

Halmstad Högskola
Sektionen för Ekonomi och Teknik
Ekonomprogrammet

Venture capitalbolagens syn på risk och involvering

Uppsats inom finansiering och verksamhetsstyrning. 40-60 poäng

Slutseminarium: 2007-05-24

Författare:
Anders Olofsson
Magnus Bengtsson

Handledare:
Joakim Winborg

Förord

Denna uppsats har gett oss en mer detaljerad och verklighetsförankrad bild av hur venture capitalbolag arbetar. Den erfarenhet vi fått av att skriva denna uppsats tar vi med oss i framtida arbetsliv.

Vi vill rikta ett särskilt stort tack till Johan Rask på Innovationskapital och Marcus Skärbäck på Teknoseed som tog sig tid att medverka på våra intervjuer. Dessa intervjuer har gett oss mer kunskap om hur venture capitalbolag fungerar än vad vi lärt oss under våra föreläsningar

Vi vill tacka vår handledare Joakim Winborg för all vägledning och uppmuntran vi fått under uppsatsskrivandet.

Som avslutning vill vi passa på att citera ett par uppmuntrande ord vi fått med oss på vägen av en betraktare:

”Bra att ni skriver om venture capital då det skrivs väldigt mycket om det i media, men då är det inte venture capital utan buyout formen som det skrivs om och de har inte risker på samma sätt”

Halmstad den 18 maj 2007

Magnus Bengtsson

Anders Olofsson

Sammanfattning

I media debatteras flitigt olika aspekter på hur riskkapitalbolag agerar vid investeringar. Bland annat att riskkapitalbolagen kräver hög avkastning vilket de försvarar med att de tar så oerhört stora risker när de går in i nya bolag.

I uppsatsen har två investment managers på två olika venture capitalbolag på den svenska marknaden intervjuats. I vår undersökning har vi sökt svar på frågor kring risk, riskhantering och involvering. Vi har angripit vår problemformulering utifrån ett teoretiskt och ett empiriskt perspektiv.

Vi har kommit fram till att venture capitalbolag tar en stor risk vid investeringstillfället och enda sättet att minimera denna risk är att involvera sig i portföljbolaget. Denna involvering sker genom platser i styrelsen i portföljbolaget. Från denna position försöker man påverka bolagsledningen att agera på ett fördelaktigt sätt sett ur venture capitalbolagets synvinkel för att i slutändan maximera avkastningen.

Det nätverk som venture capitalbolagen omger sig av är till stöd under initial analys av portföljbolaget då man måste finna lämpliga deltagare till portföljbolaget. Venture capitalbolaget letar efter personer, inom sitt nätverk, som kan fylla upp de eventuella områden som portföljbolaget kan behöva hjälp med. Från nätverket refereras entreprenören, detta gör att man minskar risktagandet i entreprenören som person då man litar på att de som refererat honom har god kännedom om honom. Man sänker härmed risken med att entreprenören kommer agera på ett sätt som missgynnar venture capitalbolaget.

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	3
1.4 SYFTE	3
1.5 DEFINITIONER.....	3
2. TEORETISK REFERENSRAM	4
2.1 RELATIONSRIK	4
2.2 PROJEKTRISK	6
2.3 RISKHANTERING	8
2.4 NÄTVERK	9
2.5 AKTIV OCH PASSIV INVOLVERING.....	9
2.6 INVOLVERINGSAKTIVITETER.....	9
2.7 FÖRETAGSLEDNING	10
3. METOD	12
3.1 FÖRFÖRSTÅELSE OCH KUNSKAPSSYN	12
3.2 ANGREPPSSÄTT OCH PERSPEKTIV	12
3.3 FALLSTUDIE	13
3.4 SEKUNDÄR INFORMATION	13
3.5 PRIMÄRA KÄLLOR.....	13
3.5.1 Intervjuguide.....	13
3.5.2 Val av respondenter.....	14
3.5.3 Intervjuer.....	14
3.6 KÄLLKRITIK	15
3.7 VALIDITET OCH RELIABILITET	16
3.8 TOLKNING OCH ANALYS.....	17
4. EMPIRI	18
4.1 INNOVATIONSKAPITAL	18
4.1.1 Risk i allmänhet.....	18
4.1.2 Relationsrisk.....	18
4.1.3 Projektrisk.....	19
4.1.4 Riskhantering och Involvering tidigt in i investeringen.....	20
4.1.5 Bolagstrimmande.....	21
4.1.6 Tidshorisont och ägarskap.....	22
4.1.7 Mätning av företagshändelser	23
4.2 TEKNOSEED AB.....	24
4.2.1 Risk i allmänhet.....	24
4.2.2 Relationsrisk.....	25
4.2.3 Projektrisk.....	25
4.2.4 Riskhantering och Involvering tidigt in i investeringen.....	26
4.2.5 Bolagstrimmande.....	27
4.2.6 Tidshorisont och ägarskap.....	28
4.2.7 Mätning av företagshändelser	28
5. ANALYS	29
5.1 RISK I ALLMÄNHET	29
5.2 RELATIONSRIK	29
5.3 PROJEKTRISK	30
5.4 RISKHANTERING OCH INVOLVERING TIDIGT IN I INVESTERINGEN	31
5.5 BOLAGSTRIMMANDE	32
5.6 TIDSHORISONT OCH ÄGARSKAP	34

5.7 MÄTNING AV FÖRETAGSHÄNDELSER	34
6. SLUTSATS.....	35
7. IMPLIKATIONER.....	37
7.1 IMPLIKATIONER TILL FÖRETAG	37
7.2 VIDARE FORSKNINGSSOMRÅDEN	37
REFERENSER	38
ARTIKLAR.....	38
BÖCKER	39
INTERNET	40
INTERVJUER.....	41
BILAGA 1 ORDLISTA.....	42
BILAGA 2 INTERVJUGUIDE	43

1. Inledning

Det inledande kapitlet ger en introduktion till uppsatsen. Det innehåller bakgrund, problemdiskussion, problemformulering, uppsatsens syfte och definitioner.

1.1 Bakgrund

Det kapital som används för finansiering av företag kan delas in i två grupper: eget kapital och lånekapital. Den aktör som tillför riskkapital blir vanligen också delägare i företaget och kan därför bidra med nätverksförstoring och med olika sorters experthjälp. Den största skillnaden mellan finansieringsformerna är att den som satsar eget kapital tar en större risk. (Nielsen, 1994)

Venture capital ett relativt nytt begrepp i Sverige och används ofta synonymt med riskkapital Isaksson (2000). Isaksson (2000) menar dock att dessa begrepp har två skilda betydelser. Riskkapital är ett företags egna kapital som har en hög risk. Den höga graden av risk som finns i dessa företag beror ofta på att de precis startat eller att de är under tillväxt (Coveney & Moore, 1998). Venture capital är däremot investeringar i företag som inte är börsnoterade och innebär oftast ett aktivt ägarengagemang. Dessa investeringar är dessutom tidsbegränsade på det sätt att venture capitalbolag har som målsättning att inom en relativt snar framtid avyttra sin investering. Slutsatsen är dock att venture capital är en variant av riskkapital samtidigt som riskkapital inte alltid är venture capital (Isaksson, 2000).

Det tredje kvartalet 2006 investerades totalt 1,2 miljarder kronor i de tidiga skedena av bolags utveckling på den svenska marknaden. Till dessa skeden räknas sådd, uppstart och expansion. 917 miljoner investerades i bolag i expansionsfasen, 315 miljoner till uppstart och endast 10 miljoner till bolag i såddfasen (Carlbom, 2006). Vidare i Carlboms artikel kan man läsa att det under tredje kvartalet 2006 gjordes elva investeringar i helt nya såddbolag och fyra uppföljningsinvesteringar i såddbolag (Carlbom, 2006).

Under år 2005 kom AMS ut med rapporten ”Utveckling av bioteknikbranschen i Sverige”. Där kan man bland annat läsa följande om bioteknikföretag “Det är uppenbart att finansieringen är en nyckelfråga för företagen. I synnerhet gäller detta för de små och nystartade företagen, som oftast är mycket forskningsintensiva. Tillgången på kapital nämns som ett problemområde av en stor del av bioteknikföretagen, och många forskare får idag lägga ned minst lika mycket tid på att söka finansiering som på sin forskning.” (Johnreden & Tydén, AMS, 2005)

Venture capitalbolagens plats i styrelsen utgör en viktig bas för ägarengagemang och inflytande i företagen de investerar i. Representanter från venture capitalbolagen sitter med i styrelsen i nästan samtliga av sina portföljföretag. Genom styrelsearbetet förväntas de tillföra värde i form av företagslednings- och ekonomisk kompetens, ett utökat kontaktnät och agera som bollplank för portföljbolagets ledningsgrupp (Gabrielsson, 2005). Gabrielsson (2005) anser att det är intressant att notera att det föreligger mycket lite forskning kring styrelsearbete i företag där venture capitalbolag är involverade, och hur framgångsrikt de kan bidra med värde genom involveringen på styrelsenivå.

1.2 Problemdiskussion

Venture capitalbolagen strävar efter att minimera sina risker. Genom att involvera sig i sina portföljbolag har de en möjlighet att göra detta. Den stora skillnaden mellan venture capitalbolag och större delen av de andra investerarna är att de inte kan återta sina pengar. Banker kan återta deras krediter och om de gör det i tid kommer de inte förlora sina pengar. Investerare på aktiemarknaden kan sälja sina andelar när det går dåligt, och de kan ändå tjäna pengar på detta. För de flesta investerarna betyder riskminimering en möjlighet att flytta investeringen, att flytta kapitalet till en säkrare plats. Men Venture capitalbolag bygger sin riskminimering på möjligheten till att involvera sig. (Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

Det finns en risk till problem i relationen mellan venture capitalbolagen och portföljbolagen. Då de båda parterna har olika mål och eftersom de är nyttomaximerare saknas anledning att tro att portföljbolaget alltid agerar efter det intresse som representeras av venture capitalbolaget. Agentteorin undersöker förhållandet mellan två aktörer som står i beroendeförhållande till varandra - en principal och en agent. Dessa två har olika mål och principalen är beroende av agentens handlande för att uppnå sina egna mål. Denna situation finns ofta inom företag och det kan exempelvis röra sig om förhållandet mellan styrelsen och en verkställande direktör. (Busch, 1994)

Med utgång från principalagentteorin ser vi en grund till att konflikter mellan ägare och ledning kan uppstå. Därför är vi intresserade av att undersöka hur venture capitalbolagen aktivt involverar sig i sina investeringar genom att till exempel förändra organisationen.

Svensson, Jakobsson & Åberg (2001) menar att samverkan mellan individer och organisationer ställer höga krav då det gäller grupprocessen eftersom allt sådant nätverksarbete består av en social process. De menar att intresset för nätverk vuxit kraftigt under de senaste åren och de frågar sig om det inte rör sig om något som ligger i tiden. Men när det gäller nätverk som en form av utvecklingsstrategi anser de att intresset är av ett relativt sent datum i Sverige. De konstaterar dock att idag ses nätverk som lösningen till flertalet problem i samhället.

I likhet med Williams, Duncan, Ginters (2006) finner vi det intressant att undersöka investeringar i bioteknikbranschen då bolagen som befinner sig på denna marknad har lite annorlunda finansiella behov än andra företag. Vanligtvis tar det lång tid att ta en produkt från koncept till marknaden, åtta till tio år är inte ovanligt. Lång tid med negativa finansiella strömmar väntar ett projekt i såddfasen och de flesta entreprenörer inom denna bransch är forskare utan ekonomisk utbildning. Williams, Duncan, Ginters (2006) studie beskriver hur venture capitalbolagen styr investeringar inom bioteknikbranschen och sjukvård. De har gjort en studie som går ut på att beskriva hur venture capitalbolaget påverkar sammansättningen av styrelsen i portföljbolaget och vad som händer med entreprenören efter venture capitalbolagets inblandning. I likhet med vår uppsats är de intresserade av venture capitalbolagens involvering i portföljbolagen däremot är vi mer intresserade av att se på vilket sätt venture capitalbolagens involvering styrs av den risk man finner i portföljbolagen.

1.3 Problemformulering

I följande stycke beskrivs det problem som har valts att undersökas med tanke på diskussionen ovan.

Hur involverar venture capitalbolag sig i sina portföljbolag för att minimera riskerna?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att beskriva och förklara hur venture capitalbolag involverar sig i sina portföljbolag utifrån riskbedömning. Vi kommer att beskriva vilka risker som finns, hur venture capitalbolagen upplever riskerna, hur de bedömer riskerna och på vilka sätt de hanterar dem. Undersökningen inriktar sig mot venture kapitalbolag som har en del av sin portfölj i life science sektorn.

1.5 Definitioner

I resterande uppsats kommer vi att använda dessa definitioner:

Involvering är aktiviteter som venture capitalbolaget utför för att minimera sitt risktagande och maximera sin avkastning i portföljbolagen. (Bygrave, Hay och Peeters, 1999)

Portföljbolag definierar vi som bolag som venture capitalbolagen investerar i då venture capitalbolag har som regel att sprida sina risker i en portfölj. Isaksson (2000) använder samma definition för portfölj företag.

Risk definieras som den sannolikhet att en framtida händelse som förknippas med osäkerhet inträffar. (Macheridis, 2005)

Venture capitalbolag definieras som bolag som specialiserar sig på att finansiera unga och lovande företag. (Isaksson, 2000)

2. Teoretisk referensram

Detta kapitel inleds med att behandla de risker som venture capitalbolag påverkas av vid investeringar i portföljbolag. Vi tar upp relationsrisk och projektrisk. Därefter behandlas hur venture capitalbolagen hanterar dessa risker och hur de involverar sig i portföljbolagen.

2.1 Relationsrisk

Agentteorin koncentrerar sig främst på att undersöka förhållandet mellan två aktörer som står i beroendeförhållande till varandra - en principal och en agent. Dessa har olika mål och principalen är beroende av agentens handlande för att uppnå sina egna mål. Denna situation finner man ofta inom företag och det kan exempelvis röra sig om förhållandet mellan styrelsen (principal) och en verkställande direktör (agent) (Busch, 1994).

Cable och Shane (1997) hävdar att den klassiska agentteorin inte är helt anpassningsbar till det förhållande som råder mellan venture capitalbolag och portföljbolag, då ägarskap och kontroll inte är helt separerande i portföljbolagen. Istället har de föreslagit en fångarnasdilemma-modell vad gäller relationen mellan venture capitalbolaget och portföljbolaget. De menar att eftersom venture capitalbolaget har bundit upp kapital i portföljbolaget så är de i en beroende ställning mot entreprenören vad gäller avkastning på satsat kapital. Detsamma gäller för entreprenören som är beroende av venture capitalbolaget för ytterligare finansiering av projekten i portföljbolaget.

