

Södertörns högskola VT 2005
Magisteruppsats i Företagsekonomi
Handledare: **Curt scheutz**

Venture Capital

- En studie om Venture Capitalbolag och dess Exitbeslut

Författare: Abraham Tesfai
Fitsum Mehari

ABSTRACT

Through a case study of venture capital firms, the purpose of this essay is to examine and analyse the motives that lay behind the different alternatives of exit strategies.

The essay is based on a case study whereby qualitative data has been acquired through interviews with venture capital firms.

Theories that have been utilised as instruments of analysis are: Venture capital investment decision, investment phases, exit strategies, conflicts concerning exits.

The conclusion of the study is that, the main factors which affect the option of exit decisions are the economic factors in the firms that have been studied. Further showed the study that trade sale is the common route of exit in the firms. The study also reveals the criteria's that must be fulfilled in order to make successful exits are; to chose the right firm during investment, have a good market position , to have quality management, to establish good contact net, to play active role in the firm by having board of directors in portfolio firm & build good public relations .

SAMMANFATTNING

En Venture Capital satsning innebär att en investerare satsar pengar i ett företag för att efter en tid kunna sälja sina andelar. Venture capital-bolagen specialiserar sig på att gå in med aktivt affärsstöd (riskkapital och kompetens) till företag med utvecklingspotential oftast med ett tidsbegränsat engagemang. Investeraren har redan vid begynnelse av investering en målsättning att lämna och sälja sitt innehav, vilket benämns exit. Med exit menas det sätt på vilket ledning och investerare kan likvidera den värdetillväxt som uppkommit.

Uppsatsens syfte är att undersöka och beskriva de drivkrafterna som ligger bakom olika former av exitstrategier. För att uppnå uppsatsens syften gjorde vi fallstudie med hjälp av kvalitativ undersökningsmetod.

De teorier som tillämpades i uppsatsen var till att börja med de första viktiga stegen mot exiten nämligen investeringsbeslutet. För att genomföra dessa, venture capitalbolagen måste gå igenom olika urvalsprocesser. Vidare tillämpades följande teorier: investeringsfaser, exitstrategier, exitmöjligheter och konflikt över exiten.

De slutsatser som dras av undersökningen är: De främsta faktorer som påverkar eller dominerar valet av exitbeslut bland de undersökta bolagen är de ekonomiska faktorer. I undersökningen visat sig också den vanligaste exit alternativet för venture capitalbolagen är industriell försäljning . Vidare visat sig i undersökningen för kunna skapa exitmöjligheter det är viktigt att uppfylla några kriterier som marknaden kräver. Kriterierna kan vara: att välja ”rätt” bolag vid investerings tillfälle, välja ”rätt” bolag med bra affärsidé”, rätt” företagsledning, etablera bra kontaktnät, synas i ”rätt”sammanhang, att hitta ”rätt” positioner på marknaden, ha aktiv äganderoll genom till exempel att ha representanter i styrelse i portoföljebolagen.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	6
1.1 Bakgrund.....	6
1.2 Problemformulering och frågeställningar	7
1.3 Syfte	8
1.4 Avgränsning	8
1.5 Definitioner och begrepp	8
1.5 Uppsatsens Disposition	9
2. TEORI	10
2.1 Investeringsbeslut och urvalsprocess	10
2.2 Investeringsfaser.....	11
2.2.1 <i>Start- up finance</i> - (first round).....	11
2.2.2 <i>Fledgling finance</i> – (second/third Round).....	11
2.2.3 Establishment finance – (Fourth Round)	12
2.3 Exitmöjligheter	12
2.4 Exitstrategier	15
2.5 Faktorer som påverkar exitbeslutet	18
Ekonomiska faktorer	19
<i>Psykologiska och institutionella faktorer</i>	19
<i>Juridiska Faktorer</i>	19
2.6 Konflikt över exit.....	19
3. METOD	22
3.1 Undersökningsform.....	22
3.2 Vetenskapligt förhållningssätt	22
3.3 Angreppssätt	22
3.4 Undersökningsmetod	23
3.5 Datainsamlingsmetod.....	23
3.5.1 Litteraturstudie	23
3.5.2 Intervjuer	24
3.6 Val av respondenter.....	24

3.7 Reliabilitet och validitet	25
4. EMPIRI	26
4.1 Presentation av Småföretaginvest AB	26
4.1.1 Intervju resultat	26
4.2 Presentation av investment Spiltan AB	31
4.2.1 Intervju resultat	32
4.3 Presentation av Procuritas Partners KB.....	35
4.3.1 Intervju resultat	35
4.4 Presentation av AB Segulah	41
4.4.1 Interview resultat.....	41
5. ANALYS OCH RESULTAT	50
5.1 Investeringsbeslut och urvalsprocess	50
5.2 Investeringsfaser.....	51
5.3 Exitstrategier	51
5.4 Exitmöjligheter	52
5.5 Hur skapar man exitmöjligheter?	54
5.6 Faktorer som påverkar exitbeslutet	54
5.7 Konflikter över exiten	55
6. SLUTSATS.....	56
7. DISKUSSION	58
7.1 Kritisk Granskning	58
7.2 Vidare Forskning.....	58
KÄLLFÖRTECKNING.....	59

1. INLEDNING

1.1 Bakgrund

Venture Capitalföretag är företag specialiserade på att utveckla små tillväxtföretag genom att gå in som aktiva minoritetsägare. Av detta följer att när ”uppdraget” är slutfört skall investeringen realiseras (venture capitalbolagets exit) för att frigöra kapital till nya projekt. (Isaksson A, 1997).

Venture Capitalföretag bör planera för exiten vid investerings början (D. Gordon Smith 2001). Med exit menar man det sätt på vilket ledning och investerare kan likvidera den värdetillväxt som uppkommit. Man bör redan vid upprättandet av aktieägaravtalet lägga upp principerna för detta (Johan Ogden 1989 sid. 84).

I princip är portföljföretag i en private Equity fond (t ex buyout fond) alltid till salu. Därför gäller det att se till att få det stöd och de hjälpmedel som behövs i samband med en exit. Om private equity¹ nu handlar om exits – hur måste man då agera för att genomföra dem på ett framgångsrikt sätt? Man måste först och främst säkerställa att den egna produkten håller måttet, dvs. att företaget i fråga lever upp till de grundkrav som idag ställs på ett bra företag. Så som bra track record vad gäller lönsamhet, starkt kassaflöde, bra hantering av personalfrågor och tydliga strategiska planer vad gäller företagets framtida tillväxt och utveckling. (Tuomo Raasio, 2005).

Under de senaste åren har det kanske heller inte varit optimalt att göra exits, men desto mer lämpligt att diskutera hur de bör genomföras på bästa sätt. På den gamla goda tiden exits var en till synes enkel match, där rätt investmentbank bjöds in för att arrangera en (Initial public offering) IPO eller för att sälja företaget till den som gav det bästa budet. Dagens marknad är mycket mer komplex och sofistikerad.

Firman måste ha bred kunskap om den aktuella branschen och marknaden. Venture Capitalföretaget ska ha en klar uppfattning om vad portföljföretaget ska åstadkomma för att värderas högt. Därefter gäller det att fokusera på att portföljföretaget lever upp till kraven och förväntningarna och utvecklas i linje med de mål som satts upp. Venture capitalbolaget

¹ Se definitionen i avsnitt 1.5

måste dessutom vara beredda att ompröva företagens strategier om förutsättningarna på marknaden ändras.

I dagsläget verkar aktiviteten bland de industriella köparna öka samtidigt som möjligheterna att göra börsintroduktioner har förbättrats. Fortfarande måste Venture Capitalbolaget dock aktivt söka efter möjligheter till refinansiering och till investeringar i portföljerna hos andra aktörer. Denna utveckling kan mycket väl vara uppenbar för många professionella aktörer inom private equity, särskild bland dem som deltagit i eller genomfört många exits. Men när marknaden förändras måste även förberedelsearbetet inför en exit ändras. Istället för att tillhandahålla svar måste man ibland också kunna väcka frågor. Identifieras och revideras de värdeskapande drivkrafterna i portföljbolaget varje år? Finns det en uppdaterad plan för exits i samtliga portföljbolag? Finns det ett färdigt beslutsunderlag kring investeringen – ett underlag som kan presenteras för marknaden och/eller industriella köpare?

(Tuomo Raasio, 2005).

1.2 Problemformulering och frågeställningar

Venture Capitalbolagen är osäkra om vilken exitväg de ska genomföra.

De flesta venture Capitalists väljer en av dessa fem exitvägar; (1) Marknadsnotering (IPO), (2) Försäljning av hela företaget (trade sale), (3) andrahandsförsäljning (secondary sale). (4) Återköp av ursprunglig ägare (5) Försäljning till företagsledning (t ex management buy out, MBO). (D.Gordon Smith, 2000). Venture capitalbolagets främsta roll i denna process är att leda företag fram till en position där de vuxit sig så pass starka att de blir attraktiva för andra investerare, vilket naturligtvis även innebär att venture capitalföretaget erhåller en god avkastning på sitt satsade kapital.

Marknadsplatser förenklar Venture Capitalföretagens exit. Ökade exitmöjligheter för Venture Capitalföretagen kan innebära att fler investerare satsar på denna typ av affärsidé. Ett ökat utbud av riskkapital kan i sin tur leda till att fler tillväxtföretag hittar en lämplig finansiär. En ”god tillväxtcirkel” har därmed startat (Isaksson A., 1997).

Men för att förstå hur dessa marknadsplatser skall fungera för att vara attraktiva för såväl entreprenörer som finansiärer vill vi undersöka och beskriva

- ◆ *Vilka faktorer påverkar exitbeslutet för venture Capitalbolag?*
- ◆ *Hur venture Capitalföretagare skapar exitmöjligheter?*
- ◆ *Hur Venture Capitalbolagen upplever de olika exitmöjligheter?*

1.3 Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka och beskriva de drivkrafterna som ligger bakom olika former av exitstrategier.

1.4 Avgränsning

I huvuddelen av studien som behandlar Venture Capitalföretagens exitvägen dock berör vi också de olika faser som portföljbolagen genomgår i sin livscykel. Anledningen till att vi valde att undersöka exitenvägen berott i stor sätt på att den utmaning som vi kände på oss att skilja från de flesta vetenskapliga forskningarna. De flesta forskningarna behandlar i synnerhet venture capitaföretagens utvärderingsmetoder.

Dessutom uppsatsen behandlar bara venture Capital företagen som är medlemmar i Svenska Riskkapitalföreningen.

