med detta menas att den litteratur som används skall vara dokumenterad, till exempel böcker, tidskrifter, tidningsartiklar och årsredovisningar med mera. (Eriksson och Wiederheim, 1999)

I vårt fall gäller det att vara försiktig med det material som samlats in eftersom denna ibland kan vara partisk. Den informationen som är hämtad direkt från de företag som ingår i studien måste beaktas med viss aktsamhet. Respondenterna önskar naturligtvis att framställa sig på bästa sätt och har därför kanske inte helt återgivit verkligheten.

Våra sekundärdata består framförallt av ekonomisk litteratur, forskningsartiklar och forskningsrapporter. I den mån vi har haft möjlighet att kontrollera källornas trovärdighet har vi gjort detta. Alla källor har inte gått att kontrollera men eftersom det mesta materialet bygger på välkända källor anser vi dem som tillförlitliga.

2.5.6 Primärdata

Våra primärdata bygger på de intervjuer som vi genomfört med anställda på utvalda Venture Capital-företag, affärsutvecklare och affärsänglar. Det finns både problem och risker förknippat med denna sort av primärdata. Respondenten kan missuppfatta frågorna och vi kan göra fel då vi skall tolka svaren. Det är därför viktigt att alla intervjuer går till på samma sätt.

Ett problem som vi upplevt under arbetets gång är att respondenten kan avstå från att lämna all information som vi behöver. Detta kan bero på att det inte uppfattas som väsentligt för studien eller så kan respondenten anse att detta är konfidentiellt.

Vi tror inte att respondenterna medvetet ljugit för oss, däremot ser vi en viss risk att dessa väljer att vinkla svaren för att framstå i bättre dager.

2.6 Analysmetod

Enligt Trost (1997) finns det inget generellt sätt att göra en analys och ingen uppsättning av spelregler. Vidare säger han att analysen kan göras under själva intervjun eller att man väntar till efteråt.

Vi har valt att analysera intervjuerna direkt efter varje tillfälle för att på detta sätt ha all information färsk. Genom att inte vänta med analysen har vi undvikit att glömma eller förväxla uppgifter.

Efter varje tillfälle behandlade och lyssnade vi på det material som spelats in på band och kompletterade detta med anteckningar och intryck av respondentens kroppsspråk. Vi har fört ner det inspelade till skrift för att på detta sätt lättare kunna överblicka svaren. Om det vid detta tillfälle funnits något som varit oklart har kontakt tagits med vederbörande respondent.

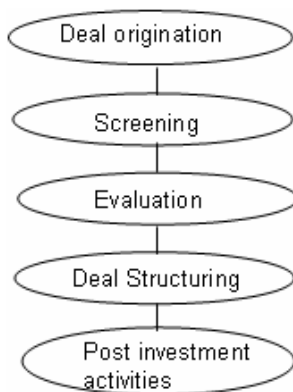
Av materialet har vi sedan försökt hitta mönster och sätta samman detta med den teori som använts i litteraturavsnittet.

3 LITTERATURGENOMGÅNG

Detta kapitel behandlar den litteratur som ligger till grund för vår studie. De flesta studier som gjorts är inom institutionellt Venture Capital och vi har därför inte hittat så mycket forskning eller litteratur om affärsänglar på det här området. Vi inleder med en övergriplig beskrivning av investeringsprocessen och riskkapitalisters gängse använda bedömningskriterier. Detta gör vi för att ge läsaren en bakgrund till vad investerare tittar på och hur själva förloppet brukar se ut. Därefter förklarar vi begreppet investment ready mer ingående än vad vi gjorde i Kap 1. Vi beskriver de så kallade tre dimensionerna av investment ready närmare och två av dessa dimensioner, entreprenörens inställning till eget kapitalfinansiering och framställningen av företaget delar vi sedan in i egna kapitel med angränsande teori. Vi avslutar med ett kapitel om riskreducerande strategier.

3.1 Investeringsprocessen

Tyebjee och Bruno (1984) kom i sin undersökning fram till en modell bestående av fem steg. Vi skall nedan gå närmare in på vad de olika stegen innebär.



Investeringsprocessen enligt Tyebjee och Bruno

3.1.1 Deal origination

Denna första fas skulle kunna beskrivas som kontaktfasen. Det vanligaste är att entreprenören själv aktivt söker efter finansiärer till sitt företag. Entreprenören tar helt enkelt via telefonsamtal, brev eller på annat sätt kontakt med ett Venture Capital-företag. En annan kontaktväg är att de olika Venture Capital-företagen tar kontakt med varandra för att eventuellt investera tillsammans i ett projekt. Detta är relativt vanligt i syfte att sprida och minimera riskerna. Det tredje sättet är att Venture Capital-företagen själva går ut och aktivt söker investeringsobjekt genom sitt kontaktnät. (Tyebjee och Bruno, 1984)

3.1.2 Screening

Detta steg kan närmast beskrivas som en första gallring av alla de investeringsförslag som inkommer till Venture Capital-företaget. Alla företag investerar olika stora belopp och har olika specialiseringar. Projekten som väljs ut måste därför passa in i vissa mallar med avseende på exempelvis följande allmänna kriterier:

Venture Capital-företagets investeringsbas utgör naturligtvis en begränsning i fråga om vilka investeringar som kan bli aktuella. Vanligen har investerarna både en undre och en övre gräns för beloppet som skall investeras. Den undre gränsen beror på att företaget vill begränsa antalet projekt man investerar i med tanke på företagets många gånger ringa personalstyrka. Dessutom är den undre gränsen baserad på kostnaden för att analysera investeringsförslaget. Den övre gränsen däremot är ofta mer flexibel. Exempelvis kan man genom att investera tillsammans med ett annat företag påverka denna gräns. Främsta anledningen till att ha en gräns är för att inte övervikta sin portfölj på ett företag.

Investerarna specialiserar sig ofta i en viss bransch för att kunna återanvända de kunskaper företaget har skapat från tidigare investeringar inom just denna teknologi och bransch.

Geografisk lokalisering. De flesta investeringar görs i projekt som befinner sig i Venture Capital-företagets närhet. Kontakten mellan parterna förenklas avsevärt eftersom den här typen av investeringar kräver ganska regelbunden kontakt, dels finns det en viss trygghet för båda parter i fråga om kontaktnät.

Livscykeln. Olika Venture Capital-företag investerar i olika faser av företagets utveckling. Generellt gäller att i ju senare fas investeringen sker desto mindre blir risken i investeringen. (Tyebjee och Bruno, 1984)

3.1.3 Evaluation

Nästa steg är en utvärdering av de fem olika grundläggande kriterierna. Dessa kriterier ses av författarna som en risk i förhållande till avkastningsscenario. De två första kriterierna står för den förväntade avkastningen medan resten ses som en risk inför framtiden. Det första kriteriet är Market Attractiveness, där marknadens storlek och potential menas, samt dess tillgänglighet och efterfrågan. Nästa kriterie är Product Differentiation, som är en utvärdering av produktens unikheter, och huruvida den går att skydda genom patent eller mönsterskydd. Det tredje kriteriet är så kallade Managerial Capabilities. Här undersöks om ledningen har förmåga att leda företaget. Kriterium nummer fyra benämns Environmental Threat Resistance, och handlar främst om hur mycket motståndskraft entreprenören har mot påverkan från omvärlden. Exempel på detta är förändrad teknologi, känslighet för ändrade ekonomiska förhållanden eller dåliga inträdesbarriärer. Det sista kriteriet är Cash-out-Potential, vilket betyder att projektet helst bör ha flera olika exitmöjligheter. (Tyebjee och Bruno, 1984)

3.1.4 Deal structuring

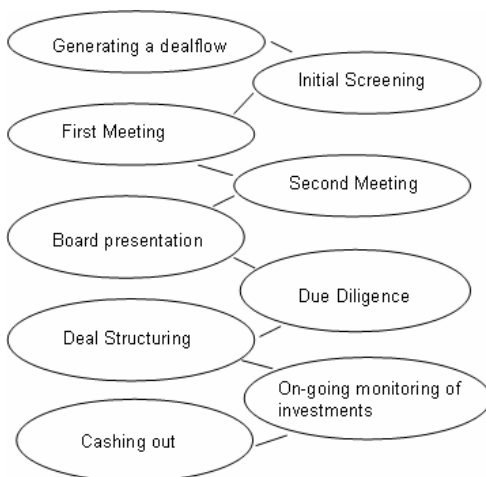
I detta stadium är det bestämt att det blir en investering och arbetet med att försöka enas kring villkoren börjar. Det första steget är att försöka enas kring värderingen av företaget. Efter det fastställer man gemensamt hur de operationella målen skall uppnås samt hur företagets pengar skall användas. Man fastställer gränsen för uttag av löner och så vidare. Vidare förhandlar parterna om styrelseplatser och vilken makt investerarna skall ha i företaget. Regler avtalas kring utgivning av nya aktier för att ägarbalansen inte skall ändras till investerarnas nackdel. (Tyebjee och Bruno, 1984)

3.1.5 Post investment activities

Förhållandet mellan investerare och entreprenör förändras efter avtalet. Investerarna är inte längre enbart investerare utan agerar nu även som partner. Genom deltagande i företagets dagliga skötsel ger investerarna entreprenören stöd i form av beslutsfattande, organisationsutformning, fortsatta kapitalsökande och aktiviteter samt andra problem som entreprenören kan drabbas av. (Tyebjee och Bruno, 1984)

3.1.6 Investeringsprocessen enligt Boocock and Woods

Denna modell är utförligare än Tyebjee och Brunos och identifierar alla faser fram till exit. Den består av 9 faser som ser ut så här:



Investeringsprocessen enligt Boocock and Woods

Generating a deal flow: Investeringsförslagen inkommer på samma sätt som i föregående modell.

Initial screening: Ett snabbt urval genom att kontrollera att de allmänna kriterierna uppfylls. Denna process tar ungefär 10-15 min.

First meeting: Investeringen har ett möte med entreprenören eller andra representanter för företaget. Om det finns anläggningstillgångar eller andra tillgångar kontrolleras dessa.

Second meeting: I denna fas samlas information om företaget, dess ledning och ägare in. I detta andra möte är oftast en högre chef för venture capitalbolaget närvarande.

Board presentation: Entreprenören eller andra representanter för företaget presenterar förslaget för venture capital-företagets styrelse. Här bedöms om företaget passar in i investeringsportföljen.

Due Diligence: En närmare analys av de grundläggande kriterierna som ligger till grund för det slutgiltiga beslutet.