Exempel på agentrisk enligt Fiet (1995):

- Oärliga entreprenörer. Entreprenören kan medvetet hålla inne viktig information vid kontraktsförhandlingar.
- Stora geografiska avstånd mellan venture capitalbolaget och entreprenören gör att det finns risk att de har mindre kontakt. Detta kan skapa större risker eftersom det ger venture capitalbolaget mindre möjligheter att delta i det operativa arbetet.
- Kortsiktigt intresse från entreprenören gör att vinstmaximeringen inte kan uppstå för båda parterna.
- Ett stort antal entreprenörer att kontrollera gör att mindre tid kan ägnas till varje portföljbolag.
- Entreprenören följer inte överenskommelsen. Detta kan skapa oförutsägbara händelser eller att entreprenören gör som han själv vill för att nå sina mål.

Tyebee och Bruno (1984) har undersökt hur venture capitalbolag värderar riskerna med ett potentiellt portföljbolag. De kom fram till att bedömningen bestod av fem kriterier:

- marknadens attraktivitet
- produktdifferentiering
- bolagets ledning
- förmåga att motstå hot från omgivningen
- förväntad värdestegring

Alla dessa förutom bolagets ledning är hänförliga till marknadsrisk.

MacMillan, Siegel och Narasimha (1985) fann dock i sin undersökning att det viktigaste kriteriet vid val av investeringsobjekt var entreprenörens personlighet och erfarenhet. Detta motsätter sig

Fiet (1995) som menar att de fokuserar relativt lite på den individuella entreprenören och dennes förmågor, rykte och liknande. Inte bara för att de anser att de kan kontrollera agentrisken mer effektivt genom kontrakt utan också för att de inte i ett så tidigt skede har tid att undersöka den enskilde individen. Fiet anser därmed att venture capitalbolag oroar sig mer för marknadsrisken och därmed tittar mer på den marknadsmässiga delen.

Tyebyee och Brunos (1984) forskning om att venture capitalbolag koncentrerar sig mer på marknadsdelen än entreprenören stämmer överrens med Fiets (1995) forskning som resulterade i tesen att venture capitalbolagen oroar sig mer för marknadsrisken då de anser sig kunna kontrollera agentrisken genom kontraktsförhållanden.

Då osäkerheten är stor med innovationer kan det bli svårt att övertyga potentiella investerare då de inte har den nödvändiga kunskapen för att förstå den specialkunskap som entreprenörerna har. Det uppstår en situation med asymmetrisk information (Junkunc, 2007). För att nya produkter och tjänster som utvecklats av entreprenörer med hög specialkunskap ska få möjlighet att släppas på marknaden krävs det att investerarna har stark tilltro och tillit till dessa individer. Busenitz och Barney (1997) visar i sin studie att entreprenörer tenderar att ha en övertro på sina produkter.

Enligt Nilsen, Gravenfors och Ristorp (1993) är inte entreprenörer mer riskbenägna än genomsnittsindividen 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 uppmärksammats 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

Berglund menar att entreprenörens ibland aviga inställning till investeringar i det egna kapitalet härrör från en del teorier om informationsasymmetrier. Den här typen av risk berör både investerare och entreprenörer. Riskerna 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, vilket gör det svårt att värdera. 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. (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 capitalbolagen ofta en aktiv roll i styrningen av företaget genom en eller flera styrelseplatser. (Landell och Hörnlund 1998)

Enligt West (2000) är företagsledningen ett bolags mest värdefulla tillgång. Man kan göra liknelsen att den mest imponerande affärsplanen bara är en bunt papper om man inte hittar rätt personer som kan ta tillvara på idén. West (2000) menar vidare att företagsledningen i det potentiella portföljbolaget måste övertyga venture capitalbolaget att de är tillräckligt kompetenta för att ta tillvara på möjligheterna med idén.

Fried och Hisrich (1994) identifierar ett flertal egenskaper venture capitalbolagen vill se hos företagsledningen. Ett vanligt sätt att studera företagsledningen är att undersöka vilka resultat de tidigare har presterat. Venture capitalbolagen försöker bedöma företagsledningens förmåga att identifiera risk och utveckla planer för att kunna tackla denna risk. De menar också att det är en fördel om företagsledningen är hårt arbetande, har en förståelse för branschen och att den är flexibel. De anser att det är speciellt viktigt att vara flexibel vid investeringar i de tidigaste skedena.

Moral hazard kan uppfattas som ett bedrägligt beteende där den ena parten exempelvis undanhåller information från den andra. Det finns ett antal signaler på att allt inte står rätt till i portföljbolaget när:

- den finansiella informationen plötsligt är försenad
- ekonomiansvarig i portföljbolaget bestämmer sig, oförmodat, att lämna bolaget, här kan det finnas en dold konflikt mellan honom eller henne och VD om ”kreativ redovisning”
- en förändring i redovisningspolicy, speciellt med hänseende på kapitalutvecklingen eller marknadsföringskostnader
- ledningsrapporter som inte täcker alla områden som funnits med tidigare, det betyder oftast att något är fel i de utelämnade områdena,
- förslag om att gå in på nya marknader när resultatet på de ursprungliga marknaderna är dåligt. Det kan betyda att produkten eller tjänsten inte möter efterfrågan på marknaden och att ledningen bestämmer sig för att fly de riktiga problemen.(Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

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 där 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 capitalbolagen 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 (Harding, 2002).

2.2 Projektrisk

Macheridis (2005) menar att det finns olika sorters risker. Risker som är förknippade med projektets strukturella komplexitet och risker som hör till osäkerheten i projektet. Han påpekar att hantering av risker bygger på att man skiljer mellan osäkerhet och risk. Osäkerhet har att göra med begränsad information och brist på kunskap medan risk handlar om sannolikheten att den framtida utvecklingen som förknippas med osäkerhet inträffar.

Sheperd, Ettenson och Crouch (2000) säger att de flesta undersökningar om strategier vid investeringar i nystartade företag visar att timingen vid intrånget på marknaden eller branschen för de nystartade företagen är en nyckelfaktor för att lyckas. Vidare menar de att en allmän uppfattning är att de som kommer in på marknaden i ett tidigt skede får i slutändan högre avkastning än de som kommer in senare, trots att risken att misslyckas är större för dem som kommer in tidigt.

Fiet (1995) belyser olika delar där portföljbolaget blir påverkat av marknadsrisk. Vid ökad konkurrens kan lönsamheten tvingas ner i hela branschen, detta leder till ökad marknadsrisk. Vidare kan många nya potentiella konkurrenter erbjuda produkter/tjänster till lägre priser vilket leder till att konkurrensen om kunderna ökar och marknadsrisken ökar. Även fler substitut gör det svårt att skilja på de olika produkterna levererade av olika företag. Substitut gör också att konsumentmakten blir stark eftersom kunderna i högre grad kan påverka priserna (Fiet, 1995).

Arnold (2002) skildrar hur affärsriskerna påverkas endast av affärsrelaterade faktorer, såsom karakteristiska drag i branschen och de konkurrerande fördelarna företaget innehar inom den branschen. Denna risk influeras av faktorer såsom:

- variabiliteten hos försäljningsvolymen eller priser över en period
- variabiliteten av kostnaderna på råmaterial
- graden av marknadsdel man innehar
- tillväxtgrad i branschen

Affärsrisken är en faktor som bestäms av generella företags- och ekonomiska förhållanden och är inte relaterade till företagets finansiella strukturer (Arnold, 2002).

Balekdjian och Russo (2006) skriver i sin artikel om att ett ökande antal av nya mediciner inte har uppfyllt förväntad försäljning. Detta på grund av försäkringsbolag och framstående personer som tjänar på låga hälsokostnader. Dock har många medicin- och bioteknikföretag missat denna försäkringspolitiska risk om hur detta påverkat deras affärsmodeller.

Strategin som används av försäkringsbolagen är central när det kommer till att utvärdera vilka mediciner som förväntas slå och de som verkligen slår. Den strategi som används av försäkringsbolagen att bestämma vilka mediciner som skall ingå i deras försäkringar är så pass effektiv att de mediciner som ingår i försäkringarna har färre restriktioner och lägre kostnader. De mediciner som inte ingår är mycket dyrare och nästan omöjliga för patienten att få tag i.

Grunden i strategin är: ”hur man får ut så mycket som möjligt för så lite som möjligt”. Sättet att komma fram till detta är lite mer invecklat än att bara gå runt och jämföra priser. Mediciner som låter patienter slippa dyra operationer och kostsamma besök på akutmottagningar får bonuspoäng, medan de som ger kostsamma sidoeffekter får minuspoäng. Detta medför att medicintillverkare måste hitta varje öre som medicinen kan spara försäkringsbolaget, då endast de mest prisvärda kommer igenom försäkringsbolagens kontroller. (Balekdjian & Russo, 2006)

2.3 Riskhantering

I begreppet riskhantering ryms ett flertal delsteg. Vanligtvis räcker det att dela in riskhantering i tre delar. I den första delen, riskanalys, klagörs vilken omfattning och vilket syfte analysen ska ha. Här ingår att identifiera risker och beräkna risknivå. Del två, riskvärdering, bestämmer vilka risker som är acceptabla och vilka som inte är det. Slutligen tas beslut om hur riskerna skall elimineras, reduceras eller kontrolleras, vilket kallas för riskreduktion/riskkontroll. Föreslagna åtgärder bör följas upp noggrant så att riskerna kan reduceras än mer på längre sikt. (Ingvarsson och Roos 2003)

En huvuduppgift för venture capitalbolag är att minimera sina risker. Ett sätt för venture capitalbolagen att göra detta är att involvera sig i sina portföljbolag. Till skillnad från större delen av andra investerare kan inte venture capitalbolagen återta sina pengar. Banker kan återta deras krediter och om de gör det i tid kommer de inte förlora sina pengar. Investerare på aktiemarknaden kan sälja sina andelar när det går dåligt, och de kan ändå tjäna pengar på detta. För de flesta investerarna betyder riskminimering en möjlighet att flytta investeringen, kapitalet, till en säkrare plats. (Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

Venture capitalbolags likviditet är väldigt låg då deras kapital vanligtvis är låst i en investering på lång sikt. Vägen till att minimera riskerna ligger i portföljbolagen. Detta betyder att venture capitalbolagen behöver en position i portföljbolagen där de kan påverka vilken riktning de ska ta. Det är även nödvändigt att de har kapaciteten som krävs för att kunna involvera sig tillräckligt mycket. (Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

Klarar venture capitalbolaget av att minimera risken har de också möjlighet att kunna klara av att maximera avkastningen från investeringen. Det hela handlar om att utveckla portföljbolaget så att det hela tiden gå framåt. Det här är en av de stora skillnaderna mot de övriga finansieringsformerna. Innan venture capitalbolaget går in i en investering bör de ställa sig frågan: har vi möjlighet att minimera risken och maximera avkastningen? För att svara på detta analyseras marknaden och teknologin, finansieringsbehovet struktureras upp, lagar och regler som finns gås igenom, med mera. (Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

Bygrave, Hay och Peeters (1999) menar att en vanlig strategi bland venture capitalbolag för att minska marknadsrisken är att investera i flera etapper. Fördelen med det är att de kan ställa krav på portföljbolaget att de ska nå vissa mål för att venture capitalbolaget skall skjuta till mer pengar. Konsekvensen av detta blir att om portföljbolaget uppnår målen kommer entreprenören att ta mer betalt för sina aktier men om portföljbolaget däremot skulle misslyckas förlorar venture capitalbolaget i värsta fall endast det de satsade i första etappen.

Det har argumenterats för att ledare som äger aktier i sitt bolag har större incitament att arbeta hårdare och mer effektivt för att öka förmögenheten hos aktieägarna, det vill säga honom själv. Utan ägarskap i företaget har företagets ledare mindre incitament att jobba så hårt och effektivt som om han ägt aktier i det egna bolaget. Agentteorin skulle förutse att dessa ledare inte vore lika motiverade att effektivt överse deras företag, vilket medför att venture capitalbolagen har ett större incitament att övervaka sina portföljbolag (Yoshikawa, Phan, Linton, 2004).

2.4 Nätverk

Enligt Tyebjee och Bruno (1984) finns det flera olika sätt som ett venture capitalbolag kan söka information och komma i kontakt med nya idéer att eventuellt investera i. Vanligaste sättet är att venture capitalbolaget får kännedom om en bra idé genom att bolagets olika direkta kontakter ger referenser. Vidare är det ofta också den personen som har en idé som kontaktar bolaget. Förutom dessa kontaktvägar kan också tidigare investeringar leda till att venture capitalbolag får kännedom om en ny idé.

Ett venture capitalbolag kan få idéer genom att syndikera. Det innebär att två eller flera företag går samman och tillsammans satsar kapital i ett och samma projekt. Det möjliggör en spridning av risker och samordning av kompetenser. Det gör det även möjligt att inhämta kunskaper och information som venture capitalbolaget behöver för att kunna göra en fullständig bedömning av en idé genom detta tillvägagångssätt. Oftast vid syndikering är dock ett företag huvudansvarig för förvaltningen. Isaksson (2000)

Svensson, Jakobsson & Åberg (2001) anser att ett problem är behovet av företagsutveckling. Problemet ser de som stort och att det inte är en förändring som sker av sig själv. De menar att samarbete i nätverksform kan vara ett av de sätt som ett företag kan använda för att stödja och stimulera till utveckling.

Själva begreppet nätverk är dock svårt att finna en klar definition på då det oftast ses som något som är mer vagt och mångtydigt. Det rör sig snarare om ett sätt att se på saker och ting än att det går att visa vad nätverk omfattar genom en begreppsförklaring. De konstaterar vidare att det dock finns många olika definitioner av begreppet. En av dessa definitioner för vad nätverk kan vara är ”..nätverk består av ett antal självständiga organisationer som tillsammans kan uppnå ett mål som de inte kan var för sig”. Svensson, Jakobsson & Åberg (2001)

2.5 Aktiv och passiv involvering

Sadtler (1993) beskriver två sätt som venture capitalbolag arbetar mot sina portföljbolag. Dessa två sätt kallas för hands-on och hands-off strategier. Vid hands-on strategin har venture capitalbolaget stora intressen i företaget och ett stort aktivt inflytande. De är aktiva i beslutsfattandet och ger råd för att öka värdet så mycket som möjligt. Vid hands-off strategin är venture capitalbolaget mer passivt och menar att en alltför stor inblandning i företaget minskar entreprenörens intresse och engagemang, vilket kan leda till ett sämre resultat för företaget.