1.5 Definitioner och begrepp

1.5.1 Venture Capital är investeringar i företag som inte är noterade på en publik lista. Med publik marknad menas här börs eller annan marknadsplats. Venture Capital ger investerare möjlighet att bli delägare i portoföjlj företaget. Förutom investering i form av kapital går investeraren även in med kompetens i alla sina investeringar. De tar en aktiv ägarroll i portoföjlj företagen t ex genom representation i företagets styrelse och ledningsgrupp. Venture Capitalföretaget har redan vid det besluts datum då de bestämmer sig för att investera i portoföjlj företaget, satt en preliminär tidpunkt för när de ska avyttra sin andel av portoföjlj företaget vilket kallas för exit. Investeringsperioden ligger oftast mellan fem till sju år.

1.5.2 Private Equity är, liksom venture Capital, riskkapitalinvesteringar i företag som ej är marknadsnoterade. Skillnaden ligger i att private Equity vanligtvis är investeringar i senare skeden i portoföjlj företagens livscykel. De aktuella faserna är turnaround och management buy out (MBO) och inte nödvändigtvis innebär ett lika aktivt ägarengagemang i det investerade företaget. Skillnaden mellan venture Capital och Private Equity är att investerare har två möjligheter. De går in med kapital och kompetens, eller endast med kapital. Private Equity är indelad i sin tur i två delar, den första halvan är Venture Capital och den andra halvan skerinvesteringar endast i senare faserna av portoföjlj företagens livscykel, de går in med både kapital och kompetens, men de kan också bestämma sig för att inte göra det.

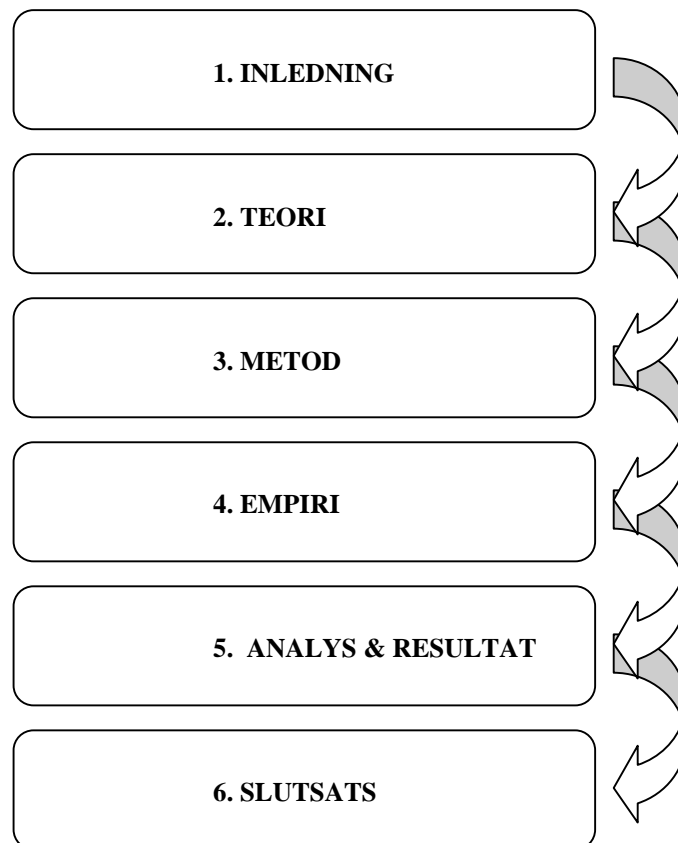
1.5.3 Riskkapital - begreppet riskkapital används ofta som synonym till venture Capital, vilket inte är helt korrekt. En venture-capitalinvestering är en form av en riskkapitalinvestering. Alla riskkapitalinvesteringar är dock inte venture Capital.

Riskkapitalet omfattar företagets egnakapital samt mellankapitalet. Att eget kapital även kallas för riskkapital beror på den genuinarisk som företagsägare tar i förhållande till övriga finansiärer (långgivare) av företaget.

1.5.4 Portföljbolagen: är de företag som erhåller finansiering och kompetens från Venture Capitalföretaget det vill säga de företag som Venture Capitalföretagen investerar i.

Exit: Det sättet på vilket ledning och investerare kan likvidera den värdetillväxt som uppkommit.

1.5 Uppsatsens Disposition



Figur1. källa: egna

2. TEORI

2.1 *Investeringsbeslut och urvalsprocess*

Många faktorer påverkar exitstrategin och att förutsäga framtiden är närmast omöjligt. Att forma och genomföra exitstrategi är därför viktigt och investeringsbeslutet är det första steget mot exit.(Bygrave & Timmons, 1992)

Att forma och genomföra dessa investeringsbeslutet är det viktigt att välja rätt portföljbolag från många olika investeringsalternativ. Tyebjee och Bruno beskriver (1984) i en rapport urvalsprocessen i fem steg. De fem stegen är följande: (1) Identifiering av prospekt, (2) Sällning, (3) Utvärdering, (4) Affärsstruktur, (5) Uppföljning av investering

2.1.1 Identifiering av prospekt (Deal Origination): Utav mängder av prospekt ska venture-capitalinvesteraren här identifiera företag med möjlig tillväxtpotential.

2.1.2 Sällning (Screening). Här sällas och utvärderas prospektet. Venture-capitalföretag har ofta få anställda och därav måste ett stort antal av de potentiella prospekten sällas bort. Venture – capitalföretagen tenderar att avgränsa sig till prospekt i särskilda branscher där företagen har mest kunskap.

2.1.3 Utvärdering (Evaluation): Prospekten har i regel väldigt kort historisk data om ens någon alls. Venture-capital investeraren måste lita på den affärsplan som presenteras av prospektets ledning. Risk och avkastning vägs till viss del mot varandra även om beslutet i hur vidare investering ska göras i prospektet i huvudsak ligger i prospektets karaktäristiska drag.

2.1.4 Affärsstruktur(Structuring): När venture-capitalinvesteraren slutligen accepterat ett prospekt måste en gemensam överenskommelse göras mellan investeraren och entreprenören. Överenskommelsen behandlar priset på affären och vad entreprenören måste ge upp i form av t.ex. kapital i företaget, begränsat ägarstyrande och kontroll över företaget för att erhålla venture Capital. Genom en teknik känd som ”earn out arrangement” bestäms entreprenörens del av kapitalet beroende på hur väl investeringen lyckas leva upp till den uppskatta målen.

2.1.5 Uppföljning av investering (Post investment Activity). När investeringen väl är gjord ökar venture-capitalföretagets roll från att vara investerare till att vara samarbetspartner. Den

nya rollen kan speglas av representation i styrelsen eller genom informella influenser vad det gäller leverantörer och kreditgivare. Venture- capitlföretaget räknar med att ta ut en eventuell vinst genom ett exit, vanligtvis efter fem till tio år från investeringstillfället.

Hela processen tar vanligtvis mellan fem till tio och de två sista steget sker inom mellan tre till fem år. Uppsatsen kommer att fokusera på den sista punkten, det vill säga uppföljning av investering (*Post investment Activity*).

2.2 Investeringsfaser

Venture Capital – investeringar förekommer vid olika tidpunkter under ett företags marknads etablering. En övergripande inledning kan ske i tre stadier

2.2.1 Start- up finance - (first round)

Uppstartningsfinansiering, finansiering till företag för produktutveckling eller inledande marknadsföring. Företaget har precis startat eller bara varit i gång ett kort tag. Produkten har Vanligen inte blivit testad kommersiellt. Hit kan också föras det som i amerikansk litteratur kallas first-stage financing: Finansiering till företag som har förbrukat sitt ursprungskapital och behöver ytterligare kapital för att sätta igång med kommersiell tillverkning och försäljning (Carlstoft, O. 1997, sid. 4)

För att utveckla affärsplanen och etablera ett företag, med syfte att producera en produkt eller tillhandhålla en tjänst, krävs en investering på upp till cirka 10 miljoner kronor. Därför väljer venture capitalisterna ofta att dela på investering av denna typ – så kallade syndikerade investeringar. Dock finns en aktör som är klar huvudinvestorare – en *”lead investor”*. Uppskattningsvis befinner sig företaget i denna fas under ett år (Ibid).

2.2.2 Fledgling finance – (second/third Round)

Företaget har nu en produkt eller tjänst på marknaden men saknar fortfarande varumärkes igenkänning och en försäljningsorganisation. I många fall krävs även kapital för att finansiera utvecklingen av ett stabilare produktionssystem. Fledgling – stadiet kan ta flera år att komma igenom, och kräva flera investeringsomgångar på upp till cirka 100 miljoner kronor.

Företagen som når detta stadium har redan genomgått en viss marknadsacceptans och representerar därför en lägre risk. Entreprenören måste dock fortfarande förlita sig på venture capital. Dels därför att traditionella finansinstitut ännu inte är tillgängliga på grund av den

höga marknadsrisken och avsaknad av tillgångar, soliditet och kassaflöde inom företaget, dels därför att entreprenören fortfarande behöver stöd från venture capitalisten i form av rådgivningen och marknadskontakter. Även i denna fas är det vanligt att venture capitalisterna delar på investeringarna (Carlstoft, O. 1997, sid. 5).

2.2.3 Establishment finance – (Fourth Round)

Under detta stadium når företaget en klar marknadsetablering inom sin specifika nisch. Detta kan antingen ske i slutet av *fledgling finance* – perioden, då företaget vänder sig till ett relativt smalt marknadssegment, eller som en separat fas då företaget närmar sig en massmarknad. I det senare fallet är avsikten med finansieringen att expandera företagets produktions och distributionskapacitet till sådan omfattning att man uppnår stordriftsfördelar. Kapitalet används vanligen till utbyggnationer, marknadsföring, rörelsekapital eller produktförbättringar (Ibid.).

2.3 Exitmöjligheter

Venture Capital -verksamhet går ut på att para goda affärsidéer med bra företagsledning och riskkapital samt att på denna grund bygga livskraftiga tillväxtföretag som efter uppbyggnadsfasen kan utvecklas i ny ägarmiljö. Siktet är alltifrån början inställt på exit. Resenären - venture Capital -företaget löser med andra ord returbiljetten redan vid avresan. (Sture Lundén, 1999).

Innan en venture capitalist investerar han planerar för exit. Exit serverar två viktiga funktioner (D.Gordon Smith, 2000).

1. Tillåter venture Capitalist att regenerera ickefinansiella bidrag från de lyckade firmor till de företag som befinner sig i tidigt stadier
2. Den tillåter fond investerarna att värdera kvalitet av deras venture Capitalists och om det är viktigt omlokalisera fonder från venture Capital till andra investeringar eller från mindre lyckad venture Capitalists till mer lyckade venture Capitalists(ibid.).