Deal structuring: I detta stadiet har det beslutats att det blir en investering, nu ska priset förhandlas fram. Denna fas är den mest kritiska i hela processen.

On-going monitoring of investments: Venture capital-företaget tar en aktiv roll i styrningen av företaget, oftast genom en styrelseplats.

Cashing out: När Venture Capital-företaget bedömer att priset och tidpunkten är den rätta gör de sin exit. Detta kan ske på 3 olika sätt: Börsintroduktion, försäljning till ett stort företag eller försäljning till andra intressenter såsom ursprungliga ägare eller andra investerare. (Boocock and Woods 1997)

3.2 Skillnader i kriterier på informellt och formellt riskkapital

Det råder stor likhet i beslutskriterierna mellan informella och institutionella riskkapitalister. Detta trots att förutsättningarna för investeringarna är relativt olika. Informella riskkapitalister investerar egna pengar och får ofta en blandad roll som entreprenör och investerare medan institutionella riskkapitalister investerar för ett företags räkning. Informellt riskkapital gör som regel mycket mindre investeringar vilket borde påverka typen av investering. Det informella riskkapitalet tycks fästa större vikt vid ledarskapet medan institutionella

riskkapitalister främst betonar marknaden och produktens etablering på marknaden. En förklaring till detta kan vara att det informella riskkapitalet arbetar med mindre reglerade aktieavtal och därför inte kan påverka projektet/företaget efter det att investeringen är gjord. Informellt riskkapital verkar fästa större vikt vid säker information då de inte har möjlighet att göra en lika omfattande utvärdering av varje investeringsförslag. (Landström, 1997)

Informella riskkapitalister verkar fästa större vikt vid företagsledningen, marknadspotential och investeringsförslagets överensstämmelse med riskkapitalistens egna förtroenheter och erfarenheter. Eftersom de informella riskkapitalisterna varken har möjlighet eller önskan att gå in som verkställande ägare i varje enskilt portföljbolag utser de företagaren som sin ställföreträdare – ställföreträdande entreprenör. De söker därför entreprenörer som är mer lika dem själva medan institutionellt riskkapital ofta söker projekt där de kompletterar entreprenören. (Landström 1997)

3.3 Nedbrytning av begreppet investment ready

Så här ser investeringsförloppet och bedömningen av projektet ut i stora drag. Det här är alltså spelreglerna på riskkapitalmarknaden som entreprenörerna agerar på. Var kommer då begreppet *investment ready* in i bilden?

Shepherd och Douglas (2002) har gjort en modell som delar in *investment readiness* i tre olika huvudgrupper. Vi anser att deras modell egentligen beskriver investment ready för ett företag som befinner sig någonstans mellan sådd och start-up, men tycker ändå att den är applicerbar på vår studie.

Technology readiness: Ett nytt företag kan anses vara *technology ready* om teknologin faktiskt fungerar. Det skall helst ha byggts prototyper och de skall med framgång ha testats avseende hållbarhet. Produkten eller tjänsten kan massproduceras till en rimlig enhetskostnad.

Technology readiness inbegriper också företagets äganderätt till det intellektuella kapital som medföljer produkten eller tjänsten. Beroende på investerarens risktolerans kommer han att

investera, trots en högre teknologirisk och kräva större andel av aktierna eller vänta med investeringen.

Market readiness: Då skall konceptet vara testat på marknaden, det skall ha gjorts undersökningar om behov och preferenser hos målkonsumenten och om det finns en efterfrågan på produkten till den föreslagna prisnivån. Det bästa är naturligtvis om företaget redan lyckats få en order på produkten men grundligt genomförda marknadsundersökningar och marknadstester kan vara kvitto nog. Entreprenören kan på så sätt också testa ungefärlig prisnivå på produkten och eventuellt anpassa den utifrån testerna.

Management readiness: Företagets ledning eller grundare bör ha tidigare erfarenhet av den bransch eller marknad som företaget skall agera på. Ett starkt engagemang och erfarenhet i utveckling av företag är också viktigt. Det bästa är om de involverade personerna har en bra blandning av kompetenser inom både teknik och ekonomi.

Genom att entreprenören har uppnått vissa stadier i sin utveckling på dessa tre områden så minskas den totala risken och företaget kan anses vara *investment ready*. Om entreprenören kan göra någon slags självvärdering om huruvida han är *investment ready* eller inte, kan det spara mycket tid, pengar och möda. Men detta är inte tillräckligt i sig utan måste också kombineras med att följande kostnader med investeringen, utifrån investerarens synvinkel, inte är för höga.

Monitoring costs, kan handla om ett för stort geografiskt avstånd till portföljbolaget, något som är mest väsentligt för affärsänglar. Det handlar om att investeraren ofta vill kunna besöka företaget för att övervaka uppnåendet av milstolpar, säkerställa framsteg och se hur deras investerade kapital används.

Psychic costs, kan uppstå på grund av dålig personkemi mellan entreprenören eller ledningen och investeraren. Meningskiljaktigheterna skulle kunna innebära *psychic costs* som höjer totalkostnaden så mycket att förväntad avkastning blir för låg.

Opportunity costs, projekten tävlar med varandra och andra projekt som sökt pengar av samma Venture capital-företag har kanske lägre risk och är mer vinstgivande. Venture capital-företag väljer ofta potentiella ”fullträffar” framför mer säkra projekt med mindre potential.

Även om projektet ligger innanför risktoleransen så väljer de ofta det alternativ som har möjlighet att kompensera för andra mer eller mindre misslyckade investeringar i portföljen

3.4 Tre dimensioner av investment ready

Mason och Harrisons (2002) undersökning rör ett ännu tidigare stadiet än Shepherd och Douglas studie. Deras undersökning tar sin början redan innan en entreprenör överhuvudtaget söker kapital. Deras undersökning är också en mer övergripande studie över de problem som finns på riskkapitalmarknaden i Storbritannien. De menar bland annat att problemet inte bara beror på att det råder brist på kapital till såddfaserna utan att det också finns brister hos efterfrågan på kapital. Först efter att entreprenören och investeraren väl funnit varandra och entreprenören lyckas paketera sin affärsidé på ett snyggt sätt kommer de in på de kriterier utifrån vilka riskkapitalister bedömer sina projekt. Enligt Mason och Harrisons definition av *investment ready* finns det tre särskiljande dimensioner.

Den första är entreprenörens inställning till eget kapital-finansiering. Genom att hjälpa entreprenörer att förstå de olika finansieringsformerna borde det öka flödet av investeringsmöjligheter och förbättra chanserna för att investeringarna blir av.

Den andra dimensionen är framställningsbrister, både ofullkomlighet i affärsplaner och i den muntliga presentationer vid investeringsforum. Bristerna består främst av ofullständig information, för mycket fokus på produkten/tekniken istället för marknadsförhållanden och oförmåga att kunna sälja idén.

Den tredje dimensionen är investeringsviljan på idén, uppfylls kraven av investeraren på entreprenör och ledning, företags och marknadsposition samt potentiell vinst och exit möjligheter.

En undersökning av Mason och Rogers (1997) om affärsänglars inställning till entreprenörer och *investment readiness* lyfter fram samma aspekter.

De två första dimensionerna har vi valt att dela in i egna delkapitel och försöka undersöka närmare. Den tredje dimensionen är i stort sett de bedömningskriterier som vi tog upp under investeringsprocessen.

3.5 Entreprenörens inställning till eget kapital-finansiering

Enligt en rapport från HM Treasury (2002) misslyckas många entreprenörer med att skaffa kapital beroende på att de inte är *investment ready*. De känner inte till vilka finansieringsmöjligheter som finns, de förstår inte kraven och förväntningar från investerare och vet inte hur de skall få sina företagsförslag till bra investeringsförslag. Detta förstärks av en ovilja att dela ägarskap och kontroll med en utomstående investerare.

3.5.1 Asymmetrisk informationsrisk

Entreprenörens ibland aviga inställning till investeringar i det egna kapitalet härrör enligt en del teorier från informationsasymmetrier. Den här typen av risk berör både investerare och entreprenörer. Risken baseras huvudsakligen på okunskap om någonting hos motparten. En bank hanterar problemet genom att kräva säkerheter som är ganska lätta att värdera. Riskkapitalisters potentiella investeringsobjekt har en kort företagshistorik att visa upp. De har en begränsad mängd rykteskapital som står på spel för entreprenören och hela företaget kan vara beroende av en eller ett fåtal personer. Denna svåra utvärdering av personer ger upphov till *adverse selection*-problem. När sedan beslutet är fattat och investeringen är gjord återstår fortfarande en ansenlig potentiell *moral hazard*-problematik. (Berglund, 1998)

Adverse selection-problemet beror på att entreprenören ofta har bättre kunskap om det egna bolaget och sina egna starka och svaga sidor än investeraren. Detta leder till att investeraren tenderar att bedöma riskerna som högre än vad entreprenören gör och därmed också kräver högre kompensation än vad entreprenören anser vara motiverat. Samarbetet i sig kan också utgöra en informationsrisk, om entreprenören undanhåller eller ger falsk information. *Moral hazard* är det andra problemet som innebär att entreprenören tar mer riskfyllda beslut i och med att företaget är uppbyggt med externt kapital som inte entreprenören behöver betala tillbaka vid obestånd. För att råda bot på detta kräver Venture Capital-företagen ofta en aktiv

roll i styrningen av företaget genom en eller flera styrelseplatser. (Landell och Hörnlund 1998)

Enligt Berglund (1998) existerar det även en så kallad omvänd *moral hazard*-problematik när det gäller bolag som befinner sig i väldigt tidig utveckling. För att inte bli bestulen på sin idé måste upphovsmannen först ta fram en prototyp eller en färdig produkt istället för att bara sälja idén till den första-bästa som skulle kunna ro projektet i land. Om upphovsmannen inte har en personlig förmögenhet att ta fram en prototyp så blir han nästan tvungen att först kontakta en affärsängel, vilket gör dessa väldigt viktiga för att Venture Capital-branschen skall fungera.

Rebecka Harding (2002) kallar dessa informationsasymmetrier för *the knowledge gap*. Harding menar att om entreprenörerna kan presentera sig och idén bra och investerarna letar efter projekt var det finns marknadsmisslyckande så kommer riskkapitalmarknaden att fungera väl. Harding menar att informellt Venture Capital är bättre lämpade för dessa tidiga faser. De lyckas presentera bolagen väl och gör att Venture Capital-företagen hittar idéerna. De bistår med mentorskap, kommersiell och teknologisk expertis, moraliskt och finansiellt stöd för att få företaget att växa. De blir som en brygga över *the knowledge gap* eftersom de har stora informella nätverk med andra potentiella investerare.