2.6 Involveringsaktiviteter

Venture capitalbolagen involverar sig i portföljbolagen för att minimera sitt risktagande och maximera sin avkastning. Grunden för involveringen är ett bra samarbete med ledningen i portföljbolaget. Detta samarbete fungerar bäst då man ömsesidigt delar på information i båda riktningarna. För att få möjlighet att involvera sig behöver venture capitalbolaget en formell position i portföljbolaget detta kan till exempel vara i form av en plats i styrelsen. Hur djupgående venture capitalbolagets involvering är skiljer sig naturligtvis från bolag till bolag, men en styrande mekanism är synen på sitt risktagande och förväntade avkastning. (Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

Venture capitalbolagens involvering i portföljbolagen renderar i värdeskapande aktiviteter. Bakgrunden till de värdeskapande aktiviteterna är att venture capitalbolaget vill maximera sin avkastning. En del i detta är att man hjälper till att bygga upp ett bra team av kompetens i portföljbolaget och att fungera som ett bollplank för ledningen. Ingen är perfekt och därför är det viktigt att hitta personer som via sin kompetens och erfarenhet kan komplettera varandra. Detta är ingen engångshändelse utan något man kontinuerligt gör för att följa utvecklingen i portföljbolaget. (Bygrave, Hay, Peeters, 1999)

Fried och Hisrich (1994) anser att avkastning består av tre komponenter. För det första anser de att det är en klar fördel om det finns en exitmöjlighet. Det kan vara via en börsnotering, försäljning av företaget till exempelvis en konkurrent, eller att entreprenören köper tillbaka venture capitalbolagets del i portföljbolaget. Venture capitalbolaget förväntar sig inte att lätt kunna sälja sina aktier, men de har ofta som krav att det är troligt att det finns någon sorts exitmöjlighet inom en tre till tioårsperiod. För det andra är det viktigt att investeringen kan ge en hög genomsnittlig årlig avkastning. Venture capitalbolag har oftast som krav att investeringen är av en viss storlek för att den ska kunna ha en verklig påverkan på portföljbolaget. De är sällan villiga att satsa på en liten investering som ger en hög avkastning, eftersom det bara har en marginell påverkan på den totala avkastningen på hela portföljbolaget (Fried & Hisrich, 1994).

De venture capitalbolag som involverar sig utövar ofta följande aktiviteter i sina portföljbolag enligt MacMillan, Kulow och Khoylian (1989):

- hjälp vid sökande och val av ledning med nyckelkompetens
- bidra med kontaktnät till viktiga leverantörer och kunder
- strategisk planering
- medverkan vid införskaffande av nytt kapital
- operationell planering
- utbyte av ledande positioner när detta ses lämpligt

2.7 Företagsledning

För att öka ipo-värdet på portföljbolaget så försöker venture capitalbolaget implementera management disciplin och nätverkskontakter som portföljbolaget möjligen saknar. Exit-värdet på bolaget kan likaväl vara beroende av support till ledningen och socialt kapital från venture capitalbolaget som det är av ledningskompetens, teknologi och finansiellt tillstånd. (Yoshikawa, Phan, Linton, 2004)

Fried och Hisrich (1994) tycker att det är viktigt att företagsledningen kan utöva ledarskap, inte bara i goda tider utan även i svåra tider, då de utsätts för en extrem press. De menar att det är en fördel om företagsledningen har en generell ledarerfarenhet. Ledarskapsförmågan behöver inte vara avgörande om venture capitalbolaget tar på sig ledarskapsrollen i portföljbolaget.

Fried och Hisrich (1995) framhåller att det finns fem områden där riskkapitalbolaget försöker påverka entreprenören att tänka på samma sätt som riskkapitalbolaget.

- den formella planeringsprocessen
- vinstorientering
- utvecklingen i organisationen

- riskbedömningen (att försöka få företaget att inse att det inte är bra att växa fort, utan att de skall fokusera på långsiktiga utdelningar)
- fokus (förmå företaget att fokusera och nå de uppsatta målen och att se till att de inte har för många mål)

3. Metod

Enligt följande metod har uppsatsarbetet utförts.

3.1 Förförståelse och kunskapssyn

En studie påverkas av flera faktorer. Praktisk och teoretisk förförståelse samt erfarenheter, kunskap, intressen och utbildning är alla element som påverkar resultatet av en studie. Då alla har olika bakgrund och erfarenheter påverkas man olika av olika händelser. Detta gör att uppfattningen om samma situation skiljer sig från människa till människa. (Johansson Lindfors, 1993)

Den teoretiska referensram som används i denna uppsats har tagits från artiklar, böcker och internet. Genom referensramen har vi fått en förståelse för hur venture capitalbolag fungerar, deras syn på risk och hur de involverar sig i sina portföljbolag. Det finns flera sätt att se på verkligheten och därmed flera olika sätt att utföra en studie. Målet är att få en helhetsbild av hur venture capitalbolag involverar sig i sina portföljbolag.

Heidegger menar att den kvalitativa ansatsen för med sig både teoretisk/teknisk förståelse och att det är ett uttryck för forskarens sätt att förhålla sig till världen. Detta medför i sin tur att oavsett aktivitet ingår tolkning och förståelse som ett förhållningssätt. (Starrin & Svensson, 1994)

3.2 Angreppssätt och perspektiv

Perspektivet visar hur författarna ser på verkligheten och därigenom vilka aspekter som uppfattas som viktiga för studien (Lundahl & Skärvad, 1999). Inom forskningen finns olika vetenskapliga förhållningssätt som bygger på två skilda grundsatser, deduktion och induktion (Johansson Lindfors, 1993).

Det induktiva angreppssättet är förknippat med en subjektiv verklighetsuppfattning. De centrala tankegångarna är förståelse och tolkning. Forskaren går från empiri till teori i sin undersökning, ofta berörs verkligheten i första hand. (Thurén, 1999)

Deduktion innebär logiska slutsatser som betraktas som giltiga då det finns ett rationellt sammanhang bakom. Slutsatserna behöver dock inte vara sanna såtillvida att de överensstämmer med verkligheten (Thurén, 1999). Deduktion hör samman med en objektiv verklighetsuppfattning och inriktas på att förmedla information om olika samband och orsaksförhållanden (Johansson Lindfors, 1993). Till det deduktiva perspektivet hör positivismen som har sitt ursprung i naturvetenskapen (Lundahl & Skärvad, 1999). Syftet är ofta att avbilda verkligheten och/eller beskriva hur en företeelse fungerar. Forskaren bygger upp en teori/modell som avbildar verkligheten och fortsätter därefter med de empiriska delarna av undersökningen som i sin tur används för att verifiera och avgöra om teorin är sann (Johansson Lindfors, 1993).

Vi har valt att undersöka teorier för att efteråt jämföra dessa med verkligheten genom att göra intervjuer med venture capitalbolag som investerar i sådd- och uppstartsfasen i bioteknikbranschen. Detta gör att vår arbetsgång är deduktiv. Vi använder den empiriska verkligheten för att bekräfta om teorin är tillförlitlig.

3.3 Fallstudie

Vid en fallstudie tar forskaren enkelt uttryckt en liten del av ett stort förlopp och använder sig av det specifika fallet för att beskriva verkligheten och vidare säga att fallet får representera verkligheten (Ejvegård, 1996). Alla metoder kan användas när det gäller att samla in vetenskaplig information vid utförande av en fallstudie, vissa är dock mer förekommande än andra (Johansson Lindfors, 1993). I de fall författaren vill tränga igenom ytan på problem och skapa förståelse för situationsspecifika processer, problemets innebörd och mening, kommer författaren antagligen att genomföra en undersökning som baserar sig på en fallstudieansats. En fallstudie är en studie av kvalitativ karaktär där undersökaren vid ett specifikt tillfälle studerar ett fåtal undersökningsenheter ingående (Christensen, Andersson, Carlsson & Haglund, 2002).

Fallstudien har utförts enligt ett kvalitativt tillvägagångssätt. Vi önskade att undersöka, men framförallt beskriva, om risk påverkar venture capitalbolagens involvering i sina portföljbolag. Om tid och kapital funnits hade vår undersökning inkluderat fler venture capitalbolag för att kunna få en mer generell bild av hur portföljbolagens risk påverkar venture capitalbolagens involvering. Då det inte var möjligt att intervjua ett större antal bolag genomfördes studien för att djupgående beskriva respondentens helhetsbild av sin ägarroll. Efter gjorda intervjuer ansåg vi oss mycket nöjda med den detaljerade information vi erhållit från våra respondenter. Detta har gett oss en god helhetsbild av hur dessa venture capitalbolag involverar sig i sina portföljbolag.

3.4 Sekundär information

Sekundära källor utgörs av redan insamlat material som kan bestå av fakta, statistik samt referenser till tidigare genomförda undersökningar. Sekundärdata består av genomförda undersökningar gjorda av andra personer. När man använder sig av sekundärdata är det viktigt att vara medveten om att informationen insamlats med en annan avsikt och med en annan frågeställning än det egna undersökningsområdet (Johansson Lindfors, 1993). Jacobsen (2002) menar att en teori kan hjälpa till med att skilja ut de förhållanden som är mest relevanta, något som gör att man kan reducera verkligheten till en hanterbar massa.

Våra sekundära källor har bestått av litteratur, tidskriftsartiklar och artiklar på internet. Några av de tidskriftsartiklar vi funnit har varit sekundärdata. Litteraturen har vi inhämtat på Halmstad högskolas bibliotek. Vi har också sökt litteratur och artiklar på Hulda på högskolebibliotekets hemsida. De databaser som vi främst har använt oss av är ABI/Inform, Affärsdata och Libris. Sökorden har varit Venture capital, Risk management, Governance, Biotech etcetera. Några sekundära källor har vi fått från nätupplagor av dagstidningar.

3.5 Primära källor

Ny data som en forskare samlar in med syfte att göra en studie kallas primärdata (Halvorsen, 1992). Uppsatsen primära källor består av två kvalitativa intervjuer som gjordes med investment managers hos Innovationskapital och Teknoseed.

3.5.1 Intervjuguide

När intervjuguiden designades användes den teoretiska referensram som underlag för att formulera frågor till respondenterna. Intervjuguiden lämnades in till vår handledare för

utvärdering. Den granskades även på ett seminarium av en opponentgrupp innan den användes på respondenterna.

Eftersom målet med uppsatsen var att få insikt i hur venture capitalbolagen involverar sig i sina portföljbolag var också vårt mål att forma en intervjuguide där vi inte styrde svaren. Vår avsikt var att låta respondenten tolka frågan och sedan svara öppet. I de fall vi insåg att respondenten hade missförstått frågan ställde vi en följdfråga för att leda in resonemanget mot den fråga vi tänkt oss. Vi försökte följa intervjuguiden och ställa alla frågor trots att vi kanske redan fått svaret på frågan i ett tidigare svar. Ibland ställde vi följdfrågor som inte var med i intervjuguiden för att få en bättre förståelse för en viss fråga. Samtidigt ville vi vara flexibla och inte avbryta respondenten utan låta dem svara utförligt på varje fråga så som de hade tolkat den.

3.5.2 Val av respondenter

Det finns en rad olika tillvägagångssätt vid val av respondenter. När undersökaren själv väljer hur många respondenter som ska ingå i studien kallas det ett icke-sannolikhetsurval. Det finns tre typer av icke-sannolikhetsurval; bekvämlighetsurval, bedömningsurval och kvoturval.

Bekvämlighetsurval baseras på forskarens omdöme, kunskap och tillgänglighet. Undersökaren kan inte mäta bortfall eller göra några exakta uttalanden vid detta urval. När undersökaren eller en expert inom forskningsområdet tillfrågas om hur det valda urvalet kan bidra till att besvara undersökningsproblematiken benämns detta som bedömningsurval. Metoden är mer rättvisande än bekvämlighetsurvalet. (Kinnear & Taylor, 1996)

Eftersom vi på förhand gjorde avgränsningar till vilka företag vi ville ha som respondenter gjorde vi ett icke-sannolikhetsurval och ett bekvämlighetsurval. Vårt mål var att få till stånd intervjuer med Investment managers, det vill säga de personer som har hand om investeringarna.

Vår initiala tanke var att endast intervjua venture capitalbolag som investerar i bioteknikföretag som befann sig i såddfasen. Då vi började söka efter sådana venture capitalbolag, för att ha som intervjuobjekt, fann vi att huvuddelen av alla venture capitalbolag som investerade i bioteknikföretag som befann sig i såddfasen hade sina kontor i Stockholm. Då den logistiska och finansiella situationen för oss, då vi befann oss i klorna på CSN, inte är så god såg vi det som omöjligt att företa oss en resa i detta ändamål till Stockholm. Vi reviderade då vår initiala tanke till att även inkludera venture capitalbolag som investerar i bioteknikföretag som befinner sig i uppstartsfasen. Då vi kontaktade de venture capitalbolag vi funnit intressanta på SVCA:s hemsida insåg vi att det endast fanns två bolag som klarade av de kriterier vi hade gjort ifråga om storlek att förvalta över 150 miljoner kronor och involvering enligt ”hands-on” principen. Utifrån de intervjuer vi gjort anser vi att dessa två var tillräckligt till antal respondenter för att ge en detaljerad bild. Vi har insett att detta kommer att påverka den grad av risk som portföljbolagen är utsatta för, men för att få en adekvat bild av vår problemformulering ser vi denna utökning av kriterier för respondenter som ofrånkomlig.

3.5.3 Intervjuer

Vi valde att genomföra undersökningen med hjälp av två semistrukturerade intervjuer. Målet var att de två kvalitativa intervjuerna skulle ge oss all den information som behövdes för att kunna

genomföra studien. Om vi i efterhand kommit på att något saknas eller om vi behövde ett förtydligande återupptogs kontakten med respektive respondent.

En kvalitativ forskningsintervju är enligt Kvale (1997) ett samtal mellan två parter där kunskap utvecklas genom dialog. Dock menar han forskningsintervjun inte kan betraktas som ett samspel mellan likställda parter utan det är intervjuaren som styr samtalet. Vid semistrukturerade intervjuer försöker intervjuaren få svar på specifika problem med hjälp av rubriker eller underrubriker. Denna öppna struktur tillåter att oväntad fakta och attityder träder fram. För att lyckas med denna typ av intervju är det viktigt att starta med öppna frågor eller resonemang (Aaker, 2001). En ostrukturerad intervju innebär att respondenten har stort utrymme för att svara utförligt på frågorna. Vår tanke med semistrukturerade intervjuer var att få så uttömmande svar som möjligt men ändå inom ramen av vårt arbete. Av samma skäl använde vi oss även övervägande av standardiserade intervjuer, men med möjlighet till följdfrågor på intressanta områden som kan uppkomma under intervjuens gång. En standardiserad intervju innebär att undersökaren ställer identiska frågor i exakt samma ordning till alla respondenter medan en ostandardiserad intervju innebär en anpassning av frågor och frågeföljd så det passar respondenten (Patel & Davidson, 1991).

Vid intervjuer är bandinspelning vanligt förekommande. Bandinspelning har fördelen att respondentens svar registreras exakt och att det finns möjlighet att återgå till det ursprungliga materialet vid senare tillfälle. Nackdelen är att respondenten kan påverkas negativt av bandspelarens närvaro och tenderar att svara mer logiskt och förnuftigt än sanningsenligt vid bandinspelning. (Patel & Davidson, 1991)

Vid samtliga intervjuer använde vi oss utav en diktafon för att vid senare tillfälle kunna återgå till respondentens svar. Efter upptagning transkriberade vi intervjuerna då vi tycker att det underlättar analysarbetet. Det är enklare att återgå till respondentens svar om intervjun finns i textform jämfört med ljudupptagning.

3.6 Källkritik

Vi har upplevt att de båda respondenterna varit positivt inställda till att ställa upp på vår uppsats. Vid första kontakt upplevde vi att respondenterna på grund av tidsbrist inte riktigt hade tid för oss men efter att vi förklarat vår frågeställning samt tidsåtgång för intervjun var de båda respondenterna positiva. Den övergripande kritik vi kan tillskriva denna studie är att vi endast funnit två bolag som har uppfyllt våra kriterier. Vi insåg detta under senare delen av uppsatsskrivandet vilket har inneburit att vi inte kunnat hitta andra respondenter. Vi inser att resultatet kommer påverkas av de få respondenterna.