Vid finansiering med externt riskkapital (ej lånefinansiering) påverkas kostnaden också av möjligheterna för investerare att dra sig ur sin investering. Även om det nu har börjat växa fram fler marknadsplatserna där man kan köpa och sälja aktier (och andra finansieringsinstrument) kopplade till mindre företag så är handeln ganska liten. Detta innebär

att aktierna mm i mindre företag inte utgör likvida tillgångar på samma sätt som aktier i företag noterade i Stockholms fondbörs. Det kan i praktiken visa sig svårt, t o m omöjligt i vissa fall, att dra sig ur en investering i ett mindre företag. Detta *likviditetsproblem* ger upphov till samma konsekvenser som informations och riskspridningsproblem – utbudet av kapital minskar vilket gör att priset (avkastningskraven) stiger. (Industriförbundet och NUTEK, 1998. sid. 26).

Nedan följer några exempel på hur man som Venture Capital -företagare skapar exitmöjligheter.

2.3.1 Aktieägaravtal

När en attraktiv möjlighet dyker upp att investera i ett ungt företag är det frestande att rusa åstad och snabbt sätta pengar i företaget. Det är ju ofta så förtvivlat bråttom på grund av yttre omständigheter, t ex genom att ett företag har behov att finansiera köp av maskinutrustning för en viktig order eller att förvärva licensrättigheter i konkurrens med annan eller att agera snabbt för att anställa en nyckelperson etc. (Sture Lundén, 1999).

Det är då viktigt att hålla sig kall och - innan en enda krona betalas ut - med företagets grundare och ledning diskutera igenom den långsiktiga visionen och målet för företagets verksamhet samt skriva in detta i ett aktieägaravtal. Exempel på sådana formuleringar är att företaget inom 3-5 år skall ha penetrerat sina huvudmarknader, ha en omsättning på 200 Mkr, ha en ledande marknadsposition, ha en vinstmarginal på 15 % etc. Bolaget måste bestämma hur de ska kommunicera med deras partner när det är dags att dra ur. Det är också viktigt att regler utformas för överlåtelse av aktier till nya intressenter - t.ex. förköpsrätt, skyldighet att sälja vid bud på företaget över viss nivå etc. Även alternativa exitmål bör formuleras. Exempel på sådant mål är att man inom fem år avser att notera företaget på aktiemarknaden eller att sälja det till en industriell köpare. När man har enats om exitmål och andra viktiga avtalspunkter kan man skriva på avtalet och betala första kronan.

Om man däremot inte på detta stadium kan enas om ett liknande konkreta framtida exitmål m.m. bör man avstå från investeringen.(Ibid.)

2.3.2 "Rätt" investeringskriterier vid urval av portföljföretag skapar exit

Redan när man väljer och vrakar bland alla investeringserbjudanden som dyker upp är det viktigt att man gör det med systematik - även om magkänslan också är viktig att gå på. Det är

viktigt att använda ett antal handfasta tumregler eller investeringskriterier i sällningsprocessen. Exempel på sådana kriterier är Företaget skall ha en marknad och tillväxtmöjligheter som gör det attraktivt som framtida förvärvsobjekt

- Man bör innan investering kunna identifiera möjliga framtida ägare/delägare till företaget och gärna ha sådana med i båten från början
- Grundare och företagsledning bör ha en osentimental inställning till sitt ägande, d v s inte älska sitt företag över allt annat
- Grundare, företagsledning och övriga investerare måste kunna ställa upp på att skriva aktieägaravtal enligt ovan.
- På detta sätt skapas en beredskap för framtida anpassning av företagets verksamhet och ägarstruktur.(Ibid.)

2.3.3 Rätt företagsledning

Att ha rätt företagsledning i företaget är viktigt för framgång och för framtida möjligheter att kliva av som investerare.

Många anser att det är viktigare att företaget har en bra företagsledning än att det har en förstklassig affärsidé och produkt/tjänst. Men man kan vända på detta och säga att med en förstklassig affärsidé kan man alltid rekrytera rätt företagsledning. Med detta menas att ett företag måste ha en förstklassig affärsidé som bas för att kunna utvecklas till ett framgångsrikt företag. Sedan gäller det att rekrytera rätt företagsledning för att - i företagets olika utvecklingsfaser - tillvarata de möjligheter som affärsidén skapar.

Detta innebär att det i regel krävs att företagsledningen byts allteftersom företaget utvecklas. Det är mindre troligt att den person som är bra på att etablera ett företag från

start är rätt person att leda företaget när det sedan växer till ett internationellt tillväxtföretag med 50-100 anställda och står inför en börsnotering.

Rätt företagsledning för företagets olika tillväxtfaser skapar bättre utveckling och därmed exitmöjligheter (Ibid.).

2.3.4 Styrelsens sammansättning och arbete

Styrelsen är det organ som inför aktieägarna svarar för bolagets skötsel mellan ordinarie bolagsstämmor. Oavsett bolagets storlek är det av vital betydelse för dess framgång att ha en

kompetent och aktiv styrelse. Ju mer bolaget utvecklas och närmar sig en notering eller annan milstolpe i livscykel, desto viktigare blir det att såväl rent optiskt som reellt ha en proffsig styrelse.

För en ny huvudinvesterare eller för marknaden vid börsnotering blir styrelsesammansättning och ägarstruktur en viktig spegel av företagets tillstånd och utvecklingspotential. Det är därför mycket viktigt att redan på ett tidigt stadium söka efter styrelseledamöter som har den kompetens och den kontaktyta som erfordras i kommande utvecklingsfaser.

Styrelsens arbetssätt är en viktig faktor för att föra ett företag framåt. Även i det lilla företaget med några få anställda är det vitalt att styrelsen inför ett metodiskt arbetssätt.

2.3.5 Växla över stafettpinnen till nya medinvestorerare

Lika viktigt som att identifiera möjliga framtida köpare av företaget är att redan vid den initiala investeringen lista möjliga medinvestorerare som kan gå in i företaget och ta ett framtida ägaransvar.

Det finns i regel investerare i form av större venture - fonder, investmentbolag m fl. som är beredda att gå in i företag av tillväxtkaraktär när risken har minskat jämfört med i startskedet. Sådana investerare har också i regel större kapitalmassa att förvalta, vilket à priori innebär ett krav på att placera större investeringsbelopp per tillfälle.

Ibland kan dessa aktörer ha som mål att uppnå majoritetsägande vilket på ett naturligt sätt bäddar för en stafettväxling

2.3.6 Sikta på börsen redan från start

Har de ägare som förfogar över en majoritet kommit överens om att sikta på börsnotering inom ett visst antal år är det naturligt att så tidigt som möjligt börja leva efter de krav som en börsnotering medför (Ibid.).

2.4 Exitstrategier

Med exit menar man det sätt på vilket ledning och investerare kan likvidera den värdetillväxt som uppkommit. Man bör redan vid upprättandet av aktieägaravtalet lägga upp principerna för detta. En exit sker oftast genom marknadsnotering av bolagets aktier eller en försäljning av bolaget. (Johan Ogden, 1989 sid.84).

En venture Capital satsning innebär att en investerare satsar pengar i ett företag för att efter en tid kunna sälja sina andelar. ”Exit” är alltså det sätt på vilket investeraren går ur sin satsning. De exitmöjligheter som tillämpas brukar vanligen hänföras någon av nedanstående sex kategorier (Isaksson A., 2000).

2.4.1 Marknadsnotering (Initial public offering, IPO) Portföljföretaget noteras på en börs eller annan marknadsplats (t ex SBI-listan). Venture-capitalföretaget säljer dock inte sina aktier direkt i samband med noteringen utan väntar vanligen åtminstone sex till tolv månader med att avyttra sitt innehav i portföljföretaget. Skälet till att venture - capitalföretag inte säljer ut sitt innehav direkt vid en notering är oftast att man har ett s.k. lock up agreement med fondkommissionären (Ibid.).

Många investerare har nog gått in i företag med förhoppningen att det så småningom skall börsnoteras och att aktierna därmed skall öka kraftigt i värde. Det är mycket viktigt att man så tidigt som möjligt börjar förbereda sig detta vägval (Johan Ogden, 1989 sid.72).

2.4.2 Försäljning av hela företaget till en industriell köpare (trade sale): Vid denna exit säljs hela företaget till en tredje part, i utbyte mot kontanter, aktier i det köpande bolaget eller andra tillgångar. Ofta är köparen ett större etablerat företag som har behov av den teknik eller marknad som portföljföretaget har tillgång till (Isaksson Anders, 2000).

Den vanligaste exitvägen är nog att hela bolaget säljs till något större företag, ofta i samma bransch. I samband med detta säljer givetvis även den externe investeraren sina andelar. Om man siktar på denna väg kan det vara lämpligt att man redan på ett tidigt stadium tar in en potentiell köpare som delägare i bolaget via en riktad nyemission (Johan Ogden, 1989 sid.72).

2.4.3 Andrahandsförsäljning (secondary sale): Denna typ av exit innebär att venture capital- företaget säljer sin andel i företaget till en ny finansiär, t ex ett annat venturecapitalföretag (Isaksson Anders, 2000).

2.4.4 Återköp av ursprunglig ägare: Entreprenören eller det bolag som tagit in externa delägare köper tillbaka andelarna. Som framgått tidigare kan det vara lämpligt att inte ge ut aktier om denna väg är den troligaste. Om bolaget emitterar ett konvertibelt förlagslån kan man redan från början avtala om att bolaget på vissa villkor har rätt att köpa tillbaka lånet till en kurs som relateras till verksamhetens utveckling (Johan Ogden, 1989 sid.72).

2.4.5 Försäljning till företagsledning (t ex management buyout, MBO). En MBO är ofta en variant av ett återköp. Det är dock mycket sällan som företagsledningen står som ensam ägare efter affären. Vanligen går en stark finansiär in samtidigt (Isaksson A., 2000).

Buy-outs hämtar nya dimensioner för disponibla exit optioner för venture Capitalföretaget därmed till de mera traditionella löpande aktiemarknaderna eller säljer till tredje part. En del buyouts introduceras fort i börsmarknaden och andra buy outs stannar kvar för åtskilliga perioder.(Mike, W., et al., 2000)

2.4.6 Rekonstruktion, avskrivning, likvidation eller konkurs. Om investeringen misslyckas och ingen av de övriga exitvägarna kan genomföras med bättre resultat återstår ett antal nödlösningar där portföljföretagets konkurs ofta är sista utvägen. De olika alternativen är sinsemellan väldigt olika och skulle därför kunna behandlas separata. Den erfarenhet som venture-capitalföretaget besitter kan dock även utgöra en räddning för portföljföretaget vid t ex en rekonstruktion (Isaksson A., 2000).

Enligt Martha A. Scharys beskrivningar har frivillig likvidation och konkurs har olika ekonomiska konsekvenser. I frivillig likvidation undanröjs oftast kapaciteter from industrin och kreditgivare får betalt fullt, medan konkurs oftast leder till permanent stängning av produktionskapacitet och det blir delvis betalning till kreditgivare (Martha A. Schary (1991).