3.5.2 Överoptimism

Enligt Nilsen, Gravenfors och Ristorp (1993) är inte entreprenörer mer riskbenägna än genomsnittsindividerna utan de höga riskerna de tar beror ofta på någon slags överoptimism, det vill säga på en underskattning av de verkliga riskerna. En viss överoptimism kan dock anses vara nödvändig för att företag överhuvudtaget skall startas, vilket skapar ett moraliskt dilemma vid samhällelig uppmuntran av företagande. Om entreprenörer hade uppmärksamats på de verkliga riskerna hade det kanske inte skett så mycket nyföretagande. Den överoptimistiske företagaren kommer också att känna att han får betala för hög ränta för sina lån eller att han får för lite betalt för sina andelar i företaget.

3.5.3 Värdering av bolaget

Det kan vara svårt för en entreprenör att förstå hur hög risken förknippad med en såddinvestering är och varför investeraren har så höga krav på avkastning. Det kan ta lång tid innan man kan göra exit ur en såddinvestering då marknaden för bolag i tidigt stadium tenderar att vara väldigt cyklisk. Det är också få av dessa bolag som verkligen blir lönsamma. Man brukar säga att tre av tio investeringar blir lyckade, fyra medelmåttiga och tre går omkull (Connect Sverige, 2000)

Även om investerarens förmögenhet fördubblas vart 5:e år motsvarar det bara en årlig ackumulerad ränta på 15 procent, vilket är för lågt i förhållande till den risk personen tagit. I genomsnitt måste investeraren försäkra sig om minst 25-30 procents avkastning per år, vilket innebär att en investering värde åtminstone skall femdubblas på fem år. (Gladstone, 2000)

3.6 Framställning av företaget

Douglas, E and Shepherd, D (1999) diskuterar *the 3-Step communication strategy*, alltså de tre sätt entreprenören kan kommunicera sitt budskap till investeraren.

- Den skrivna affärsplanen
- Den formella presentationen
- Fråge- och svarsperioden

Genomgående för alla steg är att entreprenören har klart för sig vad som skall åstadkommas i varje steg, proffsighet, hålla ett logiskt flöde och försöka bibehålla investerarens intresse.

3.6.1 Affärsplanen

Den skrivna affärsplanen är oftast den första kontakten Venture Capital-företaget kommer att ha med entreprenören och hans idé. Affärsplanen är en beskrivning av hur företaget ser ut idag och hur det är tänkt att det skall utvecklas i framtiden. Det normala är en tidshorisont på

cirka fem år. Affärsplanen skall förmedla konceptets möjligheter, uppsatta mål med företaget och förväntningar på investerarens roll i projektet. Det är viktigt att försöka tänka sig in i hur investeraren tänker och vad han kan tänkas vilja veta om företaget. Affärsplanen skall vara förståelig för läsaren även om denne inte besitter entreprenörens expertis på området. (Nielsen, Gravenfors och Ristorp, 1997)

3.6.3 Muntlig presentation

Det som investeraren kommer att vilja ha mer info om är:

- Produkt-/tjänstekonceptet
- Strategin för att kommersialisera konceptet
- Ledningsgruppen
- Potentiella risker
- Finansiella planeringen

Investeraren vill få sin första positiva känsla för projektet bekräftat genom visat engagemang, entusiasm och affärssinne från entreprenörens sida. Det gäller att förutse vilka investerarens tvivel är och eliminera dessa. Det räcker inte med en bra idé, investerare kommer inte att investera om de inte blir imponerade av entreprenören personligen. (Douglas och Shepherd, 1999)

3.6.4 Fråge- och svarsperioden

Den muntliga presentationen är det egentliga testet. Fråge- och svarsperioden är mer en chans för investeraren att se om entreprenören har en djupare förståelse och kontroll på situationen. Det är också här som entreprenören kan visa att han kan omvandla idén till ett företag och att båda parter kan tjäna på en allians. Genom att försöka förutse vilka potentiella frågor investerarna kan ställa framstår entreprenören som kunnig och pålitlig. (Douglas och Shepherd, 1999)

3.6.5 Kommunikationsproblem

William Ury (1993) försöker förklara varför riskfinansiären och entreprenören ibland har svårt att nå fram till varandra genom tre grundläggande kategorier av mänskliga kommunikationsproblem. *Perception*, med vilket han menar att entreprenören och riskfinansiären upplever samma sak på olika sätt, en slags brist på empati, alltså att kunna se saker ur en annan människas perspektiv. *Emotion*, hur vårt agerande påverkas av våra känslor. Man agerar annorlunda vid olika sinnestillstånd, och det krävs god självkänedom för att undvika detta. Ibland kan detta till och med leda till en känslomässig blockering där man låter sig totalt styras av känslorna. En riskfinansiärs känslor för en entreprenör eller en situation, till exempel irritation, kan avgöra om projektet får pengar eller inte. *Communication*, som kan delas in i man talar förbi varandra, man lyssnar inte och missförstånd. Det första kan ta sig uttryck i att motparten börjar ställa fel frågor eller för fram sitt företags intressen eller villkor. När budskapet inte når fram, behöver det inte vara fel på budskapet men det har ingen mottagare eftersom det inte är anpassat efter vad mottagaren är intresserad av just då. Andra kategorin beror ofta på att entreprenören är så upptagen och koncentrerad på att formulera och föra fram sitt eget budskap att han inte lyssnar riktigt på allt vad motparten säger. Det brukar ha att göra med rutin av förhandlingar. Missförstånd kan bero på olika språk eller olika språkbruk, till exempel att någon använder ord som kanske eller bör som får motparten att börja tvivla. (Nielsen, Gravenfors, Ristorp, 1993)

3.6.6 Hur kan entreprenören minska företagets upplevda risk?

Venture Capital-företag och affärsänglar är normalt sett inte riskaversa men de reagerar negativt på risk som borde ha eliminerats redan innan entreprenören presenterade sin affärsidé. Entreprenören kan eliminera denna orimligt höga risk om han bara förstår var risken kommer ifrån. Entreprenören kan då också inse att vissa risker är oacceptabelt stora och att projektet inte är redo för en utvärdering av en investerare. (Shanley, 1998)

Okunskap är en stor källa till *mortality risks*, det vill säga risken för konkurs, för nya företag. Då menar de okunskap på tre områden, konsumenter, tillverkare och ledningen. Konsumenters okunskap när det gäller företagets existens, dess produkt/tjänst, fördelar med produkten, pris och kvalitet på varan är risker. Teknologin som skall användas i produktionen är kanske inte känd. Vidare är ledningens okunskap om bästa sättet att sköta tillverkningen, marknadsföringen, personalfrågor och finanserna en risk. (Shanley, 1998)

Den här typen av risker kommer att minska när informationsflödet till alla berörda parter är igång. Det går att skilja på passiva informationsflöden (*learning by doing* och *word-by-mouth-effekter*) och aktiva riskreducerande strategier. Dessa strategier eller taktiker kan implementeras innan entreprenören tar kontakt med finansiärer för att minska projektets upplevda *mortality risk*. (Shanley, 1998)

Exempel på aktiv riskreducering är marknadsföringsstrategier, interna träningsprogram, försäkringar, PR och genom anställning av kvalificerade och erfarna teknologer och ledare. Konsumentokunskap, kan minskas genom att företaget planerar att producera under ett existerande företags namn eller att man tillåts verka i ett annat varumärke. Producentokunskap, kan minskas genom att planera att låta tillverka på licens istället för att själv köpa fabriker och material. Det negativa med detta är att det egna företaget inte skaffar sig produktionskunskap och erfarenhet. Det krävs också mer övervakning (*monitoring*) vilket kan innebära högre kostnader med denna strategi. Managementokunskap, minskas helt enkelt genom utbildning och genom samtal med andra entreprenörer. (Shanley, 1998)

De strategier man använder sig av måste minska den totala risken, så att de strategier som används inte minskar risken i ett avseende och sedan ökar den totala risken lika mycket i ett annat. (Shanley, 1998)

4 EMPIRI

I detta kapitel redovisar vi utfallet av de intervjuer vi utfört med Venture Capital-företagen, affärsutvecklarna och affärsänglarna. Inledningsvis presenterar vi våra intervjuobjekt och senare utfallet av intervjuerna.

4.1 Presentation av respondentgrupperna

4.1.1 Presentation av investerarna på Venture Capital-företagen.

Håkan Nelson

Företag: Malmöhus Invest AB

Håkan Nelson är född 1949, han är civilekonom från Lund och är VD för Malmöhus Invest AB. Han är också styrelseledamot i ett flertal andra bolag som t.ex. ProstaLund Operations, Opsis samt MIP Technologies för att nämna några. MIAB investerar i högteknologiskt inriktade företag i tidig utvecklings- och tillväxtfas. Företaget investerar främst inom IT och Life Science-bolag. Geografisk fokus ligger på Öresundsregionen. De går in som minoritetsägare i portföljbolagen men är en aktiv partner och bidrar med resurser och nätverk. Vanligtvis investeras 3-30 Mkr i varje projekt med en investeringshorisont på 3-7 år. MIAB har idag en kapitalbas på 180 Mkr och har sedan starten 1979 investerat drygt 200 Mkr i mer än 70 företag.

Marcus Skärbäck

Företag: Teknoseed AB

Marcus Skärbäck har en magisterexamen i ekonomi och en kandidatexamen i Journalistik från Lunds Universitet. Han har tidigare arbetat för Handelsbanken och är idag Investment Manager för Teknoseed AB. Teknoseeds strategi är att investera i tidig fas, den så kallade

såddfasen. Investeringarna sker ofta i nära anknytning till universitet och teknikparker. Investeringarna sker inom tre huvudområden; läkemedel, teknologi och IT. Balansen mellan dessa i portföljen påverkas av konjunktur och framtidsvisioner. För dessa områden gäller att investeringarna bör ligga mellan 1-6 miljoner kronor med en investeringshorisont på 3-7 år. Vid eventuella investeringsbeslut hyr företaget in kompetens på konsultbasis för att ytterligare granska företagsplanerna ur teknisk synvinkel. Företaget har genom sin placering på Ideon tillgång till ett mycket stort och avancerat nätverk bestående av den kompetens som är nödvändig. Misslyckandeprocenten på investeringarna är hög men de projekt som lyckas ger mycket hög avkastning.