Vi frågade respondenterna om det gick bra att vi spelade in dem på diktafon. Respondenterna såg inga problem med detta, dock ville man innan uppsatsen gick i tryck få ta del av eventuella citat. Det är för oss omöjligt att veta om svaren hämmades på grund av inspelningen men då karaktären på frågorna inte gällde några företagshemligheter anser vi att de var öppna i sina svar. Vid utförande av kvalitativa intervjuer med olika företag finns det en risk att intervjuareffekter uppstår, exempelvis att de svarar svävande och är mer mån att framställa sig i bra dager istället för att svara på frågorna på ett uppriktigt sätt. (Patel & Davidson, 1991)

För att undvika felaktiga källor har vi i huvudsak valt att söka artiklar i ABI/Inform: s databas som är en artikeldatabas inom främst företagsekonomi och angränsande samhällsvetenskap. Litteraturen har även ansvariga utgivare och risken för felkällor är därmed liten. Den litteratur vi fann om venture capitalbolags involvering är förhållandevis gammal litteratur, från 1990-talet. Det har även varit svårt att hitta någon större volym av litteratur som behandlar vårt valda ämne.

Vi anser dock att de gjorda intervjuerna och den teoretiska referensramen har givit underlag som behövs för att kunna återge en generell bild som besvarar vår problemformulering.

3.7 Validitet och Reliabilitet

Då vi avser att beskriva venture capitalbolagets roll och se om den påverkas av risker förknippade till portföljbolaget har vi ställt frågor med anknytning till detta. Vi har inte ställt frågor hur respondenterna tror att deras involvering påverkas på grund av risk utan frågor med anknytning till venture capitalbolagets allmänna involvering och allmänna risker i portföljbolagen.

Det faktum att vi använt oss av ett bekvämlighetsurval ser vi inte som ett validitetsproblem då vi ville undersöka om venture capitalbolags involvering skiljde sig beroende på risk.

”Med validitet avses att man som forskare verkligen mäter det man avser att mäta.” (Ejvegård, 1996)

För att validiteten ska vara tillförlitlig krävs det att reliabiliteten stämmer, detta innebär att validiteten inte ska innehålla några systematiska fel som reliabiliteten ser till genom tillförlitligheten i mätinstrument och måttenhet. (Holme & Solvang, 1997)

För att säkerställa reliabiliteten har vi utgått från intervjuguiden och undvikit att ställa ledande frågor. För att ytterligare säkerställa reliabiliteten har vi e-postat den empiri vi använt oss av till respektive respondent för att säkerställa att den tolkning vi har gjort stämmer och för att se om det är något respondenterna vill ändra på. Är fallet sådant att de vill ändra på något annat än ren formalia kan vi som undersökare ifrågasätta reliabiliteten hos den respondenten.

Reliabilitet avser mätningarnas pålitlighet. Mätningarna ska ge identiska resultat oberoende av vem som gör dem. Reliabilitet innebär den tillförlitlighet och stabilitet som kan hittas hos en källa (Thurén, 1999). Jacobsen (2002) anser att om det råder samstämmighet med en eller flera undersökningar kan vi säga att giltigheten har stärkts, men inte att vår undersökning är sann. Vidare menar han också att giltigheten stärks ytterligare om andra sakkunniga kommer till samma slutsats som vi, även om de har använt andra metoder. Intervjuareffekter kan leda till att respondenten vill göra ett bra intryck eller svara på frågor som de egentligen inte kan besvara (Patel & Davidsson, 1991).

Våra intervjuer genomfördes med respondenter från Innovationskapital och Teknoseed. Vår uppfattning är att den kunskap vi hade innan vi genomförde våra intervjuer utökades avsevärt under intervjutillfällena. Vi anser att de båda respondenterna på ett pedagogiskt och detaljrikt sätt

svarade och beskrev våra intervjufrågor. Våra respondenter var positivt inställda till intervjuerna och intresserade av vår problemställning och tack vare detta kändes det som om de ville ge oss en bred och övergripande bild av deras arbetssätt. Vi anser att deras inställning till vår valda problemställning ger oss en stark validitet.

3.8 Tolkning och analys

När det kommer till kvalitativa forskningar är tolkning den grundläggande aktiviteten, vilken kräver kreativitet och fantasi. Först måste den subjektiva verkligheten hos de medverkande förstås. Då detta är gjort är det viktigt att göra de studerades logik till underlag för djupare tolkning, det gäller här att göra intressanta och meningsfulla tolkningar. Vid tolkning finns det några tumregler: finns det någon överensstämmelse mellan teori och empiri? Är tolkningen sammanhängande och konsistent? Är tolkningen meningsfull, nyskapande eller teoretiskt förankrad? (Lundahl & Skärvad, 1999)

Tolkning av intervjun kan komma att påbörjas redan vid intervjusituationen, undersökaren tolkar då vad som förmedlas och hur det görs. Denna tolkning kan sedan finnas med i bakgrunden under bearbetningen av de utskrivna intervjuerna. Analys och tolkningsarbetet kan delas in i fyra faser; att bekanta sig med data och skapa helhetsintryck, att uppmärksamma likheter och skillnader i utsagorna, att kategorisera uppfattningar i beskrivningskategorier samt att studera den underliggande strukturen i kategorisystemet. (Starrin & Svensson, 1994)

Med denna vetskap i bagaget har vi varit medvetna om att föregående intervjuer påverkar framtida. Vi har försökt att bortse från föregående intervjuresultat och tolka svaren under själva intervjun.

Det är alltid viktigt att kunna återgå till hela det insamlade materialet och dels kunna gå tillbaka till helhetsperspektivet forskaren hade innan fördjupningen av en viss del (Starrin & Svensson, 1994). För att kunna återgå till insamlad data valde vi, som tidigare sagts, att transkribera samtliga intervjuer ord för ord. Vi har även varit mycket noggranna och tagit med det mesta i vårt empiriska avsnitt från transkriberingen. Detta har gjorts för att kunna ge läsaren en så övergripande och tydlig bild som möjligt för att själv kunna utvärdera om det vi tagit fasta på och inkluderat i analysen är av relevans.

Det som presenteras som resultat i denna uppsats är enligt Alvesson & Sköldberg (1994) det som stämmer i dagens situation, om vi som författare har lyckats granska det hela på rätt sätt är en fråga för framtiden. Vi har varit medvetna om de fallgropar som finns med en kvalitativ studie och hoppas att vi genom reflektion förstått det respondenterna velat förmedla samt kunnat ta till oss det som metodforskarna i olika former redovisar.

4. Empiri

I detta kapitel redovisas de svar som erhöles vid intervjuerna. Inledningsvis följer en kort beskrivning av respektive företags verksamhet och därefter följer venture capitalbolagens syn på den risk, riskhantering och involvering som portföljbolagen medför.

4.1 Innovationskapital

Innovationskapital startades 1994 i Göteborg på initiativ av Chalmers Tekniska Högskola för att kunna investera i startups och tidiga faser i innovationsföretag. Innovationskapital är involverade inom två industriella sektorer i faserna från tidigt till moget. Industriellt är de involverade inom något som kallas för Information, Communication and Technology, vilket är ett brett teknologiorienterat segment. Den andra sektorn är Life Science vilket är ett relativt brett område som innehåller allt från diagnostik och forskningsverktyg till läkemedelsutveckling. För närvarande tittar de också närmare på energiområdet där de utvärderar några olika intressanta objekt. De bolag som innovationskapital innehar i sin portfölj är alla produktbaserade. Genom åren har de investerat i ett sextiototal bolag och för närvarande består portföljen av ett trettiootal bolag inom de olika sektorerna. Innovationskapital är för nuvarande inne på sin fjärde kapitalfond som innehåller cirka 113 miljoner euro och sammanlagt förvaltar man över 2,8 miljarder kronor. Intervjun gjordes med Johan Rask som är investment manager inom Life Science på Innovationskapital där han arbetat sedan år 2000. (www.innkap.se)

4.1.1 Risk i allmänhet

Risken för venture capitalbolag som Innovationskapital är att de i slutändan förlorar sina investerade pengar. Den risken försöker de ständigt minimera genom ett grundligt arbete och genom sin erfarenhet från branschen och att inte investera mer när de inte tror att det kommer att bära avkastning.

”Det finns ett uttryck i venture capital industrin som säger att man ska inte kasta bra pengar efter dåliga.”

Generellt inom riskkapitalindustrin i Skandinavien är man mer känslomässigt involverade i projekten i jämförelse med Storbritannien och USA. Det Skandinaviska tankesättet är mer inriktat på att man inte vill ge upp en affär. Detta kan leda till att man stannar kvar i projekt för länge fast det redan är för sent. Det svåra är att hitta brytpunkten när det kan vara dags att lämna ett projekt. Ingenting är svart eller vitt så att när man kommer in i liknande situationer i andra bolag försöker man hitta en anpassad lösning. Man kan försöka investera mer för att man tror på bolaget, eller så kanske man kan hitta ett sätt för bolaget att driva sig själv i en nedskalad version. Ett annat alternativ är att man hittar ett annat ”hem”, ett annat venture capitalbolag som kan vara intresserade att driva det vidare. Johan berättar att det händer ibland att man kommer till en viss nivå i ett bolag där man säljer tillbaka bolaget för någon krona till de som var med och grundade bolaget. De allmänna förhållningen är då att om det skulle bli någon stor affär i framtiden så vill man få en liten del av den vinsten.

4.1.2 Relationsrisk

Vid investeringen kan man se det som att man investerar i entreprenören som person. Det är en av huvudriskerna när man går in i ett nytt projekt. Därför gäller det att ha mycket förtroende för

entreprenören men också att man har en plan för hur bolaget ska göra sig oberoende av entreprenören. I ett tidigt skede är entreprenören viktig, men ju längre tiden löper måste man kunna "klona" den personen till fler som driver projektet framåt. Att göra sig oberoende av entreprenören kan verka svårt men i själva verket handlar det om att utveckla bolaget. En person räcker inte till för att driva ett företag och det är något man måste få entreprenören införstådd med. För vissa entreprenörer är detta självklart, men för andra är det inte lika självklart. Man bör göra en särskiljning mellan en entreprenör och en innovatör. Innovatörer kan beskrivas som någon som kommit på en teknisk lösning men som inte är insatt i affärsverksamheten. Han/hon är då kanske inte lika nödvändiga för företaget när man kommer in i försäljningsfasen. Ju tidigare i ett projekt desto större är den pedagogiska uppgiften att förklara för entreprenören/innovatören vad som krävs av honom/henne. Som venture capitalbolag är man beroende av att ha en god relation till entreprenören.

Humankapitalrisk kan beskrivas som risken att man inte hittar rätt folk med rätt kompetens eller att man tappar dessa medarbetare till andra bolag. Denna risk analyserar man innan investeringarna görs. Humankapitalrisk kan ofta kopplas mot incitamentsstrukturen i bolagen. När innovationskapital investerar vill man att det ska bli en bra affär för alla inblandade. Man vill skapa ett bra arbetsklimat där alla känner att det är spännande att jobba i bolagen. Däremot är det så att egenintresset aldrig ljuger. Som VD för ett bolag kommer du att vilja göra karriär, men ett sätt att göra detta är att få bolaget att lyckas. Johan berättar att de har råkat ut för personer som är mer intresserade av att behålla sin månadslön än att tala om för styrelsen hur saker och ting egentligen förhåller sig. Detta beteende kan vara medvetet eller omedvetet. Kanske oftare mer omedvetet för att folk vill behålla sin brödföda och det händer i allmänhet när det börjar gå sämre. Affärerna kanske inte blir av och då bli det lätt många ursäkter varför det ena eller det andra inte fungerar. Det är en fråga för ägare och styrelse. Ett exempel på detta beteende är att man byter nyckeltal utan anledning eller månadsrapporter uteblir, detta kan vara ett tecken på att man döljer något. I vissa bolag så talar ledningen om för styrelsen vad den bör veta, men man använder inte styrelsen aktivt. Man ska inte se styrelsen som ett nödvändigt ont, utan man ska se dem som ett verktyg man kan föra en öppen dialog med. Ett sätt att adressera risken är att se till så man har en bra styrelse så att faller en dialog sig naturligt.

4.1.3 Projektrisk

I ett projekt finns risk som man kan se ur ett tidsperspektiv. Risken med tidsperspektivet är att ett projekt tar längre tid att genomföra än planerat. Detta är innovationskapital väl medvetna om och försöker därför ta med en god tidsmarginal då saker och ting oftast tar lite längre tid att utveckla än man tror.

Kopplat till projektrisken är affärsrisken. Affärsrisken är att man verkligen får det till att bli en affär av projektet och det är oftast där det inte fungerar. Det finns många olika skäl till detta. Ett kan vara att man inte hade bra feedback på vad kunderna egentligen ville ha. Ett annat skäl är tron att om man har en bra produkt så säljer den sig själv.

"Hellre en B produkt med ett bra team än en A produkt med ett dåligt team. Ett bra team kan ta dig framåt."

Man försöker adressera affärsrisken genom att ta kontakt med tänkta kunder innan investeringen görs och undersöka om de är intresserade av produkten. Johan Rask berättar att man är medvetna om att kunderna inte alltid vet vad de vill ha. Innovationskapital investerar ofta i väldigt unika produkter vilket gör att det inte säkert finns en väldefinierad marknad för produkten. Det Johan menar är att det man måste försöka ”sila” svaren och prata med många, det är ett sätt att adressera affärsrisken för att ha ”rätt” eller ”fel” produkt.

”Att den bästa produkten vinner är inte helt sant även om det väldigt ofta sker. Det finns en inbyggd tro att så länge man har den bästa produkten så löser sig resten själv. Men det är inte sant, det ser vi ganska ofta” säger Johan. Ibland kommer man dock till en tidpunkt då man måste göra ett val. Det kan vara att lägga ner bolaget helt och hållet, satsa på någon annan produkt eller utveckla produkten till något som man tror är marknadsföringsbart.

Den politiska risken kan påverka vilka produkter som kan vara lönsamma på marknaden. Det politiska systemet påverkar förutsättningarna för din affär i form av bidrag och liknande. Även lagar och bestämmelser kan styra marknadens efterfråga på vissa produkter. Är det något som investerare ogillar så är det politisk risk då den är i princip opåverkbar. Där är man beroende av vem som vinner nästa val. Alla andra saker kan man göra något åt och se till att adressera till rätt mottagare, men politisk risk den finns där oundvikligen.

4.1.4 Riskhantering och Involvering tidigt in i investeringen

Innan man gör förändringar initialt för man en dialog mellan ledningen i bolaget och de andra ägarna. Innovationskapital är inte ensam ägare utan en av flera ägare. Det kan vara många olika saker man diskuterar, men just i diskussioner om planer och strategier och att hjälpa till med att rekrytera fler kompetenser till organisationen är man med som en drivande faktor. Det händer ibland att VD får lämna portföljbolaget men då har det förekommit av en diskussion i en längre tid. Bara för att en person är rätt man eller kvinna som VD i en fas behöver han eller hon inte vara det i nästa fas. Innovationskapitals påverkan på portföljbolagen när man skall tillsätta en ny VD eller ledning beror på vart portföljbolaget befinner sig och vart de är på väg.