Vilken exit metod som väljs beror till stor del på hur lyckad investeringen har varit. Framförallt vid traditionella venture capital investeringar där investerarna gått in i ett tidigt skede kan man se nedanstående samband mellan avkastningsnivån och exit-väg.

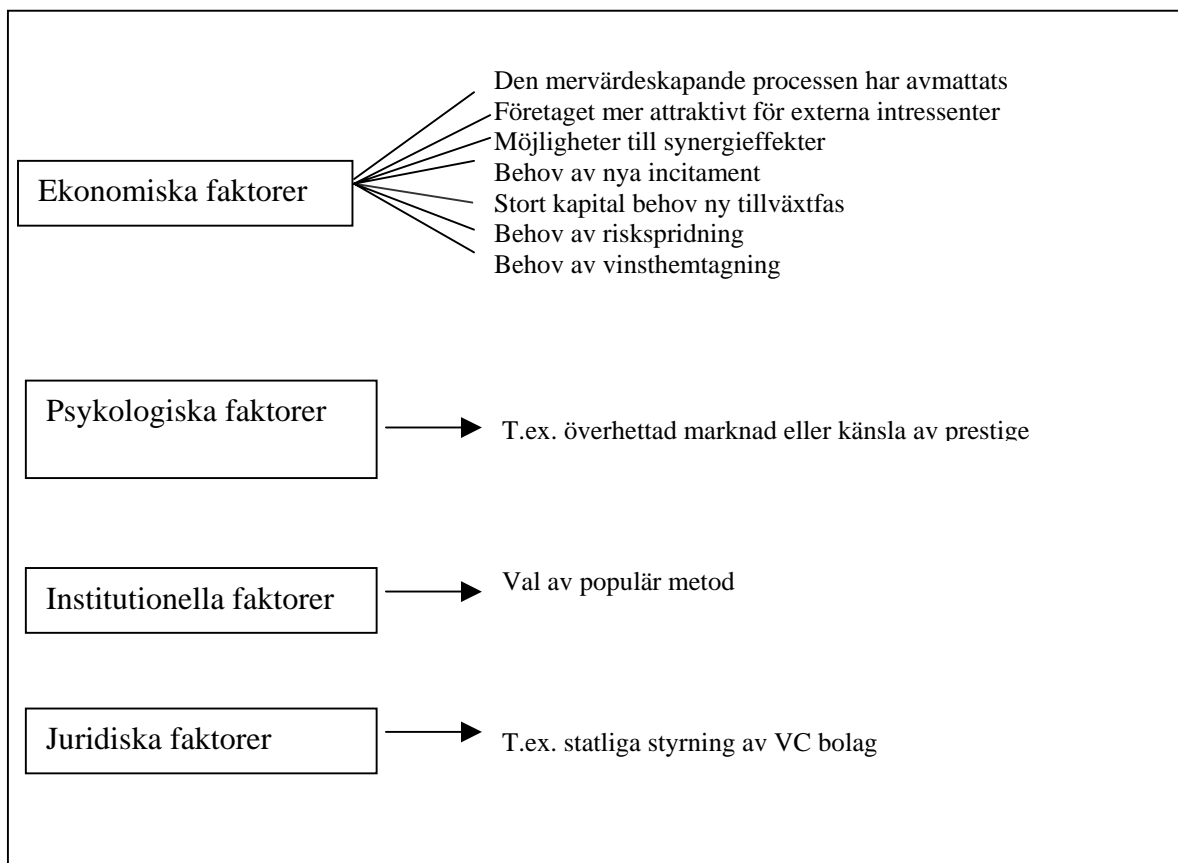
Tabell 1. Samband mellan exit-väg och investeringens totala avkastning

Nivå på avkastning	Exit-väg
Lyckad investering med hög avkastning och tillväxt	Börsnotering Försäljning till industriell köpare
Medelbra eller sämre investering med genomsnittlig eller låg avkastning och tillväxt	Återköp av ursprunglig ägare försäljning till företagsledning
Misslyckad investering	Likvidation Konkurs Rekonstruktion

Källa: Ernst & Young, 1994, riskkapital små och medelstora företag i Nord

2.5 Faktorer som påverkar exitbeslutet

Enligt Isaksson påverkar ett flertal olika faktorer valet av exit. Det kan vara mycket svårt att särskilja vilken faktor som påverkar mest. Varje venture capitalprocess är unik och det är därför svårt att generalisera kring valet av exit. Dessutom är det naturligtvis så att de faktorer som påverkar beslutet att överhuvudtaget genomföra en exit inte behöver vara samma faktorer som påverkar själva valet av exitmetod. Nedanstående figur är i alla fall ett försök att sammanfatta de faktorer som vanligen påverkar exitbeslutet. Modellen har skapats av Isaksson A. m h a från tidigare forskningsresultat (framförallt: Gladstone, 1989; Fried & Hisrich, 1994; Lerner, 1994; Murray, 1994; Macintosh, 1996)



Figur 2 Modell över faktorer som påverkar exitbeslutet (Källa, Isaksson 1997 Exitstrategier – motiv och konsekvenser)

Ekonomiska faktorer

En av de ekonomiska faktorer som påverkar exit tidpunkten är när portfölj företaget nått en fas där riskkapitalbolaget inte kan tillföra mer, dvs. att den *mervärdeskapande processen har avmattats*. Riskkapitalbolaget bidrar inte längre till portfölj företagets utveckling.

Portfölj företaget kan vara i *behov av ny investment* för att bidra med mer kapital. Dessa ekonomiska faktorer kan påverka tidpunkten för vinsthemtagning, dvs. när exit sker (Isaksson, A., 1997).

Om riskkapitalbolaget har lyckats med sitt engagemang i portfölj företaget innebär det att företagets värde har ökat och företaget har blivit mer *attraktivt för externa intressenter* som söker ett komplement till sin verksamhet. En extern intressent kan härmed skapa möjligheter till synergieffekter. En annan ekonomisk faktor som påverkar exitbeslutet är om portofölj företaget är riskfylld projekt och riskkapitalbolaget är i *behov av att sprida sin risk*. Då kan det vara lämpligt att göra exit ur portfölj företaget (Ibid).

Psykologiska och institutionella faktorer

Det finns även psykologiska faktorer som påverkar exitbeslutet. De kan till exempel bero på en överhettad marknad eller *känsla av prestige*. En överhettad marknad kan göra att exitbeslutet påskyndas då riskkapitalbolaget vill öka sin avkastning genom att göra exit när värdena ligger högt. Exitbeslutet kan även påverkas då det i Sverige idag är prestige att börsnotera portfölj företag och många riskkapitalbolag väljer därefter denna exit. Det är även en *trend* inom riskkapitalbranschen i Sverige idag att börsnotera portfölj företag (Ibid.).

Juridiska Faktorer

Juridiska faktorer omfattas av civilrätt, allmänrätt, effektivitet av juridiska systemet, korruption, expropriations risk, risk för kontrakt förskjutning, aktieägarnas rättigheter, tillämpning av lagen. Med andra ord juridiska faktorer omfattas alla lagar och regler som påverkar investering.

2.6 Konflikt över exit

D.Gordon Smith, 2000 påstår att venture Capitalists och entreprenörer strävar efter att realisera olika exitstrategier. Venture Capitalister skulle dra sig ur från sina investeringar om värdet projektmarginal hade ökat och/eller när dess insats överträffat projektets kostnad av

insatsen. Å andra sidan, entreprenörerna vill dra nytta av att driva företaget själva, den här fördelen inkluderar friheten och säkerheten som ibland associeras med privatägda bolag. Venture Capitalist förutsätter ha kontroll över tajming och möjlighet för exit i relationens början, även om entreprenören förtjänar att kontrollera bolaget. Entreprenörerna kan inte bestämma hur de vill i det ögonblick de söker finansiell hjälp av venture capitalist. Venture capitalist förser påtryckningar att skydda sig mot risker som presteras av entreprenörens inkompetens att driva företaget eller möjligen för att entreprenörer prioriterar de privata fördelarna över företagets.

Venture Capitalist utövar sin kontroll över exitbeslut på en av följande två vägar: Antigen genom styrelsekontroll över portofölbolaget eller genom att erhålla specifika avtalsrättigheter när det gäller exit. Angående konflikt kan både venture capitalist och entreprenörer kan skilja sig i två situationer;

- (1) Entreprenören må önska sig att föra särskilt exitstrategier (eller ingen exit) för att kontra venture capitalist, eller
- (2) Venture capitalist må önska sig att föra speciell exitstrategier för att kontra entreprenören.

Om beslutet vilar på entreprenörens hand, förmågan att skada venture capitalföretaget är ansevärt. I detta extrema läge kan entreprenören kunna helt enkelt fortsätta status quo, för att beröva venture capitalist möjlighet för exit och hindrar venture capitalist att investera vidare och konsekvensen för venture capitalist kan vara förödande att försätta i sitt yrke. I mindre extrema fall, må entreprenören må förflytta sig eller fördröja tidsperioden att börsnotera bolaget så länge som möjligt och detta kan leda till reducerad avkastning för venture capitalist.

Om venture capitalist har auktoritet för att göra exitbeslut är den mest dramatiska risken för entreprenören är att venture Capitalist skall försöka dra ur sitt kapital genom att hota med exitstrategier vilket är till nackdel för entreprenören, och den mindre dramatiska risken är att venture capitalist kan ägna sig åt ”grandstanding”, som reducerar finansiella värdet på transaktionen till alla berörda parter, men den kan resultera till fördel för venture capitalist (D.Gordon Smith, 2000).

Exit kan också vara fientlig när den är redan väl påverka firman finansierad av venture Capitalist.

En mindre skrupulös investerare kan uppmanas av portoföljföretaget att puffa för att initiera en handling att firman ska börsnotera även om detta riskerar firmans långsiktiga hälsa, t ex att öka profit genom att skära ner viktiga FOU. Dessutom utnyttjar många private- equity investerare sin inre kunskap för att upplösa deras aktier. Medan detta kan vara i bästa intresse för limited och general partners av fondkapital, kan det vara skadlig för firman och dess aktieägare (Paul A. Gompers and Lerner, J., 1999 sid. 206).

3. Metod

I detta kapitel beskrivs de metod val som gjorts i denna uppsats. Kapitlet inleds med undersökningsform, vetenskapligt förhållningssätt, angreppssätt och undersökningsmetod. Vidare redogörs för uppsatsen datainsamlingsmetod och kapitlet avslutas med metodutvärdering.

3.1 Undersökningsform

Utifrån vårt syfte anser vi att en fallstudie är lämpligaste sättet att kartlägga hur venture Capital företagare skapar exitmöjligheter.