Patrik Söderlund

Företag: Lumitec AB

Patrik Söderlund har varit verksam i riskkapitalbranschen sedan mitten av 90-talet, senast som Centrecourts representant i Öresundsregionen. Patrik har tidigare bland annat varit VD för Sigma Innovation. Lumitec grundades 2002 av Lunds Universitets utvecklingsbolag, Malmöhus Invest och industrifonden. Det bildades för att fånga upp intressanta projekt runt högskolorna i Öresundsregionen. Lumitec har en initial kapitalbas på 40 Mkr och investerar max 1,5 Mkr i ett bolag men har ännu inte gjort någon investering. Företaget investerar i väldigt tidig fas (sådd) och skall precis ha bolagiserats eller bolagiseras när Lumitec går in som ägare. De investerar mot uppfyllande av vissa mål och assisterar bolagen med resurser och medverkar till att ge portföljbolagen en struktur.

Lennart Gustafson

Företag: Industrifonden

Lennart Gustafson har en Fil kand i bl a IT, matematik och statistik. Lennart har arbetat på Datasaab AB, Facit AB och Ericsson Information Systems AB. Var med och grundade Gandalf AB, där han var teknisk chef och VD för dotterbolaget Gandalf ITech AB. Han är idag investeringsansvarig för Malmöregionen på Industrifonden. Industrifonden är ett av Sveriges största riskkapitalbolag med engagemang i cirka 320 företag runt om i Sverige.

Industrifonden arbetar med både lån och ägarkapital. Företaget investerar i de flesta faser, sådd, start-up, utveckling och expansion och även i de flesta branscher, IT, life science och industri. De flesta av Industrifondens investeringar är så kallade syndikeringar där de oftast går in som aktiv medfinansierare och sällan som huvudinvesterare.

4.1.2 Presentation av affärsutvecklarna

Jonas Edelswärd

Företag: Teknopol AB

Jonas Edelswärd är civilekonom med småföretagsinriktning. Han har tidigare bland annat drivit grossistföretag i grönsaksbranschen och arbetat för Sydsvenska Handelskammaren med att bygga upp ett småföretagssamarbete i Estland. Han kommer närmast från befattningen som administrativ chef på Almi Företagspartner Skåne. Han är idag Teknopolns expert på företagsutveckling och är anställd av dem som affärsrådgivare. Teknopol AB ägs av Teknikbrostiftelsen i Lund (45 %), Lunds Universitets Utvecklings AB (45 %) och ALMI (10 %). Samarbetspartners är universitet, högskolor och forskningsparker i södra Sverige. Teknopol ger kompetensstöd åt entreprenörer och nybildade, forskningsbaserade företag. De hjälper entreprenörer att formulera en slagkraftig affärsplan och söka och identifiera första finansieringen. De hjälper även projekten med att hitta en lämplig finansierare utifrån sitt kontaktnät. Ägarkapitalet kommer från SIC och Nutek, riskkapitalbolag, affärsängelnätverk, ALMI eller traditionell bankfinansiering. Teknopol kan också själva lämna så kallade villkorslån på upp till 0,4 Mkr till ett projekt för att ge det chansen att utveckla sin idé ytterligare innan man går vidare till externa finansierare.

Göran Lundkvist

Företag: ALMI Företagspartner AB

Göran Lundkvist arbetar på ALMI Företagspartner AB. Han innehar en blandad roll där han är engagerad i både finansiering och företagsutveckling av projekt. ALMI finns representerade i 21 regioner runt om i Sverige. De bildades 1994 av staten med målet att

skapa tillväxt och förnyelse i svenskt näringsliv. ALMI's målgrupp är innovatörer, nya företag samt små och medelstora företag med upp till 250 anställda. ALMI har olika utvecklingsprogram anpassade för företagets situation och ambitioner. Det kan också handla om företagarens egen kompetensutveckling där de erbjuder och förmedlar olika vidareutbildningar både för nya företagare och företagare som vill expandera sin verksamhet. ALMI's konsulter hjälper till att granska och bedöma affärsidéer, analysera förutsättningarna, göra marknadsbedömningar med mera. De har en egen lånefond och erbjuder finansieringslösningar genom den och tillsammans med banker och riskkapitalister.

Nicholas Jakobsson

Företag: LUAB

Nicholas Jakobsson arbetar som affärsrådgivare på LUAB och är också ansvarig för ett affärsängelnätverk i regi av Connect Skåne. Regeringen initierade 1994 så kallade holdingbolag vid universitet och högskolor, däribland Lunds universitet. Holdingbolagen skall hjälpa till att kommersialisera idéer vid universiteten. LUAB's uppgift är att stödja enskilda forskare och annan personal vid Lunds universitet vid kommersialisering av nya affärsidéer. Verksamheten skall vara affärsinriktad och därmed ge vinst. Vinsten skall öka bolagets kapital och göra det möjligt att återinvestera och expandera i olika verksamheter, till exempel start av nya bolag eller kuvösverksamhet.

Peter Sigsjö

Företag: Position Skåne AB

Peter Sigsjö har tidigare arbetat som nationalekonom med specialisering mot hälsovård. Han arbetar idag som Investeringsfrämjare på Position Skåne AB. Den 1 januari 2003 gick Skånes turistråd och Region Skåne Inward Investment samman till ett nytt marknadsföringsbolag för Skåne med namnet Position Skåne.

Det nya bolagets uppgift är att utveckla och marknadsföra Skåne så att allt fler företag och människor väljer Skåne i framtiden. På så sätt skall bolaget bidra till en ökad tillväxt i Skåne.

Ägare till det nya marknadsföringsbolaget är Region Skåne (85 %) och de skånska kommunerna.

4.1.3 Presentation av affärsänglarna

Robert Wahren

Robert Wahren har en teknologie doktorsexamen från KTH, inom organisk kemi. Han har tillbringat två år vid Stanford University, USA och har läst företagsekonomi och management vid INSEAD i Paris. Han började med produktutveckling på Nobel Industrier 1975 och har sedan dess innehaft en rad olika chefsbefattningar på Kemi-, förpacknings- och functional food-företag. I oktober 2001 startade Robert egna företaget Core Competence AB, en konsultverksamhet med affärsutveckling, strategi och management som viktigaste arbetsuppgifter där han arbetar halvtid. Han driver också en affärsängelverksamhet där han investerat i, och fortfarande är delägare, i fyra bolag inom IT och kemi/livsmedel.

Kaj Vareman

Kaj Vareman har varit verksam både som entreprenör och affärsängel. Han har läst ekonomi på handelshögskolan i Göteborg och juridik vid universitetet i Lund. Han innehade en del företagsledande ställningar i större företag som Nordisk Transport AB innan han 1978 startade eget företag. Han har investerat i och drivit fram företagen Zeol AB, Probi AB och ANOX AB från grunden. Alla företag startades i forskningsbyn Ideon. Han har på grund av sin gedigna erfarenhet suttit med i många styrelser, bland annat i Lunds Universitets styrelse.

Claes Kinell

Claes Kinell är från grunden en entreprenör som övergått till att mest vara aktiv som affärsängel. Han har varit och är verksam inom följande branscher: livsmedel, fastigheter, försäkring och IT.

Mats Johansson

Mats Johansson har varit egen företagare i drygt 20 år, startat och drivit upp fyra bolag vilka han sedan med framgång sålts. Det kanske mest uppmärksammade av dessa är Multi Q. Han har därefter investerat i fem olika start-up bolag och sitter i styrelsen för en handfull bolag.

4.2 Intervjuresultat

4.2.1 Inledning

Venture Capital-företag

Venture Capital-företagen tar årligen mot många förfrågningar om kapital från entreprenörer som vill utveckla idéer och projekt. De flesta av dessa förfrågningar uppfylls däremot inte enligt Venture Capital-företagen.

Generellt sett så anser Venture Capital-företagen att det finns tillräckligt med kapital idag till bra idéer och projekt. Pengarna finns men det är inte alltid som de kommer ut på marknaden. De menar att det inte finns så mycket pengar till de tidiga faserna, sådd och startup, beroende på olika faktorer.

”Pengar finns det någonstans, men jag tror att de har dragit sig mot senare faser än sådd och startup” (Gustafson).

Venture Capital-företagen nämner faktorer som att det är för hög risk att gå in i dessa tidiga skeden. Det är för hög risk i förhållande till den avkastning som kan genereras. Risken

minskar när projekten har varit igång en tid och vägen utkristalliserat sig en aning. En prototyp har kanske utvecklats vilket leder till att den tekniska risken prövas. Även en undersökning av marknaden och de förväntade kunderna kan ha gjorts i det projekt som ligger längre fram i sin utveckling. Efter hand som tiden går minskar riskerna menar Lennart Gustafson på Industrifonden.

Venture Capital-företagen anser att det krävs för stort engagemang att investera i tidiga faser. De menar att det tar lika mycket tid att investera i bolag, som kräver små summor som det gör i bolag som kräver större investeringar. Det blir också ett för stort antal projekt som är igång eftersom de flesta Venture Capital-företagen har ett relativt sett stort kapital att förvalta.

Företagen upplever att staten har minskat sina anslag till investeringar i tidiga faser, vilket gjort att det blivit ett tomrum som är svårt att fylla. De tycker att staten borde ställa upp mer eftersom det är svårt att investera enligt deras mallar i så tidiga skeden. Staten borde bidra med mer hjälp och bidrag eftersom det är svårt att få pengar från institutionellt håll.

”I många länder tar staten mer ansvar för dessa faser” (Gustafson).

På frågan om det finns tillräckligt många bra projekt att investera i råder det skilda meningar. Några av företagen anser att antal kapitalförfrågningar ligger konstant med tidigare år och att dessa räcker till. Den andra sidan menar att det har minskat enormt, orsaken till detta kan enligt företagen vara att det var betydligt lättare att få kapital under 90-talet. Det minskade utbudet av kapital har gjort att många inte tycker att det är lönt att söka kapital eftersom man ändå inte får något. De menar att utbudet av kapital styr efterfrågan.

”Alla trodde att det bara var att lyfta på luren och få pengar och sedan var det bara att sparka igång” (Nelson).

Gemensamt för alla Venture Capital-företagen är att antalet förfrågningar som materialiseras till affärsplan har minskat. Enligt Söderlund så tittar de bara seriöst på 10-20 procent av alla de förslag de får in. Av alla förslag investerar de bara i cirka två procent och resten tackar han nej till.