Risken med entreprenören hanteras genom att man på Innovationskapital till största delen investerar i projekt som kommer till deras kännedom via deras nätverk. Man uppskattar att 90 procent av fallen är sådana. Under alla år har de investerat i 1 eller 2 bolag där man inte på något sätt fått bolaget referat till sig via sitt nätverk. Johan säger att om man som entreprenör ska lyckas komma in i deras nätverk är det väldigt viktigt att man försöker använda sig av någon form av ingång, vilket kan vara genom till exempel Teknoseed eller andra liknande venture capitalbolag som arbetar i tidigare faser. Har man passerat deras nålsöga så blir det lättare att komma vidare.

Utöver risker som beror på relationen mellan olika parter finns det risker som omfattar hela projekten. Projekten kan handla om produktutveckling och då är risken mer tekniskt betingad. Innan dessa investeringar görs tar man hjälp av tekniska experter för bedömning av produkterna. Man undersöker om produkten är rent tekniskt genomförbart. Därefter gäller det att komma fram till alla olika steg i den tekniska utvecklingen så att den färdiga produkten blir som man tänkt sig.

Man tittar på allt från unikheter till patenterbarhet. Man undersöker hur väl patentet stödjer affären, om man skyddar produkten man verkligen ska sälja och om entreprenören/innovatören har

”freedom to operate” det vill säga att man innehar patent och rättigheter så att man kan sälja produkten. Den legala delen är viktig och därför tar man hjälp av ett antal jurister som granskar allt från anställningsavtal till kommersiella kontrakt. Detta är en viktig del innan investeringen görs, då man inte vill få några överraskningar när investeringen är gjord. Johan berättar att man har varit med då bolag inte ägt sina patent utan att de ägts av någon annan eller att de fortfarande ägs av innovatören. När den legala delen är avklarad går man vidare genom att man sätter upp milstolpar, dessa milstolpar minskar risken då man kopplar dem till att man skjuter in ytterligare kapital när man uppnår milstolparna. Dessa steg försöker innovationskapital identifiera tillsammans med ledningen och bolaget, detta är själva utvecklingsbanan för produkten. På så sätt får portföljbolaget mer kapital när de kan visa upp att projektet går i rätt riktning och venture capitalbolaget kan följa utvecklingen utan att riskera allt för mycket kapital i ett tidigt skede.

”Den tekniska utvecklingen styr investeringen, till exempel kommer ni till detta steg i utvecklingen så får ni mer pengar”.

Risken finns att entreprenören tror att man bara ska inrikta sig på att skapa en självsäljande produkt där det dock krävs ett team för att sälja produkten. Man hanterar den risken genom att ge bolaget rätt resurser och delta aktivt med att lägga planer så att man kan få ut produkten på marknaden.

Innovationskapital är intresserade av att göra bra investeringar, det är essensen av det bolaget håller på med. Johan berättar att de inte är bundna till att göra investeringar i bolag som befinner sig i en viss fas utan de utvärderar bolagen och tar därefter beslutet. Hittar de ett bolag i en tidig utvecklingsfas som de tror kan rendera i en god investering, så gör de investeringen. Hittar de ett bolag i senare fas, kanske mogen fasen, som de tror kan bli en bra investering då utvärderar de det också.

När Innovationskapital investerar i bolag identifierar de vilka nyckelfaktorer som driver värde. Vilken fas dessa bolag befinner sig i varierar väldigt mycket men man kan dela upp de i såddbolag och i expansionsbolag. I såddbolaget är det till en början en nyckelfaktor med produktutveckling och här ser de på vilka tekniska risker som finns med den tänkta slutprodukten. Både i att den tekniskt överhuvudtaget ska fungera, men också att de har utvecklat rätt saker som kunderna verkligen vill ha. *”Man ska i första hand kunna sälja produkten.”*

4.1.5 Bolagstrimmande

När den tekniska utvecklingen är klar ska man välja säljkanaler. Detta görs på två olika sätt. Det första är strategiarbete och det andra är organisatoriskt kunnande, detta har Innovationskapital relativt mycket erfarenhet av och där finns mycket likhet mellan portföljbolagen. Det gäller att bygga upp en säljkår och att hitta rätt incitamentsystem för dessa. Genom att man mäter effektiviteten i säljkåren kan sidoeffekten bli att man endast blir bra på det man mäts. Detta kan leda till suboptimering om det inte är rätt saker man mäts på. Detta är viktigt att ständigt utvärdera.

Nästa steg är att skala affären. Återigen gäller det att vara deltagande genom att medverka i planeringen och organisationsuppbyggnad. Man ser till att det blir en genomförbar plan. När man

investerar i bolag som är i en produktutvecklingsfas så har de oftast ingen kompetens i hur man bygger upp en säljorganisation och de sakerna som följer med detta. Innan man gör investeringen måste man identifiera nyckelpositioner och rekrytera kompetens för dessa positioner. På innovationskapital är man mån om att rekrytera rätt personer till de olika positionerna i sina portföljbolag och det är en stor del av deras involvering.

I de mognare företagen som Innovationskapital investerar i finns det ofta redan en uppbyggd organisation och då involverar de sig i andra saker. Det kan vara saker som produktionsaspekter och att öka marginaler. De är då mer involverade i normalt bolagstrimmande, identifiera flaskhalsar, maximera vinsten och liknande. Johan menar att man självklart ska ha en bra bruttomarginal på sikt men det är inte det som driver deras involvering i första läget. Även om man kan se att de i en framtid kommer att ha stora marginaler att hämta i bolaget, så börjar det arbetet inte förrän bolaget kommer in i den lite mer mogna fasen.

Innovationskapital kan bidra med många saker men att hitta rätt människor och få in dem i organisationen och få dem att hjälpa till är otroligt viktigt för dem. En sak som Johan tycker är viktigt är att tidigt ha med sig någon senior in i bolaget. En man eller kvinna som kan komma in på styrelseordförandeposten eller liknande position där han/hon kan hjälpa till med att coacha ledningen, de tar även med sig erfarenhet som han eller hon innehar av alla de misstag som kan tänkas stöta på längre fram. Speciellt i tidiga bolag så är ordförandeposten viktig och man ser helst att det är en person med industriell erfarenhet. Denna erfarenhet bidrar mycket, då dessa personer kan identifiera vad de stora riskerna är och kan då välja rätt väg för företaget. En person med lång erfarenhet av industriell kunskap som kan coacha ledningen är något som man vill ha in så tidigt som möjligt för att skapa en hållbar utveckling. Det är en bit som är väldigt viktig och som man prioriterar säger Johan.

”Vi jobbar med att investera i bolagen och ha aktivt ägarskap, där vi sitter med i styrelsen och arbetar.”

När man ser på graden av den personliga kontakt som man har i sina portföljbolag så är det varierande. Det är beroende på hur långt företagen kommit i sin utveckling och deras aktuella projekt för stunden. De företag som Johan hjälper har han en aktiv del i där han har daglig kontakt med vissa, medan han talar med andra några gånger i veckan.

4.1.6 Tidshorisont och ägarskap

Tiden som Innovationskapital är involverade i sina portföljbolag är varierande. Man vill helst ha en exit horisont på 3-7 år men man är medveten om att den oftast blir längre. Då man är ute efter att utveckla ett värde i bolagen så tar det lång tid. ”Det ska inte vara som att köpa och sälja en handelsvara, det tar den tid det tar helt enkelt.”

Innovationskapitals andel av ägandet i de olika bolagen ligger sällan under 15 procent av ägarandelen, dock händer det ibland att de ligger under 15 procent i bolag som befinner sig i en senare mognadsfas. De ligger generellt sett på mellan 15 och 30 procent av ägandet. Storleken beror helt och hållet på värderingen av bolaget, hur mycket kapital som finns och hur mycket kapital bolaget kan tänkas behöva längre fram.

Efter att ha jobbat med 60 företag genom åren gör detta att man har byggt upp en bra erfarenhetsbank. ”Man brukar säga om erfarenhet att det är någonting man får precis efter att man behövde det.” Erfarenhet betyder allt som oftast mer än man tror berättar Johan. Det man tillför förutom erfarenhet är industriellt- och finansiellt kontaktnät. Man bidrar med individer som kan hjälpa till i bolagens olika faser av produktutveckling och därefter uppbyggande av marknadsorganisationen. När Innovationskapital investerar i ett bolag så bidrar de också med sitt varumärke. Tanken är att man ska kunna bygga ett förtroende gentemot kunder, leverantörer och partners tillsammans med portföljbolagen på ett sätt som ett mindre bolag utan kapital och någon stark finansiell backning inte skulle kunna lyckas med.

4.1.7 Mätning av företagshändelser

Det är svårt att göra försäljningsprognoser i produktutvecklingsfasen. Det betyder att nyckeltal som avkastning på eget kapital och liknande instrument oftast inte är så relevanta i bolag som är i produktutvecklingsfasen. Det är först då man börjar komma upp i en lite högre omsättning som man börjar titta på nyckeltal. De olika nyckeltal som då är intressanta är till exempel hur många prospekt som bolagen har i sin salesplan. Då är det viktiga inte om det är 100 eller 110 utan hur man ska nå den mängden bolag. Man tittar på saker som ledtiden från första mötet med en kund till sista mötet, vad man har för ”hitrate” det vill säga om man träffar 10 kunder hur många av de kunderna får man, hur många har man att ta kontakt med. De bitarna är de viktiga men man tittar även på kassaflöden och andra nyckeltal. Kassaflöden är det som styr den här typen av bolag, ”man kan göra vad man vill med balans och resultaträkning men det är kassaflödet som ‘makes it or brakes it’” säger Johan. I slutändan är det så att ett bolag som inte kan sälja något och inte tjänar några pengar har inte något existensberättigande.

4.2 Teknoseed AB

Teknoseed är ett venture capitalbolag som varit aktivt sen 1997 då det startades på initiativ av fonden för teknologisk transferering i Lund, vars uppgift är att underlätta för nya affärsidéer att komma i kontakt med industri och investerare. Teknoseeds affärsidé är att göra investeringar i tidiga faser i framförallt forskningsbaserade bolag inom innovationsmiljöer i södra Sverige såsom Halmstad, Växjö och Skåne-regionen. Huvuddelen av investeringar görs vid Lunds universitet. Teknoseed investerar brett i Life Scienceområdet i framförallt medicinteknik men också bioteknik och läkemedel. De investerar även i industriell teknik och it med inriktning mot bildhanteringsapplikationer. Det som är gemensamt i investeringarna är att det är produktbaserade bolag med en skalbar affärsidé. Teknoseed investerar i idé- och tidig fas och följer med tills antingen en börsintroduktion eller en industriell försäljning. Teknoseed har två fonder just nu, Teknoseed 1 där man förvaltar 110 miljoner kronor och Teknoseed 2 där man förvaltar 73 miljoner. Man har totalt investerat i 30 bolag under åren och just nu består portföljen av 13 bolag. Intervjun gjordes med Marcus Skärbäck som är investment manager på Teknoseed. (<http://www.teknoseed.se>)

4.2.1 Risk i allmänhet

Teknoseeds affärsidé är att ta så mycket risk som möjligt givet att risken höjer avkastningen. De vill ha så många investeringar så att några få väldigt lyckade ska räcka för att bära alla mindre lyckade. De arbetar mot målet att så tidigt som möjligt identifiera vilka bolag som inte klarar sig och lägga ner dessa projekt för att kunna lägga så mycket tid som möjligt på de bolag man tror ska lyckas.

”Alla bolag som vi investerar i har berg och dalgångar man måste rida ut och försöka se bortom nästa hörn om man ska våga satsa mer”

Det kan vara svårt när man har investerat mycket kapital och prestige att erkänna att man måste kasta in handduken menar Marcus. Ett sätt att minska risktagandet är att försöka vara mer påläst och utveckla sitt nätverk bättre än alla andra, då kan man minimera riskerna. Därför ser Teknoseed att det är viktigt att investera lokalt eller regionalt inom ramen för deras nätverk. De har kontakter med innovationsmiljöer för att få kompetensen som behövs för att göra dessa riskbedömningar.

Förutom att analysera riskerna innan investeringen så tvingas man att hantera dem även när man har gjort investeringen. Det blir aldrig som man tänkt sig och det går aldrig att förutse alla risker. Saker kan ta nya vändningar och då gäller det att man är flexibel. Det behövs en ledning och styrelse som också är flexibel. Förutom att inneha kompetensen att bedöma och förutse risker så måste man också kunna agera utifrån nya förutsättningar. Det kan vara så att förändrade förutsättningar kan göra att man behöver byta VD, styrelse eller delar av styrelse för att kunna hantera den typen av förändringar som uppstår. Ingenting kan vara statistiskt när det händer saker hela tiden.

4.2.2 Relationsrisk

I första läget ser man alltid entreprenören som en möjlighet, då det är han som till en början är nyckeln i projektet. Men risken finns att man överskattar entreprenören som person eller framförallt att han eller hon kan överskatta sig själva. Man ser inte personens begränsningar, till exempel hur mycket den personen kan leverera och kvalitén på de tekniska lösningarna man levererar. Många entreprenörer har en väldigt stark drivkraft vilket är en förutsättning att överhuvudtaget lyckas. Man kan inte förvänta sig att en entreprenör ska kunna klara allt till exempel arbetet med att utveckla en produkt, driva en utvecklingsorganisation, sälja produkten på en marknad, rekrytera nyckelkompetens samtidigt som man är ute på kapitalmarknaden och söker vidare finansiering. Det finns väldigt få människor som lyckas hålla alla de bollarna i luften och även om de lyckas så är risken stor att någon av delarna inte får tillräckligt med uppmärksamhet. Risken med entreprenören är att man lägger för mycket i dennes knä och att man inte kompletterar entreprenören med ett team av kompetens.

Risken förknippad till humankapital är att förlora viktig kompetens som varit med från uppstarten. Svårigheter ligger även i att gå in i en ny investeringsmöjlighet om man inte kan hitta personer som har kompetensen att göra arbetet. Har de inte den kompetensen i nätverket så kan de inte göra investeringen, den risken väger de innan investeringen görs.

Ägandet inom portföljbolaget ska ligga på rätt person på rätt nivå från början. Viktiga personer som rekryteras in ges möjlighet att köpa in sig i bolaget, om inte direkt så via optioner. Risken är att ägarfördelningen med tiden blir fel och att bolaget hamnar i en sådan situation där incitamentsstrukturen inte arbetar för dem. Man får utgå ifrån att alla är sig själv närmast och att alla arbetar för egen vinning.

”Det gäller att se till att alla sitter i samma båt. Det som är bra för bolaget och ägarna ska också vara bra för de personer som ska skapa värde i bolaget.”

Det kan bli ett problem när bolaget inte utvecklas på det sätt som man hoppades. När tiden börjar rinna iväg och kostnaderna har blivit större än man räknat med och man har fortfarande inte kommit ut på marknaden med produkten. Man hamnar då i en situation där VD eller någon annan inom bolaget till slut måste lämna bolaget.