Den som utmärker en fallstudie är att den inriktar sig mot en viss undersökningsenhet som man gör en djupare studie av, för att bättre förstå de olika faktorerna som leder fram till ett visst resultat. (Denscombe M, (2000), s. 41)

3.2 Vetenskapligt förhållningssätt

Det finns olika ansatser som en teori kan tas fram på, två av dessa är induktiv respektive deduktiv. Induktiv ansats innebär att man följer upptäckandets väg. Man samlar in empiriska fakta som man sen drar egna slutsatser från, ofta därför att man vill nå nya kunskaper.

Deduktiv ansats innebär att man följer bevisandets väg.

Denna undersökning utgår från den deduktiva ansatsen som kännetecknas av att forskningsobjektet studeras utifrån befintliga teorier och bestämmer tillvägagångssättet för genomförandet av undersökningen.

3.3 Angreppssätt

När vi började med vår studie försökte vi inte lyda av någon teori, vi var mer eller mindre teorineutrala. Vi kom i kontakt med de teorier som vi har använt oss av i de forskningsrapporter som berör det område vi studerade. Vår ambition var att studera venture capitalföretaget för att kunna beskriva hur de upplever exitbeslut.

Vi utgick från teorier om venture Capitalföretagets exitstrategier, exitmöjligheter, faktorer som påverkar exit och beträffande konflikter över exit. Genom att koppla samman tidigare forskningsresultat och de empiriska undersökningar om venture Capitalföretag som genomförts, gav det oss bra vägledningar för att analysera och skapade förutsättningar för att besvara de frågeställningar som vi avsåg att undersöka med vår studie.

Deltagaren i vår undersökning är den som kan komma i kontakt med verkligheten och som skulle kunna ta beslut. Det är nödvändigt för oss att undersöka medverkarens syn på exitstrategier. Vi ville bilda oss en uppfattning om olika aktörers syn på exitmöjligheter och de faktorer som påverkar exitbeslutet. Tanken var även intervjuobjektets syn på hur/när de bestämmer dessa exitstrategier.

3.4 Undersökningsmetod

Kvalitativ metod: Med kvalitativ metod försöker forskaren undersöka en företeelse utifrån dess karaktär, natur och egenskaper. Genom sin studie visar han intresset för det säregna, det unika eller det eventuellt avvikande samt för sammanhang och strukturer. Med den kvalitativa metoden försöker forskaren skaffa sig förståelse för den livsvärld människor har, det sätt de ser på sig själva och på sin relation till omgivningen. Vad som söks är förståelse för hur människan upplever sin situation. (Hartman, 1998)

Vi kommer att använda oss av den kvalitativa metoden. Avsikten med de kvalitativa intervjuerna är att få fram de särskilda egenskaper, uppfattningar, bedömningsgrunder och ställningstagande venture kapitalisten har vid genomförande av exiten.

3.5 Datainsamlingsmetod

Datainsamling för undersökningen har utförts genom litteraturstudie och intervjuer.

3.5.1 Litteraturstudie

För att hitta litteratur inom ämnesområdet letade vi i de olika databaser tillgängliga på Södertörns Högskola. De databaser som främst utnyttjades var Libris, business Source elite, Emerald, Jstor, Google scholar och SSRN. Sök ord som användes var Venture Capital, riskkapital, venture Capital and exit, exit och exitstrategier.

De som fanns tillgängligt i Högskolans bibliotek var generell litteratur venture Capital investeringar. För att erhålla litteratur som behandlar venture capitalist i exitskede användes referenslistor i forskningsrapporter inom ämnesområdet. Större delen av litteraturen hämtade vi både från Handels högskolan och Stockholms universitet bibliotek och Södertörns

Högskola. Utöver detta användes förstudien där venture Capital bolagets exitstrategier behandlats.

3.5.2 Intervjuer

De utvalda huvudrespondenterna är personer som är aktiva inom venture capitalbranschen. Val av respondenter möjliggöres med hjälp av deras roll i respektive bolagen de är anställda på. Vi beslöt att intervjua så många som möjligt, närmare sagt kontaktades femton venture capitalföretagare per mejl och telefon. Vid kontakten med venture capitalbolagen där beskrev vi kort om oss själva och vad uppsatsen kommer att handla om. Fyra av bolagen var villiga att ställa upp för intervjuer. Intervjun genomfördes med dessa fyra venture capitalföretagare för att undersöka exitmöjligheten.

I intervjusituationer dyker det ofta upp andra idéer eller uppfattningar som ersätter eller fördjupar de punkter vi har i vår intervjumanual. Det måste vi ta hänsyn till under intervju gång.(Holme & Solvang, 1997 sid. 101)

Vi har personligen träffat alla respondenter under ett möte som varade mellan en timme till en och en halv timme. Den personliga kontakten gav möjlighet att ställa ingående frågor för att uppnå en djupare förståelse.

3.6 Val av respondenter

För varje Venture Capitalbolag har det sökt en kontaktperson, som intervjun riktas till. På Svenska Riskkapitalföreningen hemsida har en kontaktperson varit angivet, men för att få bredare uppfattning har det dock sökts på bolagens egen hemsida efter personer som ansvarar för genomförandet och utveckling av investeringarna. Dessa har varit Investment Manager för respektive bolag.

Tab.2 tabellen visar valda bolagen, intervjuade personer och dess befattning

Venture capitalbolag	Intervjuobjektsnamn	Befattning
Småföretaginvest AB	Tore Larsson	Investment Manager
Spiltan	Erik Brädström	Investment Manager
Procuritas Partners KB	Patrik Rignell	Investment Manager
Segulah	Sebastian Ehrnrooth	Investment Manager

3.7 Reliabilitet och validitet

Vi har valt att granska och utvärdera vår undersökning med hjälp av två mått. Dessa mått visar om studien har uppfyllt det vetenskapliga antagandet för ett kritiskt synsätt. Genom dessa kan vi också konstatera om vi verkligen har undersökt det vi ämnat i vår studie och fått tillförlitligt resultat.

Validitet

Validitet innebär att man verkligen har undersökt det man ville undersöka och ingenting annat. Att data och metoder är riktiga, att de reflekterar sanningen, verkligheten och att de täcker de avgörande frågorna (Denscombe 2000 s 283). Validiteten kan kontrolleras genom att undersökningsenheterna valts på rimliga och tydligt redovisade grunder, att forskaren erkänt jagets influens i forskningen, att informanterna fått ta del av resultaten och godkänt det som skrivits och även i vilken utsträckning som forskningen överensstämmer med existerande kunskap på området (Denscombe, 2000 s 251).

Vi anser att undersökningen har relativt hög validitet då frågorna baseras på vedertagen teori utvecklad och använd av ett flertal forskare. För att kunna få ungefär samma bild av det vi vill undersöka valde vi att intervjua personer med samma befattning på så sätt har vi stora möjligheter att bedöma och dra slutsats.

Reliabilitet

Reliabilitet, tillförlitlighet, betyder att mätningarna är korrekt gjorda. Hög reliabilitet fås om flera forskare använder samma metod och kommer fram till samma resultat (Thuren 1999 s 22). I kvalitativ forskning är forskaren en central del i själva processen, då uppstår frågan om en annan forskare skulle göra samma undersökning och få samma slutsatser? (Denscombe 2000, s 250).

Information vi fick var direkt från berörda personer genom intervjuer. Intervjuerna har varit semistrukturerade och respondenterna hade möjlighet att framföra fritt deras åsikt om exit och venture capital. De intervjuade personer som har sysslat från att värdera portföljbolag tills man gör exit. Författarna anser att uppsatsen har hög validitet

4. Empiri

I detta kapital redovisas venture capitalisternas syn på exit utifrån de intervjuer som genomförts med Småföretagsinvest AB, Inesvestment AB Spiltan, Procuritas Partners AB och AB Segular. Varje intervju inleds med en presentation av deras bakgrund och därefter följer intervjuresultat.

4.1 Presentation av Småföretagsinvest AB

Riskkapitalbolagen Arbustum Invest AB i Arboga och Aldano AB i Stockholm går samman och bildar det nya bolaget Småföretagsinvest AB, som får ett eget kapital på 250 miljoner kr. På så sätt skapas ett större och kraftfullare riskkapitalbolag i Mellansverige med fokus på investeringar i mindre och medelstora industriföretag.

Småföretagsinvests tillgångar består till hälften av likvida medel och till hälften av ägarandelar i ett 20-tal företag. Småföretagsinvest ägs av ett konsortium bestående av ett 30-tal privata investerare med industriell och entreprenöriell bakgrund, Volvo Aero och Saab Bofors, samt av Industrifonden. Bolaget kommer att ha en bred inriktning på sina investeringar, men tyngdpunkten ligger på industriföretag som omsätter mellan 10 och 200 miljoner kr. Bolaget ska vara särskilt aktivt i Mellansverige och positionera sig i en nisch där det i stort sett saknas andra aktörer.

Småföretagsinvest AB investerar i bolag som står inför ett tillväxtsteg eller en förnyelse på annat sätt. Företagets affärsidé är att investera ägarkapital i mindre och medelstora företag med utvecklingspotential, samt tillföra kompletterande kunskap och kompetens för att därigenom skapa en optimal avkastning på eget kapital.

4.1.1 Intervju resultat

Tore Larson, Investment Manager

Tore Larsson är Civilekonom i International affärsstudier inriktning på små och medel företag. Tidigare har Larson arbetat på Nordea. Han arbetade med företag inom retail sektorn på Fylkinvest sedan 1998.

Investeringsbeslut och urvalsprocess

Enligt Larson för att investera i ett portföljbolag vissa kriterier måste uppfyllas. Företaget t.ex. går inte in i startupfasen och investerar inte i ett bolag som omsätter mindre än tio miljoner. Företaget går inte heller på ett familjebolag, underleverantörer eller liknande företag

som inte har någon framtid att kunna växa. Bolaget investerar i portföljebolag där det finns många större bolag som kan vara intresserat av och portföljebolag som har växt till en viss nivå.

Det blir individuellt provning i varje bolag som Småföretaginvest AB investerar. Det kan vara intressant på marknader där det går omstrukturering, där kan det finnas alltid köpare. Omstrukturering kan ju se ut på olika sätt men det blir betydligt enklare att investera i marknader som befinner sig i någon form av förändringsfas.

Enligt Larson det måste finnas en tillväxt potential i de portföljebolag företaget investerar för att kunna tjäna pengar. När det gäller urval av portföljebolag det är personerna i fråga som är viktigt för oss. Man måste ha förtroende för entreprenören och ledningen att de kan visa något som de har gjort tidigare som bolaget tror på för att kunna investera. Dessutom valet kan också bero på, vilken bransch det är, hur marknaden ser ut, vilka aktörer som rör sig osv.