Det lägre utbudet av kapital har gjort att konkurrensen om det kapital som är över har hårdnat. Venture Capital-företagen menar att det kan ställas högre krav på dem som söker idag. Enligt Skärbäck kan de idag ha som krav på att forskaren bakom idén skall säga upp sig för att visa att de verkligen vill satsa fullt ut på projektet.

Affärsänglar

Även bland affärsänglarna är det övergripande svaret är att det finns tillräckligt med riskkapital men att väldigt lite ändå satsas i de tidigaste faserna. De är överens om att det var för lätt att få kapital till sina projekt för några år sedan.

Respondenterna menar att det krävs mycket engagemang för att lyckas med investeringar i de här tidiga faserna. Det innebär väldigt höga kostnader jämfört med det investerade beloppet.

”Problemet är att det kostar lika mycket att investera små belopp som stora, det är väldigt höga kostnader för själva igångsättandet” (Kinell).

”Det finns en i princip väl fungerande riskkapitalmarknad i Sverige, men för bolag i tidiga faser är det besvärligt, pengarna satsas mest i redan existerande bolag” (Wahren).

Vareman menar att det är det rätta sortens kapital som fattas.

”Det finns nog kapital om man är beredd att släppa ifrån sig en stor del av ägandet men då tappar man också engagemanget hos entreprenören” (Vareman).

Hälften av respondenterna upplever det som att det finns mycket bra projekt och hälften att det inte gör det. Wahren säger att det blivit lättare att hitta bra projekt nu än för några år sedan.

Respondenterna menar att problemet med investeringar i de tidiga faserna är att det tar för lång tid, beloppen som behövs är för små jämfört med arbetsinsatsen och kostnaderna för att köra igång. De tror också att många helt enkelt bränt sig och därför tvekar inför att investera i de tidigaste faserna.

Kinell menar att staten borde ta större ansvar i de tidiga faserna då det nästan kan räknas som forskning. Han upplever det också som att det blivit sämre utbud av statligt kapital de senaste åren. Han tycker att det krävs en kombination av statligt och privat kapital för att försörjningen av kapital till de tidigaste faserna skall fungera. Han tycker att de statliga bolagen ofta har för höga vinstkrav på sig.

”Statliga bolag kan inte kräva samma avkastning som privata bolag och de måste vara beredda på att ta större risk” (Kinell)

Affärsutvecklare

På frågan om det finns tillräckligt med kapital till de tidiga faserna sådd och startup, råder det skilda meningar. En del anser att det finns tillräckligt med kapital medan den andra gruppen menar att det inte finns tillräckligt med kapital.

”Marknaden saknar pengar, Nutek och SIC har blivit mindre på marknaden” (Sigsjö).

De som anser att det finns tillräckligt med kapital säger båda att det finns kapital till de bra idéerna men att de idéer som inte är så bra har problem då de skall söka kapital.

Generellt sett anser affärsutvecklarna att det finns tillräckligt med bra idéer. Eftersom det är svårare att få kapital så är det färre som söker. Kapitalbristen har enligt Jakobsson lett till att det sker en viss selektering då det inte är meningsfullt för ”dåliga” projekt att söka kapital.

Jakobsson anser att problemet är att svenskarna är för dåliga entreprenörer, vi har bra idéer men det är få som kan driva och få lönsamhet i dessa. Han anser att många av de idéer som presenteras för honom skulle kunna genomföras om det hade varit en bra entreprenör.

”Kvaliteten på de projekt som kommer in till oss är överlag bättre än tidigare” (Lundqvist).

Affärsutvecklarna anser sig vara ett försteg till Venture Capital-företagen. De tycker att de är en viktig del av marknaden eftersom Venture Capital-företagen inte tar emot idéer i tidiga skeden trots att de säger att de skall göra det.

”Venture Capital-företagen skall gå in i tidiga faser men de gör inte många sådana investeringar, det är mest i teorin” (Edelswärd).

4.2.2 Investment ready

Venture Capital-företag

Hur skall då en forskare eller entreprenör bete sig och vad vill Venture Capital-företagen ha reda på för att investera pengar?

Detta är en fråga som det råder stor oenighet om bland respondenterna. Investerarna vill ha så mycket information som möjligt för att på detta sätt minska risken för att deras pengar försvinner. Enligt Skärbäck är det många marknadsrelaterade frågor som skall vara besvarade. Hur skall projektet marknadsföras och fungerar tekniken på den marknad den är avsedd för. Företaget vill ha en realistisk syn på det hela, både problem och möjligheter skall belysas.

Enligt Nelson behöver projekten inte alltid vara välförberedda utan de tar också emot projekt som inte är så genomarbetade.

Företagen menar att ofta är idéns grundare en forskare och att dessa är väldigt duktiga på sin teknik men sämre när det gäller att marknadsföra produkten. Enligt Skärbäck är grundarna även dåliga på entreprenörskap, att utveckla idén från forskningsmiljö till att produktifiera och göra den skalbar för större produktion.

”De ser att de har kommit på en innovation som är mycket bättre än allting annat och de tror därför att de skall slå ut alla andra, men så är det inte” (Skärbäck).

Även Gustafson anser att hög teknisk kunskap finns men att de behöver hjälp med att kunna färdigställa produkten och att massproducera den. Forskarna har oftast inte varit ute i

näringslivet och saknar därför, affärsmässighet, marknadskompetens och hela den företagsekonomiska biten.

Enligt Söderlund saknas även kunskap om hur ett projekt skall värderas, felet är att värderingen utgå från forskningen och inte enligt marknadsmässiga värderingar.

För att företaget skall bli *investment ready* skall det, enligt Söderlund, helst ha gjorts en värdering, det skall finnas kontakter och nätverk (industriella, revisorer, produktion), industrierfarenhet, praktiskt affärsmannaskap och det skall ha tagits patent.

Affärsänglar

Alla respondenter är ungefär överens om vad som skall vara gjort innan entreprenören tar kontakt med dem. Entreprenören måste ha kört igång, det skall redan finnas ett bolag. De måste ha klart för sig vad de vill göra och vem som skall ha nytta av produkten. De skall helst också ha haft kundkontakt redan så att investeraren vet att det finns något att bygga på.

Respondenterna tycker att staten via till exempel Nutek och Innovation Skåne skall ta det där första stadiet, att granska patent och hjälpa till med bolagsbildning.

Genomgående märks att respondenterna tycker att det är svårt att få en uppfattning om affärsidén utan att ha varit i kontakt med marknaden. Marknadens reaktion verkar ofta vara avgörande för om projektet får kapital eller inte.

”Det skall ju märkas att de potentiella kunderna inte vill släppa den här idén till sina konkurrenter” (Johansson).

Entreprenören brukar själv ha ett stort tekniskt kunnande och brinner ofta för sin idé. Det som brister är kunskapen om marknaden.

”Det kan finnas kvar att göra marknadsanpassningar och ordna försäljningskanaler med försäljare och agenter” (Wahren).

Det handlar ofta om frågor som hur skall man nå sina kunder och hjälpa till med att sluta avtal och vilka avtal man bör välja. Det största problemet, och främsta anledningen till att de tar kontakt med en affärsängel är att pengarna är slut.

”Om en affärsängel går in och investerar egna pengar så fungerar det ofta som en kvalitetsstämpel” (Wahren).

Genom att få med sig en affärsängel blir det därför ofta lättare att få kapital även från banken eller från ALMI.

Respondenterna menar att entreprenören behöver hjälp med att bygga ett bolag och förstå den totala kundnyttan och vad de kan ta betalt. Entreprenören behöver ofta också hjälp med kontroll, styrsystem, nätverk och med att styra företaget på rätt väg.

Affärsutvecklare

Entreprenörerna kan komma in med projekt i väldigt tidiga skeden, det kan vara en idé som skall sjasättas och så undrar personen hur detta skall göras. I senare skeden då entreprenören kan konkretisera affärsplanen kommer Venture Capital-företagen också in i bilden säger Lundqvist. Då handlar det om att ALMI går in med riskvilligt kapital medan Venture Capital-företagen går in med riskkapital.

Connect har en liknande strategi i sin idésprångbräda, där entreprenören kan utvärderar idén och sedan skickar den vidare till den riktiga språngbrädan. I den riktiga språngbrädan utvärderas förutom idén även entreprenören och hur denne skall kunna skaffa kapital.

Vad är det entreprenörerna behöver mest hjälp med? Eftersom affärsutvecklarna tar emot entreprenörerna i ett tidigt skede handlar det ofta om att skapa ett bolag och juridiken kring detta. Även avtalsrätt och patent blir en del i arbetet då entreprenören skall starta processen.

När väl uppstarten är utförd är det dags att skriva den viktiga affärsplanen och börja arbeta på en styrelse. Styrelsen är en viktig del i helheten för att skapa förtroende och trygghet.

“Vi är även en garant för senare finansiärer” (Edelswärd).

Enligt Lundqvist handlar det även om att skapa en prototyp, vilket de gör i samarbete med SIC.

Gemensamt för alla är att de poängterar att affärsplanen och att det finansiella upplägget tar stor del av tiden vid de inledande mötena med entreprenören.

4.2.3 Entreprenörens inställning till eget kapital-finansiering

Venture Capital-företag

Ibland händer det att det uppstår konflikter mellan entreprenören och Venture Capital-företaget. Entreprenörerna måste vara flexibla och beredda på att dela med sig av sin makt och kunskap för att det skall bli intressant att investera i deras projekt. Det är inte alltid som entreprenören själv skall sitta som VD för företaget, vilket kan vara en känslig fråga enligt Nelson.

Värderingen av projektet ställer ofta till problem, trots att entreprenörerna har fått en mer realistisk syn än tidigare. Det finns en del punkter som Venture Capital-företagen alltid vill ha med i avtalen och dessa kan vara stötande för en del säger företagen.

”Det måste finnas en förståelse för ekonomins grundvalar, värderingen av bolaget är inte bara baserat på hur bra entreprenören är” (Gustafson).

Affärsänglar

Respondenterna säger att det ofta uppstår konflikter när det diskuteras framtida kontroll och styrning av bolaget

”Det är ofta en anledning till varför man skiljs åt” (Wahren)

Det verkar inte som att det finns så mycket rädsla för att bli bestulen på sin idé. Däremot skär det sig ofta när det gäller kontroll över företaget, entreprenören är rädd för att mista inflytande över sitt bolag. Ibland blir det konflikter runt hur stor andel av företaget investeraren vill ha och värderingen av bolaget. Johansson menar att det samtidigt kan vara positivt med en person som inte vill släppa ifrån sig kontrollen av företaget.