4.2.3 Projektrisk

Även om man utgår från att man ska kunna slutföra ett projekt enligt den affärsplan som ligger finns det alltid en risk att man drar över tiden. Marcus erfarenhet är att man nästan alltid gör det, man föreställer sig det redan från början för att kunna parera mot det. Det som är viktigast utifrån ett tidsperspektiv är att man är färdig i rätt tid. Det kan ta för lång tid att utveckla produkten men när man är färdig kan det likväl vara för tidigt. Marknaden är inte redo. Man är beroende av att alla vitala delar i systemet är klara. Allt kan bli färdigt men behovet finns inte. Ett exempel kan vara tjänster på Internet där efterfrågan först uppstår när det finns snabbare bredbandsuppkopplingar.

Liksom den tekniska utvecklingen kan vara en begränsning kan även lagstiftningen sätta ramar och begränsningar och därmed sätta standard innan man gör investeringen. Inom till exempel bioteknik kan den politiska risken påverka utvecklingen av vissa produkter med hänseende av

lagar och bestämmelser. Då marknaden består av offentliga aktörer som ska betala för läkemedlet eller den medicintekniska behandlingen så måste de följa ett ramverk. Det ramverket är politiskt eller försäkringspolitiskt där försäkringsbolagen sätter villkor för att få ersättning och hur hög ersättningen ska vara. När det gäller alla bioteknikrelaterade produkter så finns dessa problem.

4.2.4 Riskhantering och Involvering tidigt in i investeringen

Teknoseed arbetar den inledande tiden intensivt med entreprenören för att bygga upp portföljbolagen. De jobbar oftast på daglig basis, inte operativt men som bollplank. Teknoseed investerar regionalt i en marknad där de har ett bra nätverk och kan gå på referenser. Detta är sättet de hanterar risken med entreprenören, de har sitt nätverk som man hela tiden arbetar med. De gör investeringar i personer de känner till och tror på.

Innan investeringarna görs utvärderas de tekniska riskerna. De tar hjälp av expertis och ser hur stor sannolikheten är att kunna utveckla en produkt eller om man kommer att kunna skydda produktens tekniska värde i projektet. Man kontrollerar legalt att man har ”freedom to operate” på de tekniska lösningarna. Den affärsmässiga risken involverar att hitta marknadskompetens, någon som kan bedöma affärsmöjligheterna. Detta tittar man på innan man går in i bolaget.

”Man har en egen magkänsla vad som kan vara kritiskt inom varje bolag. Vad måste man se upp med när man tar en produkt till marknaden? Det bedömer man genom att läsa in sig bra på ämnet.”

Strategiarbetet och målen bedrivs på styrelsenivå men styrelsen, ägargruppen och ledning är oftast samma person i de här unga bolagen, så en stor del av strategiarbetet bedrivs av en och samma person. I dessa unga nystartade bolagen kan man inte agera som i en stor organisation, som har ett välsmort maskineri, utan tar det som det kommer. Man lägger dock upp en strategi och olika mål innan man gör investeringen. Affärsplanen beskriver de mål bolagen har, men när investeringen är gjord kanske man ser att bolaget inte kommer att nå dessa mål. Detta på grund av att förutsättningarna har förändrats på något sätt, till exempel att det rent tekniskt är omöjligt att utveckla en sådan produkt som var tanken eller att det är svårt att sälja in produkten via de kanaler man hade tänkt använda.

Teknoseed arbetar med milstolpsfinansiering. Om de går in med 0,5-1 miljon initialt ska portföljbolaget nå nästa milstolpe innan de investerar mer pengar i bolaget. En milstolpe kan vara att man lämnat in en patentansökan eller gjort en granskning som visar att man har möjlighet att söka patent på nyckeldelar inom teknologin. Tittar man generellt i bolagen, både nuvarande och sådana man har gjort exit ifrån, så investerar man mellan 4-6 miljoner i ett enskilt bolag över tiden.

Det finns inte så mycket att förändra i de bolag som Teknoseed investerar i då de är så pass nya. Det de kan förändra är utvecklingen av produkter i ett tidigt skede. De kan också se att ägarfördelningen behöver justeras. Beroende på hur olika personer bidrar i företaget så kan det ligga i hela bolagets intresse att större delen av ägandet ligger på en viss person som man är mer beroende av en längre tid framöver. Dock är det så att någon som kanske var relativt viktig i den fasen innan Teknoseed investerade inte ska sitta på lika stort ägande som tidigare. Inför en

investering så kanske de måste balansera ägarbilden på ett rätt sätt. Innan de går in kan de komma överens med innovatören eller entreprenören om hur man ska kunna rekrytera in rätt kompetens, till exempel en ny VD när de går in i nästa skede såsom produktutveckling.

4.2.5 Bolagstrimmande

Teknoseed har tidigt tydliga uppfattningar om entreprenören eller innovatören kan komma att behöva kompletteras över tiden även om man inte gör det direkt. Teknoseed kan också ha personer i nätverket som fyller olika funktioner inom bolaget, men sättet de påverkar genom det dagliga arbetet är via styrelsen eller andra kontakter. Det skrivs in i aktieägaravtalet när vissa rekryteringar ska göras, till exempel när man går in i marknadsfasen eller exempelvis att man senast halvårsskiftet 2008 ska ha rekryterat en VD med den profilen som Teknoseed anser lämplig. Mycket av påverkan utövar Teknoseed innan de gör investeringen. För att motverka risktagandet med entreprenören och humankapitalet gäller det att bygga upp incitament för att kunna knyta till sig rätt kompetenser. Incitamenten är det som behövs för att entreprenören och alla anställda som arbetar i portföljbolaget ska arbeta i samma riktning. Det tydligaste incitamentet förutom lönen är möjligheten att skaffa sig ägande i bolaget.

”Har man väl gjort investeringen sitter man där, då är det svårare att påverka. De viktiga frågorna tar man tag i innan investeringen”.

Kontakt med ledning kan bero på intrycket som ledningen ger. Vissa ledningsgrupper består bara av en person och då behövs mer kontakt för att bolla saker. Teknoseed investerar också i bolag som mer eller mindre har ett komplett team och de behöver då inte ha den dagliga kontakten och tar då några steg tillbaka. Då Teknoseed för närvarande är 3 personer på 13 bolag lägger de en ganska stor andel av sin arbetstid på sina portföljbolag. Det gäller dock att hitta balansen av hur mycket man ska jobba med de existerande bolagen och hur mycket tid som ska läggas på att hitta nya. Då Teknoseed vill utnyttja så mycket som möjligt av den nya fonden så letar de hela tiden efter nya bolag och detta tar en hel del tid i anspråk. Det gäller också att vikta tiden mellan de existerande bolagen och hela tiden i lagom mån jobba med att hjälpa bolag som har problem. Sedan ska man ställa detta mot de bolag som inte har problem men behöver stöd för att lyckas ännu bättre. Man kan lätt hamna i en situation där man hjälper bolag som har problem hela tiden säger Marcus. Då undrar man om det är väl investerad tid, de bolagen kanske inte ska klara sig? menar Marcus. Det är en väldigt viktig fråga som hela tiden måste beaktas. Vilka bolag ska man hjälpa och vilka ska man sluta hjälpa för att man ser att det inte kommer att gå, de kommer bara att kosta mer pengar och tid.

Teknoseed arbetar mycket mot större venture capitalbolag och håller sig hela tiden ajour med deras preferenser och vad de större bolagen letar efter så att de kan agera efter detta. De är hela tiden beroende av att hitta investorer som kan ta bolagen vidare. I takt med att portföljbolaget utvecklas genom att de tar in fler investorer blir Teknoseeds involvering mindre och mindre av naturliga skäl. Förutom att Teknoseed arbetar själva har de sitt nätverk som går in i styrelsen med mandat från Teknoseed. Dessa personer stöder bolaget i planering och hjälper till att utveckla affärsplanen. Teknoseed är beroende av sitt nätverk när de ska sätta samman de som ska vara involverade i bolaget.

4.2.6 Tidshorisont och ägarskap

Investeringshorisonten ligger på mellan 3-7 år och den fas de går in i är innan produktutvecklingen är färdig och innan någon egentlig organisation finns. Det tar tid att utveckla en produkt, introducera denna på en marknad och skapa värde i den. Därför räknar Teknoseed med att det tar längre tid än sju år. Dock är det så att ett mjukvaruföretag går fortare att göra exit från än ett medicintekniskt eller ett bioteknikföretag. Det tar längre tid än man tror, när man säger 3-4 år kan det bli 5-8 år säger Marcus. Investörerna vill ha tillbaka sina satsade pengar och de avtalen Teknoseed har med dem är att tiden man har på sig innan de får tillbaka pengarna är 10 år. Många av de större venture capitalbolagen som investerar i senare faser för mellan 100-200 miljoner har samma tid på sig att återbetala det deras investerare har satsat. Teknoseed ska bygga upp sina portföljbolag till en fungerande organisation med en säljande produkt på samma tid som de stora bolagen har på sig att investerar i sina bolag och vidareutveckla bolagens produkter.

Storleken på ägarandelen som Teknoseed vill inneha i sina portföljbolag är ett signifikant ägande. Beroende på vilken fas bolaget befinner sig i och hur mycket kapital de investerar i bolaget så vill de inneha en ägarandel på mer än 10 procent men mindre än 50 procent När de är som mest aktiva som investorer kan de ligga på uppåt 40 procent men i takt med att bolagen tar in kapital från andra investorer kan ägandet gå ner till 5-10 procent Man hoppas att den negativa utspädningen blir så liten som möjligt då man vill ha så stor del av kakan som möjligt tillsammans med entreprenören när bolaget säljs eller börsintroduceras.

4.2.7 Mätning av företagshändelser

Förutom att Teknoseed arbetar nära bolagen och i stort sett har en daglig uppföljning så tar de del av månadsrapporter om hur bolaget utvecklas ur olika aspekter. De tar upp viktiga frågor såsom möjligheter och hot men dokumenterar även bolagets utveckling. Nyckeltal är inte så viktiga i bolagen då de befinner sig i en sådan inledande fas så de inte har något kassaflöde eller inkomster överhuvudtaget. Man kan följa upp mot budget för att se om kostnadssidan reflekterar hur man ligger till i produktutvecklingsfasen. Kostar det mer i slutändan än vad man trodde så måste man revidera budget och kapitalbehov säger Marcus.

5. Analys

Här jämförs intervjusvaren med de teorier som finns inom området. Empirin kommer att redovisas stycke för stycke. De två respondentbolagen jämförs med den teoretiska referensramen.

5.1 Risk i allmänhet

Teknoseed och Innovationskapital arbetar i ett initialt läge med att identifiera de största riskerna som portföljbolagen dras med. Genom att vara pålästa och att ständigt utveckla sina nätverk försöker de motverka detta risktagande. Inom nätverket söks alltid individer som innehar den kompetens som behövs för att göra dessa bedömningar. Denna analys och övervakning stämmer överens med Ingvarsson och Roos (2003) teori där riskhantering bygger på riskanalys, identifiering och riskreduktion för att få bukt med de risker som portföljbolagen dras med. Bygrave, Hay och Peeters (1999) beskriver att venture capitalbolags likviditet är väldigt låg då deras kapital är låst över en längre tid. Det enda sättet att påverka detta bundna kapital är att involvera sig i portföljbolaget. Teknoseed har filosofin att ett stort risktagande spritt på ett större antal portföljbolag skall rendera i en hög avkastning från ett fåtal portföljbolag som skall täcka utebliven avkastning från de mindre lyckade portföljbolagen.

5.2 Relationsrisk

I projektens uppstart ser båda bolagen entreprenören som den stora tillgången då det är han eller hon som har idéerna som senare ska utvecklas till en affärsverksamhet. Busenitz och Barney (1997) anser att om nya produkter och tjänster ska utvecklas av entreprenörer med hög specialkunskap och att dessa produkter ska få möjlighet att släppas på marknaden krävs det att investerarna har stark tilltro och tillit till entreprenörerna.

Respondenterna menar att risken finns att entreprenören överskattas som person eller framförallt att han överskattar sig själv. Många entreprenörer har en väldigt stark drivkraft då detta är en förutsättning att överhuvudtaget lyckas. Entreprenör kan däremot inte förväntas kunna klara av allt. Risken är att för mycket läggs i entreprenörens knä och att han eller hon inte kompletteras med ett team av kompetens. Enligt Nilsen, Gravenfors och Ristorp (1993) är inte entreprenörer mer riskbenägna än genomsnittsindividen utan de höga risker de tar beror ofta på någon slags överoptimism. Om entreprenörer hade uppmärksammats på de verkliga riskerna hade det kanske inte skett så mycket nyföretagande. Den överoptimistiske företagaren kommer också att känna att han eller hon får betala för hög ränta för sina lån eller att han eller hon får för lite betalt för sina andelar i företaget.

I senare faser kan entreprenören/innovatören ha mindre betydelse för bolagets fortsatta utveckling efter det att produkten är färdigutvecklad. Berglund (1998) menar att hela portföljbolaget kan vara beroende av en eller ett fåtal personer som sitter på all kärnkompetens. Denna svåra utvärdering av personen ger upphov till adverse selection. Landell & Hörnlund (1998) menar att 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.

Teknoseed och Innovationskapital gör i stort sett bara investeringar i bolag som refererats via deras nätverk. Enligt Tyebjee och Bruno (1984) finns det flera olika sätt som ett venture capitalbolag kan komma i kontakt med nya idéer. Det vanligaste sättet menar de är att venture capitalbolaget får kännedom om en bra idé genom bolagets olika direkta kontakter. Denna teori kan jämföras med att innovationskapital endast investerat i 1-2 bolag som inte refererats av deras nätverk av totalt 60 genomförda investeringar.

Våra respondenter menar att om portföljbolagen börjar visa på sämre tillväxt eller till och med en negativ tillväxt kan ledningen i portföljbolagen medvetet eller omedvetet göra allt för att behålla sin brödföda. De kan till exempel byta ut nyckeltal eller mörka i månadsrapporter. Detta kan uppfattas som bedrägligt beteende där den ena parten undanhåller information från den andra. Fried och Hisrich (1994) tycker att det är viktigt att företagsledningen klarar av att utöva ledarskap även i svåra tider då de utsätts för extrem press. Man undanhåller finansiell information genom att månadsrapporter inte innehåller viktig information som funnits med i tidigare rapporter eller att månadsrapporter uteblir helt (Bygrave, Hay, Peeters, 1999). Detta är ett stort problem som hela tiden övervakas. Om man inte får reda på viktig information kan det få stora konsekvenser för den framtida utvecklingen av bolaget. Detta eftersom fel input ger fel output, det vill säga att missvisande information kan leda till att man agerar på ett sätt som missgynnar bolagets utveckling. Att utöva ledarskap är att vara ärlig mot styrelsen. Man ska inte se styrelsen som ett nödvändigt ont, utan man ska se dem som ett verktyg man kan föra en öppen dialog med.