Venture capital investeringsfaser

Enligt Larson Småföretaginvest AB investerar inte i startupfasen. I start upp faser det blir mer operativa fråga. Företaget ska bidra med på strategisk nivå och med nätverk. Det kan vara strukturaffärer och kontakter på den nivån. Det blir mer på strategisk nivå i sena faser där bolagen har mognat sig.

På frågan om det är risken som avgör avkastningskraven svarar Tore följande:

”Genom att vi inte går på tidigt skede risken inte stor i de bolagen vi kommer in. Det är klart att vi inte kommer in på ett bolag som är beroende av en stor kund. Vi tittar en gång extra innan vi investerar”. Larson försätter förklara att det finns olika risker och varje bolag har sin specifika risk. Det går inte jämföra mellan bolagen heller, det får man göra individuell bedömning för varje bolag.

Exitstrategier

Vi frågade Larson om de har planer på hur exiten ska genomföras vid investeringstillfället. Larson svarar följande” Vi måste ha en tanke men vi behöver inte specificera att just så här ska exiten se ut. Vi måste ändå ha uppfattning om hur vi tror att exiten kan se ut”.

Larson menar det är svårt att veta hur marknaden ser ut om fem år. Det ena man vet är det kommer inte att se ut som man tror men man måste ändå ha lite uppfattning om för att kunna ha en plan hur det ska utvecklas.

På frågan hur man måste agera för att genomföra exit på framgångsriksätt svarar Larson följande ”det finns inget recept för det, utan man bygger ett bra bolag på något sätt då sköter sig exiten själv. Enligt Larson har man ett dåligt bolag det är inte många som intresserar av bolaget då har man inte lyckades på det verksamhet man håller på. Grund receptet är att man utvecklar bolag så bra som möjligt och dess förutsättning. Företaget måste bygga öppet kontaktnät och måste ha dialog så tydligt som möjligt med olika konkurrenter, leverantörer eller kunder som kan vara tänkbara köpare av bolagen i framtiden

Svårigheten att genomföra exit

Att genomföra exit är inte lätt det krävs hårdt arbete, men om bolaget är bra det är inte svårt utan det gäller att anpassa, utveckla företaget och odla kontakterna med dem köpare som finns menar Larson.

Utvecklingsprocesserna varierar givetvis från bolag till bolag, men i regel har bolaget någon form av affärsplan redan från början när man går in ett bolag. För att utveckla marknaden det kan ju vara viktigt att utveckla vissa produkter eller liknande som tar kapital. Det kan vara att starta nytt samarbete eller starta export satsningar på vissa marknader som gör att man växer. Det behövs olika typer av steg för att uppnå vissa mål och bilda ett bra bolag. Det har varit i vissa fall tidigare där bolaget har redan haft avtalat exit, men det är sällsynt det blir inget bra heller. Bolagen måste syfta på att ha gemensamma köpare till hela bolaget då får man rätt betalt.

Exitmöjligheter

Marknadsnotering

Bolaget är för små bolag att ha börsnotering som mål. Det hade alla det mål bilden just kring 2000 alla syftar på börsen. Småbolaginvest AB håller på med små bolag så är inte börsnotering första hand alternativ. Det kan vara vissa bolag som kan vara aktuella för sådan exit men det är sällsynt.

Trade sale

Det absolut bästa alternativet för Småföretaginvest AB är en industriell köpare (Trade sale) att någon från branschen köper bolaget.

Fördelen med industriella köp är enligt Tore Larson är att industriell köparna kan värdera andra parametrar som andra köpare inte kan se t.ex. synergieffekter som de sätter ett värde.

De industriella köparna vill komma åt vissa kunder eller marknader som gör att de värderar bolaget mer för sådant som inte syns i resultat.

Andrahandsförsäljning (secondary sale):

Många riskkapitalbolag som är större än oss tar över om de kan se att de kan utveckla bolaget ytterligare en nivå genom att stoppa mer kapital. Det görs många sådana affärer idag där riskkapital går in och köper andra riskkapitalbolag. Man kan sedan ifrågasätta hur de värderar bolagen när de industriella köparna verkligen är intresserade och att de betalar mer än dem.

Återköp av ursprunglig ägare

Försäljning till ursprungliga ägare enligt Larson är den absolut sista utvägen. Bolaget säljs tillbaka till delägarna i bolaget. Har det gått så pass bra som man förväntar sig, skulle egentligen entreprenören inte ha råd att köpa ut oss. Så det är väl inte bra alternativ att delägare köper ut oss.

Nackdelen enligt Larson vid försäljning av bolaget till ursprunglig ägare blir ofta att värdet inte är rättvisande. Det blir svårt att få ut det företaget vill ha när man säljer tillbaks till den andra delägaren. Om entreprenören vet att han ska köpa ut företaget, han håller nere bolagets värde. Det bästa sätt är att man på ett tidigt stadium sträva efter samma mål för att kunna utveckla bolaget och få ut så mycket som möjligt.”

Exit beredskap

Vid frågan hur bolaget förbereder för exiten svarar Larson följande: ”Vi jobbar aktivt för att hitta köpare redan dag ett, då jobbar man hela tiden att utveckla det. Det är inte så att man säger att nu har det gått fem år och bolaget är färdigutvecklat och vi säljer, utan det är en lång process.” Man måste skapa de kontaktnät som behövs och utveckla bolaget. När vi utvecklar bolaget och då blir det automatisk att man jobbar mot exiten”. Larson menar att företaget förbereder sig på olika sätt beroende på vilken exitväg man siktar på, vilken bransch det handlar om. Exit är en pågående process det inte bara en transaktion avslutar han.

På frågan när bolaget drar ut från portföljebolagen svarar Larson att det är tillfället och timing som avgör. Enligt Larson ”det inte så att vi säger nu ska vi sälja bolaget utan att dra ut ur ett portföljebolag är en lång process att utveckla bolagen att man hela tiden har det kontakter som behövs. Alla bitar måste fungera för att det ska bli bra men huvudsaken är hur bolagen utvecklas på ett bra sätt i förhållande till branschen”.

Hur skapar exitmöjligheter?

Att skapa exitmöjligheter är ett långt arbete, man skall bygga upp relationer där bolaget ska synas i rätt sammanhang och där man ska hitta rätt positioner på marknaden. Dessa faktorer kan bidra till exitmöjligheter. Ett annat sätt är att göra bra jobb i de bolag som Småföretaginvest AB har idag. De portföljebolag som vi har idag kan gå ut och säga att vi är bra ägare och att de tycker vi gör ett bra jobb. Vi kan inte marknadsföra oss bara genom reklamen utan att vi bygger relationer. Man måste visa resultat, bidra med sitt kontaktnät och jobba på annat sätt.

Styrelsens sammansättning och företagsledning

Småföretaginvest AB har ett aktivt ägande och bolaget sitter i styrelsen. Om företaget inte kan sitta själva sätter ditt någon som representerar bolaget i styrelsen, och där de kan bidra på olika sätt. Rätt företagsledning är helt avgörande för att skapa exitmöjligheter förklarar Larson.

Han betonar företagslednings roll på följande sätt ”en bra säljare kan ju sälja en dålig produkt men det är svårt om det är tvärtom, dvs. en bra produkt säljer sig inte själv utan det är ledning som gör att det funkar”.

Faktorer som påverkar exitbeslut

Faktorer som påverkar valet av exitstrategi enligt Larson kan vara när bolaget ser att det inte kan bidra med mera värde eller utveckla bolagen t.ex. När bolaget inte hittar någon industriell köpare är det naturliga valet att bolaget frigör sina resurser genom att sälja tillbaks till de andra ägarna. Andra faktor kan var när bolaget inte hittar industriell köpare som företaget strävar efter. Men i stor sätt det är marknaden som avgör valet av exiten.

Orsaken till misslyckande exit

Enligt Larson orsaken till misslyckade exit kan vara precis vad som helst. ”Orsaken är återigen personerna som är inblandade som är viktiga, det är ledningen. Det kan också vara marknaden; marknaden kan utveckla fel, produktutveckling kan vara misslyckad, försäljningsorganisation kanske inte fungerar. Det kan vara för många olika anledningar men framför allt att bolaget inte lyckas i sig. Det är sällan att företaget misslyckas med ett hitta bra bolag utan någonstans har bolagets utveckling hämmats av någon anledning. Det är framför allt bristande ledarskap i ledning eller att kanske företaget har missbedömt ledningen i

bolaget. Marknadsförutsättningar kan radikalt ha förändrats av politiska aspekter. Det kan vara att en aktör helt plötsligt har beslutat att lägga ut all tillverkning från Sverige där man är beroende av aktören. Det finns ofta sådana risker som man hela tiden försöker jobba med, men det är svårt att förutsäga vad som händer hela tiden”.

Konflikt över exiten

Enligt Larson det uppstår konflikter mellan entreprenörer och Venture Capitalister, vilket det alltid kommer att göra när det finns människor inblandade. Meningsskiljaktigheter kan finnas kring såväl strategiska frågor som ägarfrågor. Men för att undvika konflikter läggs stor energi ner på att ta fram aktieägaravtal tillsammans med entreprenören innan företaget går in i en investering.

Aktieägaravtal och tydlighet kring ägarprocessen tidigt i samarbetet med entreprenören, och ha en gemensam agenda om utveckling av företaget och kring exiten är väldigt viktigt.

Larson menar det kan finnas olika intressen mellan entreprenören och Venture Capitalbolagen men rent "motstånd" är dock sällsynt.

4.2 Presentation av investment Spiltan AB

Spiltans verksamhet startade i Stockholm 1985 med premiesparkklubben Galten, med ca 40 medlemmar, Det satsade kapitalet på 40 000 kr dubblades på ett år och Investment AB Spiltan bildades med ett kapital på totalt 200 000 kr året därpå.

Under 80-talet visade Spiltan framgång genom att köpa och sälja aktier, terminer, indexoptioner och premieobligationer. 1989 utökades kapitalet med en nyemission till totalt 1 miljoner kr, men två år senare var värdet endast 400 000 kr. Spiltans lågvattenmärke inträffade våren 1992 när bolagsstämman avslutades. Samtliga börsnoterade aktier såldes och Spiltan satsade det kvarvarande kapitalet på två onoterade placeringar. Lärdomar från aktieklubbstiden är att transaktioner är finansvärldens modersmjölk och att det är svårt att ha aktiehandel i en kamratförening (varje gång man träffas måste man ju fatta något placeringsbeslut vilket ger för många transaktioner). Bolaget överlevde de svåra åren tack vare att bolagets bildande fastlade policyn att Spiltan skulle vara försiktig med att låna pengar för aktie placeringar.

Spiltan har idag utvecklats till ett professionellt kapital-förvaltnings-, investment- och riskkapitalbolag som ser aktieägarna som partners i ett nätverk.