”Det innebär ju att han har en inre styrka och tror på sig själva” (Johansson).

Respondenterna verkar vara överens om att det är ett måste att sätta upp långsiktiga mål men att ge entreprenören svängrum eftersom vägen dit ofta ändå blir krokig.

Affärsutvecklare

Enligt affärsutvecklarna är det ofta som problem uppstår mellan dem och den entreprenör som kommer med idén. Problemen består framför allt av att entreprenören inte är villig att dela med sig av makten och att den finansiella biten är svår att komma överens om.

”Det är viktigt att entreprenören förstår att de måste lämna ifrån sig en del av ägarandelen och sin kunskap för att samarbetet skall fungera” (Jakobsson).

Då det gäller tekniken är det ofta entreprenören som står i fokus eftersom det är denne som står med det tekniska kunnandet och har skapat idén.

Entreprenören måste däremot förstå att han ibland skall stiga åt sidan för att experter inom andra områden skall kunna få projektet i rätt riktning. Det är inte entreprenören som skall driva projektet, ha kontakten med marknaden och prata med riskkapitalister enligt Edelswärd.

Den finansiella biten kan skapa problem då affärsutvecklarna ibland kräver att entreprenören måste satsa kapital eller efterställa skuldebrev för att de själv skall bidra med en del.

Är motsättningarna allt för stora väljer ibland affärsutvecklarna att lägga ner samarbetet eftersom det är en lång vandring att föra fram projektet vilket kräver gott samarbete.

4.2.4 Framställningen av företaget

Venture Capital-företag

Många har utförliga affärsplaner men det är för stort fokus på de tekniska aspekterna. Söderlund vill vara med i ett så tidigt skede som möjligt men entreprenören får gärna ha gjort undersökningar om marknaden och kunder i förväg.

En väldigt viktig egenskap som entreprenören måste ha är att kunna presentera sig och sitt projekt på ett enkelt och korrekt sätt. Det är viktigt eftersom de är denna person som skall vara med och förhandla med samarbetspartners, sälja och samla in pengar. Presentationen får inte vara för lång och skall bara innehålla det absolut viktigaste.

”En vetenskaplig utläggning är ju helt ointressant för dig och mig” (Nelson).

Det skall vara en kondenserad affärsplan som kommunicerar ödmjukhet, självförtroende och realism när det gäller ekonomin. Båda skall vara en försiktig plan med både upp- och nedsidor där entreprenören har insett riskerna.

Generellt sett anser Venture Capital-företagen att entreprenörerna är bra på att presentera de tekniska aspekterna medan kundkalkylen är mindre eller helt saknas. Att ha undersökt hur marknaden och kunderna ser på produkten är väldigt viktigt, och detta måste entreprenörerna bli bättre på.

”8 av 10 entreprenörer har ej gjort en marknadsanalys trots att de gjort en affärsplan, vilket jag tycker är väldigt konstigt” (Söderlund).

Affärsänglar

Alla respondenterna verkar vara överens om att det finns brister i entreprenörernas förmåga att presentera sig, men på vilket sätt synes variera.

En del är bra på att presentera tekniken men sedan finns det ofta en del brister när det gäller det finansiella och marknadskunskap. En annan brist som framförs är att de inte tar upp hur det ser ut med konkurrenter och vilka risker som företaget står inför. Dels verkar det bero på

att entreprenörerna själva inte riktigt har undersökt saken och dels på en rädsla att informera investerarna om det.

”När man skall ta fram en produkt är nästan konkurrensanalysen det viktigaste av allt, man måste ju veta hur man skall positionera sig gentemot dessa” (Johansson).

Han fortsätter med att säga:

”En konkurrensanalys kräver ju egentligen ingen erfarenhet, kan man göra en uppfinning kan man också kolla upp hur det ser ut med konkurrenter” (Johansson).

Johansson är den som är mest kritisk till utbudet av bra idéer och entreprenörer. Det som saknades var en väl underbyggd konkurrensanalys och brister hos entreprenören på att presentera sin idé på ett bra sätt. Det framkommer också att entreprenören ofta saknar erfarenhet av branschen som affärsidén bygger på.

Något annat som framkommer är att entreprenören ofta fokuserar alldeles för mycket på tekniken och för lite på marknaden.

”Det är olika språk, det ingenjörer talar och det som ekonomer och marknadsfolk talar” (Vareman).

Vareman menar att det är här som affärsänglar är bra därför att de ofta kan överbrygga de här skillnaderna på ett bra sätt då de ofta har erfarenhet av båda världarna.

5 ANALYS

De resultat som framkommit i samtalen med våra respondenter kommer här att jämföras med den teoretiska referensram som redovisats. Valda delar av litteraturen kommer att redovisas för att underlätta för läsaren att följa uppsatsens resonemang. Efter det redovisar vi de skillnader mellan Venture Capital-företag och affärsänglar som vi tycker oss ha kunnat se. Det som framkom i samtalen med affärsutvecklarna kommer också att vägas in i analysen.

5.1 Inledning

Vår undersökning antyder att det råder brist på kapital till de riktigt tidiga faserna. Det finns kapital men det investeras i senare faser. *The equity gap* beror på ökande storlek på investeringarna, hög risk, osäker avkastning och lågt *dealflow* i de tidiga faserna (Harding, 2001). De svar vi får överensstämmer i stort med detta. Venture capital-företagen investerar inte i tidiga faser på grund av att det krävs för stort engagemang. Det skulle gå åt för mycket tid och personal om de skall investera hela sin fond i små bolag, det är för lite avkastning i förhållande till risken. Det medför också lika hög kostnad att göra *due diligence* på ett litet projekt/bolag som på ett större. När storleken på genomsnittsinvesteringarna ökar blir det per automatik senare faser som blir prioriterade.

Affärsänglar säger att de är rädda för att investera därför att det har blivit svårare att göra exit. De upplever det som att de får väldigt lite betalt för det arbete de lägger ner i de här tidiga faserna då värderingen av bolaget inte går upp så mycket tills det är dags för dem att göra exit. De upplever det också som att det idag tar mycket längre tid för dem innan de kan göra exit ur bolagen än tidigare. Denna längre *time-to-market* ökar den upplevda risken med såddinvesteringar.

En ytterligare förklaring till bristen på kapital till de tidiga faserna som framkommer i samtalen med våra respondenter är att det är många som har "bränt sig" och därför är mer försiktiga med att investera i de tidiga faserna.

Den bilden vi får av *dealflow:et* är splittrad. Vissa upplever det som att det inkommer få investeringspropåer medan andra säger att det ligger på en bra nivå. Denna splittrade bild överensstämmer med Nuteks rapport om riskkapitalbolagens aktiviteter. Det samlade resultatet är att antalet investeringspropåer har minskat de senaste åren men att det ändå ligger på en acceptabel nivå.

Både affärsänglar och Venture Capital-företag vi talat med upplever det som att staten minskat sina anslag till de tidiga faserna vilket de menar bidragit till svårigheterna som entreprenörerna i de här tidiga faserna möter.

5.2 Readiness

Technology readiness: Teknologin fungerar, prototyper har byggts och med framgång testats och produkten kan byggas till en rimlig enhetskostnad. Beroende på investerarens risktolerans kommer han att investera, trots en högre teknologirisk och kräva större andel av aktierna eller vänta med investeringen. (Shepherd och Douglas, 2002) Enligt respondenterna är entreprenören oftast mycket kunnig inom de tekniska aspekterna men sämre då det gäller att produktifiera och få tekniken skalbar för större produktion. Kapitalet som tillförs vid detta skede skall användas för att skapa de första produkterna.

Market readiness: Konceptet är testat, det har gjorts undersökningar om behov och preferenser hos målkonsumenten, det finns en efterfrågan på produkten till den föreslagna prisnivån. Detta kan undersökas med marknadsundersökningar och marknadstest. Entreprenören kan här testa ungefärlig prisnivå på produkten och eventuellt anpassa den utifrån testerna. (Shepherd och Douglas, 2002) Marknadsdelen av affärsplanen är ofta det som är minst genomarbetat. Forskarna har oftast inte varit ute i näringslivet och saknar därför, affärsmässighet, marknadskompetens och hela den företagsekonomiska biten. Det är enligt våra respondenter sällan som entreprenören gjort någon riktig marknadsundersökning. Entreprenörerna börjar ofta sälja sina produkter för sent, vilket gör att entreprenören inte alltid förstår kundnyttan med innovationen. Den ideala situationen är om kunderna kan vara delaktiga i produktutvecklingen. Respondenterna tycker att som investerare är det svårt att få en uppfattning om affärsidén utan att ha varit i kontakt med marknaden.

Management readiness: Företagets ledning eller grundare bör ha tidigare erfarenhet av den bransch eller marknad som företaget skall agera på. Ett starkt engagemang och erfarenhet i utveckling av företag är också viktigt. (Shepherd och Douglas, 2002) I vår undersökning framkommer det att investerarna gärna ser att det finns ett bakomliggande nätverk till projektet. Det framkommer också att entreprenören ofta saknar erfarenhet av branschen som affärsidén bygger på. Det ses också som en klar fördel om någon bakom idén har varit med att starta ett företag tidigare. Investerarna kräver ofta en styrelseposition för att försäkra sig om inflytande.

5.3 Entreprenörens inställning till eget kapital-finansiering

Att få in kapital innebär också nya ägare, delägandet är kärnan i riskkapitalisters affärsmodell och häri vilar också fröet till många missförstånd. Många entreprenörer betraktar nämligen nya ägare med misstänksamhet, eftersom de är rädda för att förlora kontrollen över sitt företag och bli lurade på sin ägarandel. (Connect Sverige, 2000) Detta är något som kan påverka entreprenörens vilja att överhuvudtaget söka riskkapital och därmed också företagets möjligheter att växa. Entreprenörens inställning till nya ägare är något av det första en investerare kontrollerar i sin bedömning av entreprenören.

Investeraren kommer att vilja ha en större andel av företaget, för ett givet investeringsbelopp, än vad entreprenören är beredd att avstå. (Douglas och Shepherd, 1999) Det blir enligt våra respondenter ofta meningsskiljaktigheter runt värderingen av bolagen och hur stor andel investeraren skall få ta över. Entreprenören känner inte till vilka finansieringsmöjligheter som finns, de förstår inte kraven och förväntningar från investerare. (HM Treasury, 2002) I genomsnitt måste Venture Capital-företaget försäkra sig om minst 25-30 procents avkastning per år, vilket innebär att en investerings värde åtminstone skall femdubblas på fem år. (Gladstone, 2000) Enligt våra respondenter har entreprenören svårt för att göra en marknadsmässig bedömning utav företaget utan utgår från den oftast väldigt goda feedback de fått i forskarkretsar.