5.3 Projektrisk

Tidsaspekterna i projekten kan få stor betydelse. Det gäller dels att projektutvecklingen är färdig i rätt tid och dels att marknaden är mogen för produkten. Om marknaden inte är färdig för produkten så blir det svårt att skapa ett kassaflöde. Sheperd, Ettenson och Crouch (2000) säger att de flesta undersökningar om strategier vid nyinvesteringar i nystartade företag visar att timingen vid intrånget på marknaden är en nyckelfaktor för att lyckas. Detta är affärsrisken som är kopplad till projekten genom att det finns en risk att man inte kan göra affär av projekten. Detta kan bero på att man inte fått bra feedback av vad kunderna vill ha. Ett annat skäl är tron att en bra produkt säljer sig själv.

Både Innovationskapital och Teknoseeds är av samma uppfattning om att den politiska risken är något som påverkar ett projekts framtid på ett eller annat vis. Det som är utmaningen är att den politiska risken i stort sett är opåverkbar för ett enskilt venture capitalbolag. De anser också att inom utveckling av bolag inom bioteknik är påverkan större på grund av de etiska och moraliska aspekterna. Här påverkas de av lagar, förordningar och det försäkringspolitiska läget. Det gäller att effektivisera de nya läkemedlen för att kunna komma in på de utländska marknaderna. De försäkringspolitiska riskerna medför att man måste kunna hålla en så låg prisnivå på sina mediciner så att de godkänns av försäkringsbolagen utomlands (Balekdjian & Russo, 2006).

5.4 Riskhantering och involvering tidigt in i investeringen

Teknoseed och Innovationskapital investerar till största delen i projekt där entreprenören refereras från det egna nätverket. Man kan se detta som en risk med entreprenören och nätverket är hur man hanterar denna risk. MacMillan, Siegel och Narasimha (1985) anser att det viktigaste kriteriet vid val av investeringsobjekt var entreprenörens personlighet och erfarenhet. Dock motsätter sig Fiet (1995) detta och menar att venture capitalbolagen fokuserar relativt lite på den individuella entreprenören och dennes förmågor. Fiet anser att man kan kontrollera agentrisken med hjälp av kontrakt då man i ett så tidigt skede inte har tid att undersöka den enskilde individen.

Teknoseed och Innovationskapital arbetar kontinuerligt med att minska riskerna genom att över tiden analysera och övervaka riskerna inom sina portföljbolag. I inledande faser för venture capitalbolagen en dialog med det nyinvesterade portföljbolaget om förändringar inom bolagen. Det de involverar sig mest i är strukturen på ledningen och styrelsen i portföljbolagen. De identifierar bolagens utvecklingstakt och sätter därmed upp mål om när portföljbolaget behöver en effektivare och mer erfaren VD. En VD kan passa i en viss fas men kanske inte i nästa. Det gäller att göra entreprenören införstådd i detta så att det går så smidigt som möjligt om utbytet blir nödvändigt. Bygrave, Hay och Peeters (1999) anser att man kontinuerligt bör se över vilken kompetens som finns i portföljbolagen.

Då venture capitalbolagen arbetar nära portföljbolagen och fungerar som bollplank kan man läsa av vilken kompetens som finns och hur dessa personer kompletterar varandra. Detta leder till att man känner av klimatet i portföljbolaget och kan därmed komma fram till om man behöver byta ut personer i ledningen menar MacMillan, Kulow och Khoylean (1989). Fried och Hisrich (1994) menar att det är viktigt att venture capitalbolagen identifierar ett flertal egenskaper de vill se hos företagsledningen. Venture capitalbolagen försöker bedöma företagsledningens förmåga att identifiera risk och utveckla planer för att tackla denna risk. De anser att det är speciellt viktigt att företagsledningen är flexibel vid investeringar i de tidiga skedena.

Bygrave, Hay och Peeters (1999) menar att en vanlig strategi bland venture capitalbolag är att investera i flera etapper för att minska marknadsrisken. Teknoseed och Innovationskapital arbetar på detta sätt genom sin milstolpsfinansiering. Vidare menar Bygrave, Hay och Peeters (1999) att fördelen med detta är att man kan ställa krav på portföljbolaget att det ska nå vissa mål för att venture capitalbolaget ska skjuta till mer pengar. Konsekvensen av detta blir att om portföljbolaget når målen kommer entreprenören att ta mer betalt för sina aktier men om portföljbolaget misslyckas förlorar venture capitalbolaget i värsta fall endast det kapital de satsade i den första etappen (Bygrave, Hay och Peeters 1999). När Innovationskapital och Teknoseed investerar i bolag identifierar de vilka nyckelfaktorer som driver värde. De deltar aktivt i planeringsprocessen då man sätter upp milstolpar som portföljbolaget ska nå för att få ytterliggare kapital. Detta kan hänvisas till teorin där Fried och Hisrich (1995) framhåller att detta är ett sätt som venture capitalbolaget försöker påverka entreprenören att tänka i samma banor och att fokusera på att nå de uppsatta målen, detta stöds även av MacMillan, Kulow och Khoylean (1989).

När venture capitalbolagen analyserar möjligheterna med produkten tar man först hjälp av teknisk expertis för att bedöma om produkten i sig är rent tekniskt genomförbar. Efter det undersöker man om entreprenören äger eller innehar rättigheterna till patenten så att han/hon har "freedom to operate" så att man kan utveckla produkten och senare även sälja den. Fiet (1995) menar att oärliga entreprenörer kan leda till att de håller inne med viktig information vid kontraktförhandlingar. Venture capitalbolagen gör också en marknadsundersökning och undersöker om det finns intresse från potentiella kunder. Tyebjee och Brunos (1984) undersökning visar att en av de riskerna ett venture capitalbolag tittar mest på är att produkten är attraktiv på marknaden.

Man försöker att adressera risken med att det inte finns någon marknad för produkten genom att få en djupare respons från kundgruppen. Man försöker värdera feedbacken från de potentiella kunderna för att få en bild av vad kunderna verkligen vill ha. Man måste skaffa sig marknadsandelar och fördelar mot andra bolag (Arnold, 2002). Har man ett läkemedel eller någon teknisk apparatur gäller det att göra detta bättre än konkurrenternas, det gäller även vid mediciner som liknar konkurrenternas. Har man ett helt nytt läkemedel gäller det att få ut detta på marknaden så fort som möjligt då det är fritt att kopiera läkemedlet när patentet har löpt ut. Den strategi som används av försäkringsbolagen för att bestämma vilka mediciner som skall ingå i deras försäkringar är så pass effektiv att de mediciner som ingår i försäkringarna har färre restriktioner och lägre kostnader. Grunden i strategin är hur man får ut så mycket som möjligt för så lite som möjligt (Balekdjian & Russo, 2006).

5.5 Bolagstrimmande

När venture capitalbolaget gjort investeringen har de dragit på sig alla de risker som portföljbolaget medförde. Det enda sättet för att minska dessa risker och även för att öka avkastningen på investeringen är att involvera sig i portföljbolaget. Den största involveringen de gör är att de blir delaktig i styrelsen och ledningen i bolaget. Detta är grunden för ett bra samarbete mellan venture capitalbolaget och portföljbolaget enligt Bygrave, Hay och Peeters (1999). De båda bolagen ser en risk i att man inte hittar rätt kompetens för att kunna utveckla portföljbolaget, men man är också oroad över att tappa kompetent personal till andra bolag. För att motverka denna risk anser man att det gäller att bygga incitamentsstrukturer som skall få kompetens att söka sig till bolaget. Man försöker att skapa en arbetsmiljö där medarbetarna ska känna att det är ett spännande projekt man är involverade i och att detta ska få arbetet att flyta framåt. Teknoseed arbetar med incitament som medför att medarbetarna har möjlighet till medägarskap i bolaget. Yoshikawa, Phan, Linton (2004) menar att det är mer troligt att en VD maximerar aktieägarnas förmögenhet om de själva äger aktier i bolaget. Utan eget ägande så är inte VD: n lika effektiv i sitt arbete att leda företaget då det inte påverkar hans/hennes förmögenhet. Cable och Shane (1997) menar att eventuell kompensation är menad att locka fram agentbeteende som är överensstämmande med venture capitalbolaget. En del i detta är att man hjälper till att bygga upp ett bra team av kompetens i portföljbolaget och att venture capitalbolaget fungerar som ett bollplank för ledningen. Det är viktigt att vara bollplank för att föra in andra infallsvinklar och att utnyttja de erfarenheter man har. Då venture capitalbolagen samlat på sig erfarenhet genom problem som uppstått i andra portföljbolag kan de identifiera hinder innan de uppstår.

Då de båda bolagen investerar i olika utvecklingsfaser ser det lite annorlunda ut i ledningsstrukturen. Teknoseed som investerar i tidig fas måste bygga upp en ledningsstruktur när de kommer in i bolagen och därmed kan de påverka mer i arbetet genom sin påverkan på entreprenören. Detta är i enlighet med Fried och Hisrich (1995) som anser att venture capitalbolagen försöker påverka entreprenören att tänka i samma banor då det gäller planeringsprocessen, utveckling av organisationen, vinstorientering, fokus och riskbedömning.

Båda bolagen innehar en plats i bolagsstyrelsen i de bolag de investerar i. Teknoseed sitter antingen med själva eller så har de någon i sitt nätverk som sitter med mandat från dem. Innovationskapital skiljer sig i sitt sätt att medverka i styrelsearbetet då de gärna vill få in en senior på styrelseordförandeposten. Denna senior ses som väldigt viktig då denne innehar den kompetens och erfarenhet som behövs för att utveckla företaget i en takt som passar portföljbolaget. Som Bygrave, Hay och Peeters (1999) säger så är en plats i styrelsen något nödvändigt för att kunna påverka portföljbolagets ledningsstruktur och bolagets utveckling.

West (2000) beskriver företagsledningen i portföljbolaget som den mest värdefulla tillgången. Det är dem som ska ta tillvara på en idé och lyckas göra affär av den. Detta kan härledas till den allmänna uppfattningen bland våra respondenter att *"Hellre en B-produkt med ett bra team än en A-produkt med ett dåligt team. Ett bra team kan ta dig framåt."* De beskriver att det kan finnas en allmän tro att så länge man har den bästa produkten så löser sig resten själv. Dock är inte fallet sådant bland venture capitalbolagen, utan de hanterar den risken genom att ge bolaget rätt resurser och delta aktivt med att lägga planer så att de kan få ut produkten på marknaden.

Det verkliga bolagstrimmandet börjar när den tekniska utvecklingen är klar och man börjar arbetet med att sälja produkten. De arbetar med att hitta rätt säljkanaler och för att lyckas med detta krävs ett strategiarbete och organisatoriskt kunnande. På Innovationskapital menar de att framgången nås genom att de byggt upp mycket erfarenhet då de använder sig av liknande säljkanaler som i tidigare portföljbolag. Detta stämmer överrens med MacMillan, Kulow och Khoulian (1989) som menar att venture capitalbolag assisterar med kontaktnät till viktiga leverantörer och kunder.

Arnold (2002) beskriver tillväxtgrad, variabiliteten hos försäljningsvolymen och graden av marknadsandelar man innehar som affärsrisker som påverkar portföljbolagen. Detta är något som man via säljkanalerna vill minimera för att kunna skala affären. Våra respondenter menar att vid skalningen av affären gäller det att vara deltagande genom att medverka i planeringen och organisationsuppbyggnaden. Då man investerar i bolag som är i en produktutvecklingsfas så har de oftast ingen kompetens i hur man bygger upp en säljorganisation. Detta är i likhet med Fried och Hisrich (1995) som säger att venture capitalbolagen påverkar entreprenören genom utvecklingen av organisationen i portföljbolaget. Då måste man innan man gör investeringen identifiera nyckelpositioner och rekrytera personer för dessa positioner. I de mognare företagen som Innovationskapital investerar i finns det ofta redan en uppbyggd organisation. Man är då mer involverade i att identifiera flaskhalsar, maximera vinsten med mera.

5.6 Tidshorisont och ägarskap

Enligt Isakssons (2000) definition över vad ett venture capitalbolag är så är det ett bolag som gör investeringar i portföljbolag som inte är noterade och som innebär ett aktivt ägarengagemang. Dessa investeringar är dessutom tidsbegränsade på det sätt att venture capitalbolag har som målsättning att inom en relativt snar framtid avyttra sina bolag. Fried och Hisrich (1994) anser att venture capitalbolagen vill se en exitmöjlighet innan de gör sin investering i portföljbolagen. Det kan vara via en börsnotering, försäljning av företaget till exempelvis en konkurrent, eller att entreprenören köper tillbaka venture capitalbolagets del i portföljbolaget. Både Innovationskapital och Teknoseed arbetar på detta sätt då de har en klar tidshorisont om när de ska ha lämnat bolagen. Deras mål är att man ska ha lämnat portföljbolagen inom 3-7 år. Dock räknar de med att de kommer att stanna kvar längre i bolagen då de har fått erfarenhet av att projekt tar längre tid än de tänker sig. Teknoseed och Innovationskapital ser detta tydligare inom biotekniksektorn där det tar längre tid att utveckla produkter som ger värde i bolaget.

Beroende på vilken fas Innovationskapital och Teknoseed går in i är kravet på ägarandel skiftande. Teknoseed som går in i idéfasen vill skaffa sig en ägarandel på mellan 10-50 procent där de ligger på upp emot 40 procent när de är som mest involverad. Innovationskapital som däremot går in i uppstartsfasen vill generellt sett inneha en ägarandel på mellan 15-30 procent. Venture capitalbolag har oftast som krav att investeringen är av en viss storlek för att de ska kunna ha en verklig påverkan på portföljbolaget. De är sällan villiga att satsa på en liten investering som ger en hög avkastning, eftersom det bara har en marginell påverkan på den totala avkastningen på hela portföljbolaget (Fried & Hisrich, 1994). Sadtler (1993) beskriver i sin teori hands-on strategin hos venture capitalbolag att de har stora intressen och ett stort aktivt inflytande. De är aktiva i beslutsfattande och de ger råd för att öka värdet på företaget så mycket som möjligt. Teknoseed och Innovationskapital arbetar kontinuerligt med de bolag de är involverade i. I och med att Teknoseed är ett mindre bolag så känner de en större press från sina investorer att de ska kunna få så bra avkastning så att de skall kunna ge tillbaka investorernas satsade kapital. Om alla investeringar går dåligt så har de inga chanser att kunna betala tillbaka pengarna. I och med att Innovationskapital är större har de ett större förtroendekapital hos sina investorer.

5.7 Mätning av företagshändelser

Det är inte intressant att se på de ”vanliga” nyckeltal såsom räntabilitet i bolag som befinner sig i en såpass tidig utvecklingsfas, då dessa nyckeltal inte säger så mycket om hur företaget mår. De inriktar sig därför på att se om portföljbolagen uppnår de milstolpar som de sätter upp. När bolagen kommer in i de faserna då produkter kommer ut på marknaden hanterar man nyckeltalen så att de beskriver hur man ska uppnå försäljningsmål och liknande. Man ser till exempel på ledtiden från första mötet med en kund till sista mötet med kunden och vad man har för hitrate.. Teknoseed som investerar i en så tidig fas där portföljbolagen inte har några som helst intäkter undersöker hur kostnaderna reflekterar vilket steg de befinner sig i produktutvecklingen. Genom att de arbetar på ett sätt där de har nästintill daglig kontakt blir det ett kontinuerligt flöde av information mellan venture capitalbolaget och portföljbolaget om hur företaget står sig finansiellt. Bygrave, Hay och Peeters (1999) menar att samarbetet mellan venture capitalbolag och portföljbolag fungerar bäst om man delar informationen i båda riktningarna. Landell och Hörnlund (1998) menar dock att samarbetet i sig kan utgöra en informationsrisk om entreprenören undanhåller eller ger falsk information.