Spiltans portfölj består av fyra olika investeringar som tillsammans utgör det samlade substansvärdet. Dessa fyra kategorier är:

Investeringar i kapitalförvaltningsbolag som utgör ca 7 % av Spiltans portfölj. I denna kategori finns de portföljbolag som är verksamma på den finansiella marknaden. Dessa bolag är Spiltan & Pelaro Fonder och Alternativa aktiemarknaden.

Investeringar i onoterade bolag som utgör ca 48 % av Spiltans portfölj. I denna kategori finns de portföljbolag som inte är noterade på någon handelsplats, dessa är Persea, i3micro, unibet.com, Stark BV, Emric, SwedMach, Boule, Prostalund, Debitech, Spiltan Filmprojekt och LinoTech. De mindre investeringarna utgör endast ca 3 % av Spiltan hela substansvärde. Investeringar i fonder och riskkapitalbolag som utgör ca 18 % av Spiltans portfölj. I denna kategori finns en stor del av Spiltans investeringar i hälsovårdsektorn som utgörs av HealthCap III KB, HealthCap Coinv KB, LinkMed samt investeringar i riskkapitalbolaget Procuritas fonder Procuritas II och Procuritas III samt Spiltans investering i LinkTech. Övriga investeringar i denna kategori utgör knappt 1 %.

Investeringar i noterade bolag (inkl. kassa/lån) som utgör ca 27 % av Spiltans portfölj och skall även ses som Spiltans likvida medel. I denna kategori finns de investeringar Spiltan gjort i noterade aktier som främst Hoist och Realia samt övriga likvida tillgångar.

4.2.1 Intervju resultat

Erik Brändström, Investment Manager

Erik är civilekonom, utbildad på Handelshögskola i Stockholm. Han har drygt 12 års finanserfarenhet inom analys, förvaltning, försäljning och corporate finance på Sparbanken, SEB, H & Q samt som finansiell konsul. Han arbetar sedan 2001 för Spiltan både med noterade och onoterade aktier. Erik har Styrelseuppdrag i Spiltan & Pelaro, PIAS och Persea AB. Dessutom Förvaltar Spiltan & Pelaro Aktiva ägare.

Investeringsbeslut och urvalsprocess

Spiltan AB presterar en ganska lång urvalsprocess, Brändström förklarar att i första hand man måste tro på portföljebolaget och verkligen välja satsa pengar på detta. När bolaget tittar på portföljbolagen så ser, vad har portoföljbolaget för risk för att köpa den i dag? Hur ska förnya eller utveckla den? Hur ser värderingen ut? Vad vill han ha betalt i priset? Det är ändå priset kontra värdet som är det viktigaste. Är priset fel så kommer man att göra bra investeringar i varje fall. Det kanske är ett bra bolag kan vara fel prissatsat det är pris kontra värde hela tiden som gäller. Vi träffar portföljebolaget som vi vill investera och går igenom bolagets referenser

och beslutar om investering. Sedan är det mindre grupp som tar beslutet om man vill investerar på bolaget eller inte.”

Venture capital investeringsfaser

Spiltan AB jobbade ganska mycket i tidiga faser 1999 till 2001 i någon slags förväntnings fas. Från 1999-2001 kom inte mycket pengar i resultat delen i nyemission. Bolaget gjorde successivt investeringar i portföljebolag med ganska högrisk och de har antingen lyckad bra eller i princip försvunnit. Riskförväntningar och risknivån från 1999- 2001 var ganska annorlunda än vad de har varit sista åren. Det fanns bara möjligheter och inga risker under den perioden, då investerar man kanske lite slarvigt i förhållande till vilken risk man skulle ha tagit egentligen.

Efter 2001 har investeringar bara varit i befintliga bolag med existerande lönsamma affärsidé. Vid investeringar det är affärsidéer, personen, tillfället och prisnivå som avgör.

Exitstrategier

Om man har ett bra bolag tillslut blir det lönsamma och tjänar bra med pengar. Man kan börja utdelning och det blir mer i kassaflöde. Bolaget kan återinvestera i nya projekt så blir den stor kassaapparat till slut.

Exitmöjligheter

Börsnotering/Industriella köpare

Enligt Brändström det mest positiva med exit är förstås när någon annan vill köpa bolaget eller notera bolaget. Bolaget har gjort ett konkret fall med ett bolag som heter konkorslagret.com som säljer kontorsvaror på nätet till låga priser förklarar Brändström. Bolaget var med när den startades upp och finansierat. Då dök det upp utländska aktörer som ville etablera sig i Sverige så antingen måste man satsa jättemycket pengar på konkorslagret.com eller så skulle man kunna gå med tillsammans med de utländska konkurrenterna.

Bolaget gjorde bedömning att de inte har de finansiella resurser att slå ner de Amerikanska och Europiska spelarna som skulle etablera sig i Sverige. Bolaget hade gått överstyr och valde istället att sälja bolaget, det var liksom tvång mässigt exit för att rädda pengarna.

I UniBel fall bolagets aktieandelar var små då hade de inte kunnat påverka vad bolaget gjorde. Bolaget ägde kanske en och en halv procent ut av hela bolaget det är för liten för att ha en styrelse plats eller för att kunna påverka direkt.

Brändström förklarar att ”I princip en exit kan vara konkurs också. Det händer ibland att bolaget självdör och affärsplaner håller inte längre, det kostar mycket pengar helt enkelt eller man går till strategisk alliance (Fusion). Man gör industriell transaktion eller mer finansiell transaktion man säljer aktier helt enkelt, eller säljer bolaget”

Hur skapar man exitmöjligheter?

Rätt företagsledning

När det gäller företagslednings roll Brändström förklarar ”Man ska köpa ett bolag som en idiot kan styra det gäller liksom att hitta ett bra bolag. Är det ett mindre bolag då är det individen mycket viktigare än bolaget, en bra individ kan rädda en dålig affärsidé, men en dåligt individ med dåligt affärsidé är två sidor på ett och samma sak och då är det kört. Företagslednings roll beror helt enkelt på om det är ett stort eller små bolag”.

Konflikt över exiten

Vi frågade Brändström vad orsaken är till konflikt mellan Venture Capital och entreprenör, han svarar ”I vissa fall där vi investerar med entreprenörer kan konflikt uppstå. I vårt fall entreprenörer som vi arbetade med var dåligt och har lovat saker som han inte har lyckats med och bland förskingrat upp försäljningssiffrorna som man då efter ett tag börjar kontrollera. Ingenting stämde, entreprenören har kanske tagit ramavtal kring riktiga order och hade liksom förskönat bilder under en period och har hållit sig på distans. Ingen i styrelse hade möjlighet att kontrollera honom, han har levt i en falsk värld. I vissa fall konflikt kan uppstå på grund av att venture capitalister så fort de kommer in i bolaget måste expandera och de gör nyemission förklarar. Entreprenören oftast har ingen pengar och blir utspädd på sin ägodel, den går ner från kanske 50 % till kanske 20 % och plockar nya aktier. Då ökar trycket på att sälja bolaget. En säljande VD trycker på gasen upp på omsättningen, en nyemission tills entreprenören är borta. Entreprenören kan inte säga emot, och ännu mer säljande VD skickar man vidare till nästa, oftast entreprenör är ingen finansiell person och har oftast ingen aning om den finansiella marknaden”

4.3 Presentation av Procuritas Partners KB

Procuritas är ett investmentbolag specialiserat på att initiera, strukturera och finansiera Management Buy-outs (MBOs) i Norden. Investeringarna sker genom två fonder med ett sammanlagt garanterat kapital på mer än tre miljarder kronor. Exklusiv rådgivare till fonderna är Procuritas Partners.

Sedan starten 1986 har Procuritas genomfört 20 förvärv med ett sammanlagt bolagsvärde på mer än tio miljarder kronor. Investeringarna har gjorts som enskilda transaktioner eller genom någon av de tre fonderna:

Procuritas Capital Investors III (PCI III), etablerad i april 2003 med ett garanterat kapital om 227 miljoner Euro. Investerarare i PCI III är 17 skandinaviska och internationella institutioner samt Procuritas (fem procent). Procuritas Capital Partners II (PCP II), etablerade 1997 med ett garanterat kapital om 963 miljoner kronor. Investerarare i PCP II är 19 skandinaviska och internationella institutioner samt Procuritas (sju procent). Procuritas MBO Invest Consortium (PMIC), etablerad 1990 med ett garanterat kapital om 254 miljoner kronor. Investerarare i PMIC är 11 skandinaviska och internationella institutioner samt Procuritas (12,5 procent).

4.3.1 Intervju resultat

Patrik Rignell, Investment Manager

Patrik Rignell är Investment Manager och Partner i Procuritas Partners, styrelsemedlem i Brio Educational, Wermland Paper AB. Patrik Rignell började på Procuritas Partners 1998. Han har tidigare arbetat som konsult hos Andersen Consulting Strategic Services och SIAR-Bossard. Patrik Rignell har en civilingenjörsexamen från KTH i Stockholm inom Teknisk Fysik och en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm.

Investeringsbeslut och urvalsprocess

Enligt Rignell följande kriterier måste uppfyllas vid urval av bolagen: Bolaget en måste ha omsättning mellan 400 miljoner till 4 miljarder storleks kriterier. Man tittar på portoföljebolagets marknadspositioner och lönsamhetsförmåga.

Rignell förklarar att det finns en mängd olika kriterier som gör intressant för att investering eller inte. Några av kriterierna är följande: ”Det är vad vi tycker om ledning, marknaden som sådan, deras position på marknaden, hur bolaget är och vad vi kan göra för att förbättra det. Det finns inte jättestrikta kriterier det är snarare en mängd sådana och lägga ihop dem.

Ledningen och marknadspositioner är viktiga. Vi har kanske två investeringar per år och ca 99 % försvinner på vägen. Vi värderar och analyserar och slutar engagera oss i bolaget där vi tycker att det inte är värd att satsa på.”

Investeringsfaser

I venture Capital bolag där man investerar i startupp fasen är risken högre och därmed avkastningskraven. Men Procuritas Partners KB jobbar bara i mogna bolag så bolaget har samma avkastningskrav oavsett bransch. Avkastningskraven kan skilja hur hög risk bolagen har. Risken kan variera beroende på om det är nystartade bolag, investerings bolag eller mogna bolag.

Exitstrategier

På frågan om bolaget har någon plan för hur exit ska genomföras vid investeringstillfälle svarar Rignell följande: ”Det har vi planer, vi gör analys vilken typ av försäljning vi kan göra, vilka alternativ som finns och på så sätt kan vi bedöma hur stor sannolikheten har de olika exit alternativen. Vi har inte en färdig plan exakt så här blir exiten utan att vi har olika antal alternativ och jobba lite gran mot det. Det kan vara börsintroduktion eller försäljning genom industriell t.ex. ”.