Problemet späs på av att entreprenörer har en motvilja mot eget kapital-investeringar på grund av ovilja att dela ägande och kontroll med en utomstående investerare. (Mason och Harrison, 2002). Detta är något som också framkommer i vår undersökning. Entreprenören har ofta dålig förståelse för hur riskkapitalister arbetar och varför de måste ta en så aktiv roll i företaget. Enligt våra respondenter är entreprenörens inställning till frågor som kontroll och styrning en mycket vanlig orsak till varför de skiljs åt. En entreprenör måste, enligt våra respondenter, ha förmåga att inse sina egna brister, kunna ta råd och vara beredd på att stiga åt sidan på områden han inte behärskar. Enligt vår undersökning är den vanligaste orsaken till misstänksamhet en rädsla för att tappa inflytande över bolaget. Det finns också ekonomiska grunder till konflikterna men oftast bottnar konflikterna i entreprenörens starka känslor för hur det företag han grundat skall styras. Däremot är det ingen av intervjupersonerna i vår undersökning som tycker sig ha stött på någon rädsla från entreprenören på att bli bestulen på sin idé eller som stött på den omvända moral hazard problematiken som enligt Berglund (1998) existerar på riskkapitalmarknaden.

5.4 Framställningen av företaget

Att kunna presentera sin affärsidé för olika typer av investerare är en aspekt av att vara *investment ready* då det kräver en förståelse för vad en investerare letar efter i en investering och vilka eventuella risker denne ser med investeringen. (Mason och Harrison, 2002) Detta gäller dels i affärsplanen och dels vid investeringsträffen. Den skrivna affärsplanen är oftast den första kontakten Venture Capital-företaget kommer att ha med entreprenören och hans idé. (Nielsen, Gravenfors och Ristorp, 1993) Affärsplaner är ibland inte *investment ready* på grund av att entreprenören inte bedömer risker, som kan stjälpa företaget, på ett korrekt sätt. (Harding, 2002) Enligt våra respondenter är det ofta som entreprenörerna inte presenterar rätt typ av information och har inte tagit med riskerna förknippade med investeringen. En annan vanlig brist i affärsplanerna är att entreprenörerna ofta inte genomfört en konkurrensanalys. Investerarna vill ha information om både konkurrenters produkter och hot från eventuella substitutprodukter.

Enligt respondenterna är en viktig aspekt att kunna kondensera ner sin affärsidé till det viktigaste, det visar på förståelse för företagande och säljförmåga. Många av de affärsplaner som inkommer till riskkapitalisterna är för utförliga och långa.

Investeraren vill få sin första positiva känsla för projektet bekräftat genom visat engagemang, entusiasm och affärssinne från entreprenörens sida. Det gäller att förutse vilka investerarens tvivel är och eliminera dessa. Det räcker inte med en bra idé, investerare kommer inte att investera om de inte blir imponerade av entreprenören personligen. (Douglas, E and Shepherd, D, 1999) Enligt vår undersökning är den muntliga presentationen viktig för beslutet att investera. Entreprenören kommer att vara centralfiguren i förhandlingar om samarbetsavtal, sälja idén till kunder och anskaffa mer kapital från andra investerare.

När budskapet inte når fram behöver det inte vara fel på budskapet, utan problemet är att det inte har någon mottagare då det inte är anpassat efter vad mottagaren är intresserad av just då. (Ury, 1993) Enligt vår undersökning fokuserar entreprenören för mycket på tekniken i sin presentation och redogör ofta för mycket i detalj om hur produkten fungerar och är uppbyggd. När entreprenören och investeraren talar förbi varandra på det här viset kan det påverka investerarens känslor inför projektet. Man agerar annorlunda vid olika sinnessillstånd, och det krävs god självkännedom för att undvika detta. Detta kan till och med leda till en känslomässig blockering där man låter sig totalt styras av känslorna. En riskfinansiärs känslor för en entreprenör eller en situation kan avgöra om projektet får pengar eller inte (William Ury, 1993).

5.5 Risker och riskreducering

De riskreducerande strategier som finns är ofta kopplade till företag som redan kommit en bit på vägen i sin utveckling. Det går dock att ta hänsyn till en del av dem i affärsplanen som skall spegla framtida utveckling. Okunskap är en stor källa till *mortality risks*, det vill säga risken för konkurs hos nya företag. Denna okunskap kan delas upp på tre områden, konsumenter, teknik/tillverkning och ledningen (Shepherd et al.2000).

Det varierar vilka risker som anses som mest kritiska vid olika typer av projekt. Vid investeringar i IT är tekniken viktig och att konceptet verkligen håller. Vid andra typer av investeringar ses okunskap hos ledningen/entreprenören som en större riskfaktor. Överlag visar studien att i de tidigaste faserna är risken med ett projekt framför allt förknippad med ledningen/entreprenören och deras förmågor. Att ha med personer i projektet som redan tidigare startat företag sänker investeringens risk avsevärt. Personer med erfarenhet av branschen är också viktigt för investerare.

Investerarna kräver ofta att entreprenören tagit någon slags kundkontakt för att sänka marknadsrisken. Det skall visas att det finns ett intresse hos kunderna och att den här tjänsten/produkten är något de är beredda att betala för. Med acceptans av potentiella användare visar företaget att det är kapabelt att tillfredställa behov och önskemål på en marknad. Det framkommer att entreprenören oftast börjar sälja sin produkt för sent. Det ideala är om de potentiella kunderna är delaktiga i produktutvecklingen. Investerarna tycker att det är svårt att skapa sig en uppfattning om affärsidén utan någon kontakt med den framtida marknaden.

5.6 Skillnader mellan Venture Capital-företag och affärsänglar

Affärsänglar verkar samarbeta mer med och dra nytta av det förarbete som de statliga bolagen Luab, ALMI och Nutek gör på det här området. Dessa statliga företag/organisationer ger bland annat bidrag för att granska projektets/företagets patent. Venture Capital-företagen verkar mer förlita sig på statliga och ickestatliga företagsutvecklare som till exempel Teknopol och Virtual Businesshouse eller ta vid efter en affärsängel tagit hand om de första stegen. Venture Capital-företagen upplever oftare värderingen av bolaget och rena finansieringsfrågor som ett problem än vad affärsänglarna gör. Informella riskkapitalister tycks fästa större vikt vid ledarskapet medan institutionella riskkapitalister främst betonar marknaden och produktens etablering på marknaden. (Landström, 1997) Venture Capital-företagen är inriktade på att entreprenören skall vara beredd på att stiga åt sidan och inse sina begränsningar på det företagsekonomiska planet av projektet. Affärsänglarna i vår undersökning säger sig hellre leta efter självständiga entreprenörer så att projektet blir mer självgående. Det informella riskkapitalet arbetar med mindre reglerade aktieavtal och kan

därför inte påverka projektet/företaget i samma utsträckning som Venture Capital-företagen efter det att investeringen är gjord. (Landström, 1997)

6 SLUTDISKUSSION

I detta kapitel kommer vi att summera och mer fritt diskutera resultatet av vår analys. Vi avser att besvara de frågeställningar vi hade när vi började arbetet med den här uppsatsen och även presentera våra förslag till vidare forskning. Vi har delat in det här kapitlet efter våra tre olika delsyften.

6.1 Summering och diskussion

Då vår studie endast omfattar en del av de verksamma Venture Capital-företag, affärsänglar och affärsutvecklare kan man inte dra några generella slutsatser av studien. För att kunna göra detta måste man undersöka betydligt fler företag. Ur analysavsnittet kan vi åtminstone dra en del slutsatser vilka vi diskuterar nedan.

6.1.1 Såddinvesteringar i Sverige

Uppfattningen vi fått under undersökningens gång är att det saknas kapital till de tidiga faserna. Enligt svaren vi fått i vår undersökning anser riskkapitalisterna själva att den svenska Venture Capital-marknaden fungerar relativt bra i sin helhet men att det är väldigt svårt för entreprenörer att få såddkapital. Den främsta anledningen enligt vår undersökning är att Venture Capital-företagen inte investerar i de tidiga faserna. Såddinvesteringar kräver för mycket engagemang både före och efter investeringen. Venture Capital-företagen föredrar att satsa i färre men större projekt, vilka oftast inte finns i de tidiga faserna. Det är också väldigt stora risker förknippade med tidiga faser. Går de istället in i senare faser har investeringsobjektet haft möjlighet att undanröja vissa risker och kanske även testat marknadspotentialen.

Affärsänglarna, som oftast investerar mindre summor, är hänvisade till de tidiga faserna då de är mindre kapitalkrävande. Även affärsänglarna upplever det som en riskfylld marknad eftersom det blivit besvärligare att göra exit. En del av detta är en följd av att Venture Capital-företagen inte intresserar sig för fasen efter sådd och därför inte går in med pengar när

affärsänglarna vill göra exit. Det verkar som att affärsänglar är bättre lämpade att investera i de tidiga faserna eftersom de kan lägga ner mer tid på varje projekt. Det personliga engagemanget som skapas då affärsänglar satsar eget kapital är också en god förutsättning för de tidiga faserna. En affärsängels medverkan sätter en kvalitetsstämpel på projektet som gör det lättare för företaget att få kapital från andra håll.

Det förefaller som att de investerare som går in i tidiga faser ställer högre krav på entreprenörer än för några år sedan då det idag är så svårt att få finansiering i tidiga faser. Utvärderingsperioden har blivit mycket längre och även om investerarna verkar väldigt intresserade kan förhandlingarna när som helst under resans gång bryta samman. Det kan därför vara en god idé att entreprenören söker finansiering på andra håll även när han fått kontakt med en investerare. Detta skulle också kunna öka entreprenörens förhandlingsstyrka.

Våra respondenter är överens om att staten borde ta ett större ansvar för projekt och bolag som befinner sig i såddfasen. De affärsutvecklare vi pratat med är alla statliga eller delvis statliga. De gör ett stort jobb och hjälper entreprenörer och deras projekt att bli *investment ready*. Vi får dock intrycket att det är svårt att driva denna typ av företag med ett privat företags vinstkrav, det verkar krävas någon form av statlig inblandning för att det ska vara möjligt. Att dessa affärsutvecklare inte har något vinstkrav eller åtminstone lika höga sådana verkar också skapa ett bra förtroende mellan entreprenör och affärsutvecklare som nog skulle vara svårt annars. De senaste årens vacklande konjunktur är säkert också en bidragande orsak till det låga antalet investeringar i såddfasen. Riskkapital-investeringar förefaller vara väldigt konjunkturkänsliga och vid en ytterligare återhämtning i ekonomin skulle kanske riskkapitalet återigen söka sig till de tidiga faserna som det gjorde vid den förra högkonjunkturen.