6. Slutsats

Syftet med uppsatsen är att beskriva och förklara hur venture capitalbolag involverar sig i sina portföljbolag utifrån riskbedömning. Vi kommer att beskriva vilka risker som finns, hur venture capitalbolagen upplever riskerna, hur de bedömer riskerna och på vilka sätt de hanterar dem. Undersökningen inriktar sig mot venture kapitalbolag som har en del av sin portfölj i life science sektorn.

När venture capitalbolaget har gjort investeringen är kapitalet bundet. Det enda sättet att påverka risken och avkastningen är att involvera sig och bidra med värdeskapande aktiviteter. Vi ser att större delen av risktagandet från venture capitalbolagets sida gentemot portföljbolaget ligger och hanteras före investeringen är gjord. De aktiviteter venture capitalbolaget gör är att analysera portföljbolaget inom olika områden för att få en bild av riskerna. Det nätverk som de omges av är till stöd under analysen då de måste finna lämpliga deltagare till portföljbolaget. Venture capitalbolaget måste finna personer, inom sitt nätverk, som kan fylla upp de eventuella områden som portföljbolaget kan behöva hjälp med. Från nätverket refereras entreprenören, detta gör att de minskar risktagandet i entreprenören som person då de litar på att de som refererat honom har god kännedom om honom eller henne. Man sänker härmed risken med att entreprenören kommer agera på ett sätt som missgynnar venture capitalbolaget.

Man bygger upp en struktur i portföljbolagen som överrensstämmer med venture capitalbolagets arbets sätt. För venture capitalbolag som investerar i idé och såddfaser kan man påverka mer då man oftast bygger från grunden. Risken finns att den företagskultur som finns i bolaget krockar med den kultur man försöker implementera. Därför söker man efter portföljbolag med en flexibel ledning som kan ställa om sig till den företagskultur som man vill driva företaget med. Att vara bollplank till ledningen i portföljbolagen där man kan komma med andra infallsvinklar till olika problem som kan uppstå är en av venture capitalbolagens uppgifter som portföljbolagen värderar högst.

Man undersöker hur ägar- och ledningsstrukturen ser ut i företaget. Man kan behöva omstrukturera hur ägandebilden ser ut då man märker att vissa personer inom portföljbolaget sitter på en allt för stor del av ägandet. Dessa personer sitter ofta på höga ledningspositioner där venture capitalbolaget vill se representanter ur sitt nätverk som innehar mer kvalificerad kompetens.

Venture capitalbolagen utnyttjar de säljkanaler som finns inom nätverket för att få ut produkten på marknaden. Risken finns att när väl produkten är klar är marknaden inte tillräckligt stor eller att man kommer ut på marknaden i fel tidpunkt. Denna risk analyseras redan innan investeringen görs och det är först när produkten är redo för leverans man kan avgöra om dessa analyser var tillförlitliga. Sättet man adresserar denna risk är genom att man gör olika marknadsundersökningar för att därefter tolka feedbacken från potentiella kunder för att få fram vad de vill ha. Man gör helt enkelt kvalificerade gissningar. Inser man att efterfrågan på produkten inte överensstämmer med de marknadsundersökningar man gjort överväger man olika alternativ. Man skulle eventuellt kunna hitta en annan kundgrupp som är intresserad av produkten.

Det kan vara så att man själv inte vill driva projektet vidare utan sälja det tillbaka till entreprenören som kan ändra om produkten så att den blir vinstgivande. I dessa fallen vill man dock ha en del av vinsten om produkten genererar vinster.

7. Implikationer

Här tas områden upp som kan vara intressanta för fortsatta studier i relation till uppsatsen.

7.1 Implikationer till företag

Entreprenörer som söker finansiering till sina projekt kan vända sig till ett antal olika finansieringsformer. När man söker finansiering finns det olika aspekter man tittar på. Vi anser att venture capitalbolagen kan tillföra mycket kompetens via sitt stora nätverk, detta är något man som entreprenör bör ha i åtanke. Venture capitalbolagen har under årens lopp byggt upp en stor erfarenhetsbank och kan vara en bra uppbackning till en entreprenör som är relativt oerfaren i att sköta ett företag. Vi har i vår studie visat att venture capitalbolagens mål är att det ska bli en bra affär både för entreprenören och för venture capitalbolaget.

7.2 Vidare forskningsområden

Vi har haft svårt att finna litteratur som är relaterad till vår problemställning angående hur risk påverkar involveringen från venture capitalbolagen. Därför skulle vidare studier inom detta ämne kunna vara intressant att jämföra med vår uppsats. Detta skulle kunna leda till en bättre generell bild av venture capitalbranschen.

Även att se på problemområdet från portföljbolagets perspektiv skulle ge mer för att få en helhetsbild av hur relationerna mellan venture capitalbolag och portföljbolag ser ut. Hur man minskar sitt risktagande när man släpper in venture capitalbolag.

Om man ser ur portföljbolagets perspektiv hur värderar man då de värdeskapande aktiviteter som involveringen från venture capitalbolagen leder till, och hur stor påverkan får detta vid framtida val av finansieringsformer?

Referenser

Artiklar

Balekdjian, D. & Russo, M. (2006). *Drugmakers: A Dose of Reality*, Business Week. New York: Jun 19, 2006. , Iss. 3989; pg. 98.

Busenitz, L. & Barney, J. (1997). *Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making*. Journal of Business Venturing 12, 9 – 30.

Busch, T. (1994). *Ekonomisk styrning utifrån ett kontraktsteoretiskt perspektiv*, Högskolan i Sör Tröndelag, Vol. 9 nr 5 s. 271-292.

Cable, D. & Shane, S. (1997). *A prisoner's dilemma approach to entrepreneurs-venture capitalist relationship*. Acad. Manage Rev.22 (1), 142-176.

Fiet, J. (1995) *Risk avoidance strategies in venture capital markets*. Journal of Management. Vol. 32, Iss. 4, P. 551.

Fried, V. & Hisrich, R. (1994). *Toward a model of venture capital investment decision making*. Financial management, Vol. 23, Iss 3.

Fried, V. & Hisrich, R. (1995). *The Venture Capitalists: A Relationship Investor* California Management Review. Vol 37. Issue2. P101.

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

Junkunc, M. (2007). *Managing radical innovation: The importance of specialized knowledge in the biotech revolution*. Journal of business venturing 22 (2007) Issue3.

MacMillan, I., Kulow, D. & Khoylian, R. (1989). *Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance* Journal of business venturing 4 (1989) 27-47.

MacMillan, I., Siegel, R. & Narasimha, S. (1985). *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals*. Journal of business venturing. Winter, P. 119.

Sadtler, S. (1993). *Competing in high velocity markets*. Industrial market management. Iss. 24, P. 255.

Sheperd, D.A., Ettenson, R. & Crouch, A. (2000). *New venture strategy and profitability: A venture capitalist's assessment*. Journal of business venturing. Iss. 15, P. 449.

Tyejee, T. & Bruno, A. (1984). *A model of venture capitalist investment activity*. Management science Iss. 30, P. 1051.

West, R. (2000) *Competing for capital*. Telephony Vol. 238, Iss 9, P 78.

Williams, D., Duncan, J., & Ginter, P. (2006). *Structuring deals and governance after the ipo: Entrepreneurs and venture capitalists in high tech start-ups*. Business horizons (2006) 49, P 303-311.

Yoshikawa, T., Phan, P. & Linton, J. (2004). *The relationship between governance structure and risk management approaches in Japanese venture capital firms*. Journal of business venturing 19 (2004), P 831-849.

Böcker

Aaker, D.A.(2001) *Marketing Research*, Hoboken, Wiley, cop.

Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994) *Tolkning och reflektion* Lund, Studentlitteratur.

Arnold, G. (2002). *Corporate financial management*. Pearson Education Limited.

Berglund, T. (1998). *Assymetric information, moral hazard and the home bias of international portfolios investments*. Svenska handelshögskolan. Helsingfors.

Bygrave, W. Hay, M. & Peeters, J. (1999) *The venture capital handbook*. Pearson Education Limited.

Christensen, L., Andersson N., Carlsson C. & Haglund L. (2002) *Marknadsundersökning – en handbok*, Lund, Student litteratur 2: a upplagan.

Coveney, P. & Moore, K. (1998). *Business Angels – Securing Start Up Finance*. John Wiley & Sons Ltd, England.

Ejvegård, R. (1996) *Vetenskaplig metod*, Lund, Studentlitteratur.

Halvorsen, K. (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*, Lund, Studentlitteratur.

Holme I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, Lund, Studentlitteratur.

Ingvarson, J. & Roos, A. (2003). *Risikanalytisk metodbeskrivning för beställare- utförare-granskare*. Brandförsvarsförningens Service AB.

Jacobsen, D. I. (2002). *Vad, hur och varför*. Studentlitteratur Lund.

Johansson Lindfors, M-B. (1993) *Att utveckla kunskap-om metodologiska och andra vägval vid samhällsvetenskaplig kunskapsbildning*, Lund, Studentlitteratur.

Kinncar T. & Taylor J. (1996) *Marketing Research: An Applied Approach*, New York, Mc Graw Hill.

Kvale, S. (1997). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Studentlitteratur Lund.

Landell, E. & Hörnlund, A. (1998). *Entreprenörsfonder- Riskkapital till växande småföretag*. NUTEK, Sveriges industriförb.

Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1999) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Lund, Studentlitteratur.

Macheridis, N. (2005). *Projektaspekter- Kunskapsområden för ledning och styrning av projekt*. Lund: Studentlitteratur.

Nielsen, T. (1994). *Riskkapitalboken*. Alingsås: MILLHILL FÖRLAG.

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

Patel, R. & Davidson, B. (1991) *Forskningsmetodikens grunder – att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund, Studentlitteratur.

Starrin, B. & Svensson P-G. (1994) *Kvalitativ metod och vetenskapsteori*, Lund, Studentlitteratur.

Svensson, L. Jakobsson, E. & Åberg, C. (2001) *Utvecklingskraften i nätverk*. Santérus förlag, Stockholm.

Thurén, T. (1999) *Vetenskapsteori för nybörjare*. Stockholm, Liber.

Internet

Carlbom, T. (2006-12-14) Ekonominyheterna.se,
<http://ekonominyheterna.se/nyheter/2006/12/14/inget-kapital-till-nya-for/index.xml>.

Gabrielsson, J. (2005) SVCA, Venture capital och styrelsen.
<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=26740>.

Innovationskapital www.innkap.se.

Isaksson (2000). *Venture capital – Begrepp och Definitioner*.
<http://www.fek.umu.se/~ai/>.

Johnreden, A.-C. & Tydén, H. (2005), AMS *Utvecklingen av bioteknikbranschen i Sverige*.
<http://www.stockholmbioregion.se/upload/AMS%20Bioteknik.pdf>.

SVCA. <http://www.svca.se>.

Teknoseed. AB <http://www.teknoseed.se>.

Sjätte Ap-fonden. <http://www.apfond6.se/Page.aspx?id=108>.

U.S securities and exchange comission. <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>.

EkoLex. <http://svena.com/ekolex/ekoindex.html>.

Intervjuer

Johan Rask, Investment Manager på Innovationskapital, Göteborg 2007-04-12.

Marcus Skärbäck, Investment Manager på Teknoseed, Helsingborg 2007-04-12.

Bilaga 1 Ordlista

Huvuddelen av ordlistan är hämtad från sjätte AP-fondens hemsida.

* = U.S securities and exchange comission.

** = EkoLex.

Buyout

Investering som avser utköp av en verksamhet från ett företag eller en ägargrupp.

Exit **

(eng.=utgång) när en riskkapitalist säljer sin andel, aktier, i ett bolag. Han eller hon säljer då aktierna antingen över börsen eller vidare till ett annat företag. I det senare fallet kallas försäljningen industriell.

Expansionsfas

Se Tillväxtfas.

IPO *

Initial public offering, första emissionen av aktier till allmänheten.*

Mogen fas

Ett företag sägs vara i en mogen fas när det har passerat sin första tillväxtperiod och har börjat stabiliseras och konsolideras.

Private equity

Investering i onoterade företags egna kapital med aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang.

Riskpremie

Den kompensation som en placerare kräver av en placering i till exempel aktier istället för att placera i en riskfri tillgång.

Såddfas

En verksamhet i såddfasen är i en mycket tidig fas där en uppfinnare eller entreprenör utvärderar eller provar ett koncept eller en idé för att utveckla en produkt innan företaget har etablerats eller där ett forskningsprojekt bedöms ha en kommersiell potential.

Tillväxtfas

Den fas för ett företag då det finns produkt och kunder, där tillverkning/försäljning ökar stadigt men där företaget inte har börjat visa vinster.

Uppstartsfas

Ett nyetablerat företag där produkten inte är kommersiellt testad sägs vara i uppstartsfasen. Företaget står inför att kommersiellt bevisa produkten samt att aktivt börja satsa på marknadsföring.

Bilaga 2 Intervjuguide

Venture capitalbolaget

Frågor rörande venture capitalbolaget för att få en inblick i dess verksamhet.

1. Hur många företag är ni involverade i och vad gör de företagen?
2. Hur mycket kapital har ni att förvalta?

Involvering

Frågor rörande venture capitalbolagets involvering i portföljbolagen.

1. Hur länge är ni ägare av portföljbolagen?
2. Hur stort är ert ägarskap i portföljbolagen?
3. Vad tillför ni företaget förutom kapital?
 - kontaktnät
 - planering
 - kunskap
4. Vilka förändringar gör ni i de företagen ni investerar i?
5. Hur nära kontakt har ni med ledningen i portföljbolagen?
 - ungefär hur lång tid läger ni ner i kontakter med bolagen varje månad?
6. Hur påverkar ni valet av ledning och VD?
7. På vilket sätt påverkar ni organisationsuppbyggnaden i portföljbolagen?
8. Hur påverkar ni uppbyggnaden av strategier och mål inom portföljbolagen?
9. Vilken typ av uppföljning har ni på portföljbolagen?
 - Tittar ni på nyckeltal etcetera.

Risk

Frågor rörande hur venture capitalbolaget hanterar risk.

1. Hur bedömer ni riskerna i portföljbolaget?
 - Entreprenören
 - Projekten
 - Affärsrisk
 - Incitament
 - Human kapitalrisk
 - Politisk
 - Utifrån ett tidsperspektiv
2. Vad gör ni för att motverka riskerna?
3. Hur påverkar riskerna val av styrelse och VD?
4. Vad ser ni för problem med moral hazard i portföljbolagen?