6.1.2 Investeringspropåerna och entreprenörerna

Vi har inte kunnat fastställa en nivå som företaget ska ha uppnått innan de anses vara *investment ready*, det verkar variera väldigt mycket från bransch och investerare. Vi har dock kunnat se vissa krav de verkar ställa och var de lägger tyngdpunkten vid sin bedömning. Investerarna kräver oftast inte att entreprenören själv skall ha byggt prototyper och testat produkten. Det är oftast inte heller möjligt då det kräver mycket kapital. Om investerarna får förtroende för entreprenören litar de också på att tekniken fungerar. Av de olika typer av

readiness som vi presenterar i litteraturgenomgången verkar *market- och management readiness* vara viktigast. Ett vanligt fel entreprenörer gör är att de börjar sälja sin produkt för sent. Många entreprenörer utvecklar produkten helt färdig innan de tar kontakt med marknaden. Med en för sen kundkontakt är det svårt för både entreprenören själv och investeraren att se möjligheterna med innovationen. Överlag anser våra respondenter därför att entreprenören själv skall ha testat marknadens reaktioner och gjort marknadsundersökningar. Vid investeringar i såddfasen är grundaren eller grundarna till företaget väldigt viktiga för företagets överlevnad. När det gäller *management readiness* ser investerarna helst att någon av de engagerade i bolaget har bakgrund av den tilltänkta branschen eller startat företag tidigare. En bra kombination skulle nog vara att ha unga visionära entreprenörer och kanske en VD med industrierfarenhet.

Det blir ofta konflikter när entreprenören skall släppa ifrån sig en del av ägandet i sitt bolag. Det är naturligt att det råder meningsskiljaktigheter runt värdering och tilldelning av andelar då detta samtidigt är en förhandling men det är ett problem om det leder till att någon av parterna drar sig ur. Investerarna upplever det som att många entreprenörer har en relativt dålig uppfattning om hur riskkapitalister arbetar. De har inte riktigt förståelse för hur stor risk en investering i såddfasen innebär. De har också svårt för att bedöma sin affärsidé på ekonomiska grunder. Den vanligaste orsaken till konflikter förefaller vara styrningen av bolaget.

Det finns klara brister i många av de investeringspropåer som inkommer till investerarna. Många är alldeles för utförliga och detaljrika och lyfter inte fram de delar som kan tänkas intressera en finansiär. Ofta fokuserar entreprenörer både i affärsplanen och i eventuella muntliga presentationer för mycket på tekniken. Ofta har det inte heller gjorts konkurrensanalyser. Enligt de investerarna vi har talat med är det viktigt att affärsplanen redogör för både möjligheter och risker. Om riskerna med projektet inte är analyserade och presenterade kan det leda till en slags *adverse selection*-problem där investeraren kräver högre kompensation än vad entreprenören anser vara motiverat. Enligt vår undersökning reagerar investerare väldigt negativt på orealistiska antaganden i bolagets kalkyler och förväntningar på framtida utveckling.

6.1.3 Skillnader mellan Affärsänglar och Venture Capital

Vi tycker oss kunna se att det oftare blir konflikter rörande de finansiella frågorna mellan entreprenör och Venture Capital-företag än mellan entreprenör och affärsängel. En förklaring till detta kan vara att Venture Capital-företagen ofta har en företagspolicy, traditioner och rutiner runt avtalsskrivande som kan upplevas som stötande för en del av entreprenörerna. Affärsänglar har större möjlighet att skräddarsy finansiella lösningar och kan kanske därmed undvika en del av problemen på det här området. Överhuvudtaget verkar affärsänglarna fästa större vikt vid entreprenören och hans förmåga och möjligheten för affärsängeln att kunna komplettera den här personen. När ett Venture Capital-företag bedömer om ett företag är *investment ready* är de mer inställda på att entreprenören kan tekniken väl och sedan sköter de den företagsekonomiska delen. De verkar också anse att kvalitén på produkten och marknadspotentialen är viktigare än vad en affärsängel gör.

Avslutningsvis anser vi att det är viktigt att även entreprenören utvärderar investeraren under förhandlingarna. Ett företag i såddfasen behöver väldigt mycket mer än bara kapital. Entreprenören kan få svar på många frågor bara genom att studera Venture Capital-företagets broschyrer, hemsida och genom att se över hur deras portfölj ser ut. Det kan vara en god idé att ta kontakt med entreprenörer som samarbetat med investeraren tidigare för att kontrollera hans *track-record*.

6.2 Förslag till vidareforskning

Under arbetets gång har vi upptäckt flera frågeställningar som kunde vara intressanta för framtida forskning. *Investment ready* är ett aktuellt ämne som bör intressera många.

- Undersöka hur entreprenörerna upplever såddinvesteringar och vad de anser om att vara *investment ready*.
- Gå djupare in på investerarnas eventuella motvilja mot extern finansiering genom att intervjua entreprenörer i projekt som havererat.
- Följa en investering i detalj, ser verkligheten ut som teorin?
- Bör staten satsa mer pengar för att driva på utvecklingen av nyföretagandet?

Källförteckning

Bell, Judith, (2000) ”Introduktion till forskningsmetodik, *Studentlitteratur, Lund*.

Berggren, Tom (2002) ”Riskkapital-branschens utveckling i Sverige”, *Svenska riskkapitalföreningens medlemsmatrikel*

Berglund, Tom (1998) ”Assymetric information, moral hazard and the home bias of international portfolio investments” *Svenska handelshögskolan*

Boocock G, Woods M (1997) ”The evaluation criteria used by venture capitalists: Evidence from a venture fund “ *International Small Business Journal* 16:1 1997

Braunerhjelm, P et al (2001) ”Utan riskkapital inget svenskt entreprenörskap”, *Svenska riskkapitalföreningens medlemsmatrikel*

Connect Sverige, (2000) ”Från såddkapital till börsintroduktion” *Kungliga tekniska ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige*

Douglas, E and Shepherd, D (1999) “Attracting equity investors” *Sage publications*

Douglas, E and Shepherd, D (2002) “Exploring investor readiness” *Venture capital vol.4, no.3*

Feeney L., Haines G. H. JR and Riding A. R. (1999) “Private investors’ investment criteria: insights from qualitative data” *Venture Capital: International journal of entrepreneurial finance*

Gladstone, David (2000) ”The Blackwell Handbook of Entrepreneurship” *Blackwell publishing ltd*

Halvorsen, Knut (1992) ”Samhällsvetenskaplig metod”, *studentlitteratur, Lund*

Harding, Rebecka, (2002) "Plugging the knowledge gap" *Venture Capital, vol. 4, No. 1*

Hirsh Robert D & Fried H Vance (1994) "Toward a model of Venture Capital Investment Decision Making"

HM Treasury (2002) "Investment readiness, helping enterprises access equity finance for growth" *Small business service*

Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn (1991) "Forskningsmetodik om kvantitativa och kvalitativa metoder", *Studentlitteratur, Lund*

Isaksson, Anders (2000) "Venture Capital – Begrepp och definitioner" *Svenska riskkapitalföreningens medlemsmatrikel*

Kloftsen, Magnus (2002) "Affärsplattformen entreprenören och företagets första år" *Stockholm SNS förlag*

Landell, E & Hörnlund, A (1998) "Entreprenörsfonder – Riskkapital till växande småföretag"

Landström, Hans (1997) "Synen på affärsmöjligheter" *Scandinavian institute for research in entrepreneurship*

Mason, C and Harrison, R (2002) "Investment readiness" *Centre for Entrepreneurship, Aberdeen*

Mason, C and Rogers (1997) "The business angels investment decision: an explanatory analysis, *Entrepreneurship in the 1990s*

Nielsen, T, Gravenfors, O och Ristorp, U (1997) "Var finns riskkapitalet och hur får du tag i det"? *Millhill, Alingsås*

Nutek förlag, (2003) "Affärsänglar, var finns dom?"

Nyman, Michael (2002) "Riskkapital". *Norstedts Juridik AB*

Nutek (2003a) ”Ett starkt entreprenörskap”,

Nutek (2003b) ”Riskkapitalbolagens aktiviteter”, *Nutek förlag*, Kvartal 3 2003

Nutek (2004) ”Riskkapitalbolagens aktiviteter”, *Nutek förlag*, Kvartal 1 2004

Shanley, R (1998) “New venture survival: ignorance, external shocks, and risk reduction strategies” *Journal of business venturing* 15

Trost, Jan (1997) “Kvalitativa intervjuer” *Studentlitteratur Uppl 2*

Ury, W (1993) ”Getting disputes resolved : designing systems to get cut the costs of conflict” *Harvard Law School*

Wiederheim, Paul, Eriksson, Lars Torsten, (1999) ”Att utreda, forska och rapportera”, *Liber ekonomi, Malmö*

Elektroniska källor:

www.almi.se

www.corecompetence.se

www.industrifonden.se

www.lumitec.se

www.lu.se/ind-liaison/luab/index.html

www.mhusinvest.se

www.nutek.se

www.skane.com

www.teknoseed.se

www.teknopol.se

www.vencap.se

Muntliga källor:

Håkan Nelson, Malmöhus Invest

Marcus Skärbäck, Teknoseed

Lennart Gustafson, Industrifonden

Patric Sjöström, Lumitec

Intervju med Jonas Edelswärd, Teknopol

Peter Sigsjö, Position Skåne

Göran Lundkvist, Almi Företagspartner Skåne

Nicholas Jacobsson, LUAB

Robert Wahren

Kaj Vareman

Claes Kinell

Mats Johansson

INTERVJUGUIDE

- Först en allmän genomgång om respondenten

Följande teman användes sen som diskussionsunderlag:

- Svenska Venture Capital-marknaden
 - Utvecklingen de senaste åren
- Utbudet av idéer och kapital
- Investment ready
 - Risker
- Entreprenören
 - Vad behöver entreprenören mest hjälp med
 - Diskussion kring teknologi, marketing och management
 - Konflikter
- Affärsplanen
 - Utformning
 - Brister
- Värdering