Enligt Rignell om man tänker sig in på börsintroduktion, måste man lägga fokus på informationsgivning och sådant saker. Om man däremot ska göra traditionellt kärnindustriell sätt, är det inte lika viktigt. Man kan göra rangordning på de olika alternativen, men oftast är det svårt att säga om det blir börsintroduktion eller någonting annat.

Svarigheter med exit genomförandet

Enligt Rignell svarigheter att genomföra exit beror alldeles på vilken bolag man har och vilken typ av marknad man befinner sig i. Det kan vara jättelätt och kan vara jättesvårt beroende på branschen och bolagets skick. En bransch som växer väldigt snabbt har inte svårt att sälja bolaget oavsett i vilket skick bolaget är. Om man har en bransch som inte växer eller ett bolag som går med förlust, kan det vara svårt att sälja bolaget. Men man kan alltid sälja det till underpris.

Hur och när bestäms exit?

Procuritas partners KB har ett krav, det är ju att bolaget ska sälja den portföljebolagen man investerar i innan fonden ska upphöras och göra exit. För övrigt bestäms exiten av vad bolaget befinner sig i stadium och utveckling, vad har bolaget har för brister? Vad kan man göra för att öka värdet på bolaget? Det kan handla om att internationalisera eller det handlar om att köpa ett nytt bolag t.ex., så det finns olika faser i bolagets utveckling.

Exitmöjligheter

Marknadsnotering

Börsen kan skilja väldigt mycket från idag till de tre eller fyra åren eller fem år när det är dags sälja bolagen. Fram till mars 2000, under 97 och 98 , 99 var jättebra med börsintroduktion.

Man kan fråga hur börsen såg ut då. Vad fanns det för intresse?

Idag är det jättesvårt att introducera ett bolag på börsen men om två tre år kan det vara jättelätt och det går inte säga exakt hur det blir i framtiden. Vad som är svårt just nu med börsen är att på grund av den stora börsnedgång som var år 2000 till år 2003 så har många tappat lite förtroendet för börsen. Börsnoterade bolag situation får vara bra idag på grund av att börsen verkar vara övertygande idag och man får bra betalt på börsen. Det finns också andra alternativa investerare än de finansiella köparna som betalar mer än börsen gör på något sätt.

Industriella köpare(Trade sale)

Enligt Rignell i de senaste investeringarna har bolaget haft ett par tre olika potentiella industriella köpare. När vi tror att den här typen av industriella köpare passar, ska vi vidtaga åtgärder. Det kan vara ett renodlat bolag eller försäljning av något dotterbolag osv.

Fördelen med industriella köpare enligt Rignell är ofta att de antar någon typ av synergier.

Genom att bolagen jobbar i samma marknad kan de kombinera produktion, försäljning t.ex.

Den typen av faktorer kan sänka kostnaden, öka intäkterna och kunna ge stora värden.

Ibland finns det inte tydliga industriella köpare och finansiella köpare kanske tycker att värdet är intressant och de kan få en bra utveckling åtgärder rationalisera och skära ner kostnaden där de industriella köparna vill inte göra riktigt det samma. Dessutom tillämpar de finansiella köparna högre belöning på det sättet få högre avkastningar och ta större risker.

För och nackdelar med olika exitalternativ

Om du säljer ett bolag och du har befintliga köpare, så ska du förse de med all information. De vill göra en granskning av bolaget, de går igenom allt material, allt ekonomisk material eller allt juridisk material. Säljer man är det stor risk att det tar lång tid och köparna kan säga jag kan inte göra affären och du få börja om.

Börsintroduktion å andra sidan har en mängd olika köpare, privat personer, institutioner pension stiftelse osv. De gör inte sådana typer av granskning. Börsen gör en granskning de ställer vissa krav, börs revisorer tittar på bolagen, men det är mycket kortare process. Sedan är så mycket enklare för bolaget att bli börsintroducerad. Många företagsledare t.ex. tycker att det är kul bli börsintroducerade. Man kan få publicitet i tidningar eller sådana saker.

Det finns också nackdelar med börsnotering från Procuritas partners KB sida. Rignell förklarar ”det ena är förutom att det kan vara svårt att bli av med bolaget i det här läget vi kanske inte säljer hela vårt innehav utan när vi introducerar bolagen på börsen så vill övriga delägare ligga kvar. Om de ska investera i bolaget vill de inte göra det under förutsättning att vi säljer av allting. De tror att vi säljer när det är bäst och sedan går rakt ner. De vill att vi tror på bolaget och ska gå bra även efter börs introduktion”.

Hur Skapar man exitmöjligheter?

Rätt företagsledning

Företagslednings roll vid exiten är en viktig parameter men inte det enda parametern som finns, det finns andra viktiga parametrar också förklarar Rignell. Ledningen är väldigt viktig när det gäller MBO (management buy out) där ledningsgrupp köper bolaget och i sådant läge är ledningen central och har stark position. Branschen har lite grand förändrats, det finns många sådana exempel där ledningen få chansen att agera i sådana sammanhang.

Enligt Rignell tittar man först och främst på bolagets affärsidéer och marknadspositioner sedan tittar man på ledningen.

Faktorer som påverkar exitbeslut

Faktorer som påverkar valet av exit strategi primärt är de ekonomiska faktorerna. Det har inte direkt de juridiska komplikationer eller med det juridiska natur att göra. Om bolaget har någon juridisk konflikt med någon på grund av miljöproblem eller något annat då ska det vara ofördelaktigt att börsintroducera. Det blir stor osäkerhet vad som kommer att hända med det

osv. De som investerar på börsen har väldigt svårt att förstå denna typ av problem. Då kan de finansiella eller industriella köparna som har lättare att fokusera, kanske förstå problemet.

Orsaken till misslyckande exit

Orsaken till misslyckande exit kan vara enligt Rignell ”om det blir ett bolag som är sämre än vi trodde och blir det svårt att göra en exit. Det är snarare en dålig investering i bolaget. Ett bra bolag kan också göra en dålig exit, det kan t.ex. vara om man har process där någon potentiell köpare får ensamrätt att titta på bolaget. Den potentiella köparen utnyttjar den ensamma rätten till att pressa priset och försöka pruta och vi har inga annat alternativ. Vi blir tvungna att gå med på det exiten i stället. Att börja om hela processen igen och bjuda in en massa köpare kan ta minst sex månader”.

Rignell menar att det är viktigt att man alltid försöker få så många köpare som möjligt intresserade så lång tid som möjligt. Om man har fem eller tio intresserade väljer man ut två eller tre som ger dem så mycket information och kanske gör man förhandlingar parallellt. Man bör aldrig ge någon fullständig rätt utan man behåller konkurrenssituationen.

Vad är som styr att tillföra exit?

Enligt Rignell det är kombinationen av tre faktorer som styr exiten, ” 1:a är när vi känner att vi inte kan tillföra mer värde i bolaget och en rejäl nedsättning i bolaget så att man vill att någon annan tar verksamhet

2. marknadssituationen 3:e det kommer köpare som säger att det är fantastiskt och vi lägger ett bud och sticker rentav 4:e om det börjar närmare slutet på fonden”.

Kan exit påverka både VC och portföljbolagen negativt?

Exit kan påverka portföljbolaget negativt, men många gånger processen kan ta mycket tid framför allt om bolaget säljer till industriella eller finansiella köpare utanför börsen. Även om bolaget säljer via börsen kan det ta mycket tid för ledningen att anpassa till den nya situationen. Det kan det vara negativt för bolaget, ledningen måste göra fokus på den förändringen snarare än driva bolaget. Det kan komma in nya ägare som har en allmänt annan syn på bolaget det inte med exit som sådant men där exitsättet kan vara negativt.

Konflikt över exit

Har det någonsin inträffat konflikt mellan Er och entreprenören? I så fall hur uppstår den och hur löser ni konflikten?

Det kan vara entreprenören som har drivit bolaget och som är med när Procuritas Partners KB köper bolaget oftast finns inte entreprenören kvar i bolaget när vi köper den. I vårt fall oftast entreprenören inte är kvar när vi köper bolag. Men det finns många exempel där vi köper bolag med omsättning på en miljard och tjänar en massa pengar efter 30, 40 år och entreprenören kan ha annat finansiellt medel vid resens gång. Vi köper finansiärens aktier då och kan bli delägare tillsammans med entreprenören. När vi gör investeringar, vi lägger stor vikt vid aktieägareavtal tillsammans med andra delägare det kan vara ledningen, det kan vara entreprenören, det kan vara annan typ ägare. Vi i princip har aktieägareavtal som villkor för vad som ska hända med exit. Vi har då rätten att se till de andra ska sälja också för en sådan konflikt inte ska uppstå.

Om viljan inte finns hos entreprenören att göra exit (typ när ni tycker det är rätt tid att dra ur) vad gör ni?

Företaget måste ha i princip aktieägareavtal som villkor för vad som ska hända när vi säljer. Vi kan inte göra investeringar om vi blir inlåsta. Vi har då rätten att se till de andra ska sälja också för att sådan konflikt inte ska uppstå.

Finns det motstånd från lednings sida när Ni gör exit?

Det är inte alltid vi har samma syn på om det är rätt att sälja bolaget eller inte. Att sälja bolaget innebär inte jätteförändringar för ledningen, det kan komma en ny ägare och säljer bättre än någon annan. Har man industriell spelare som är verksamma i samma segment som de själva kan det bli stora omorganisationer och hot att lämna bolaget så de tycker inte att det är kul. Vi brukar ge ledningen möjligheten att köpa aktier eller optioner då är det bra ekonomisk utdelning om de säljer dem.

På vilket sätt har venture capital företaget kontroll över exiten?

Enligt Rignell "I venture capital situation är kanske tio ägare, så finns det ofta tydliga avtal kring hur exit och sådana ska se ut. Kanske vill huvudägare som leder sådana diskussioner vill inte få andra att sälja fram och tillbaka. Om du har köpare, vill köparen komma in och titta på bolaget och vill förstå vad som verkligen händer och titta på allt material. Det har du inte

rätt som minoritet ägare att hela tiden få rätten att sälja din egen del. Man avtalar väldigt många gånger att du inte får sälja förrän vi har gjort 2/3 hundra delar kapitalinjektion. Då har man lite kontroll över exitsituationen som venture capital finansiärer.

Vi har gjort vissa investeringar där vi har suttit som minoritetsägare där vi inte styr över exiten utan allt diskussioner handlade om när och hur vi ska sälja hela eller delar av bolaget. Det finns begränsningar för oss att göra, men då vi oftast äger hela bolaget, har vi inte den typen av situation.”

4.4 Presentation av AB Segulah

AB Segulah grundades 1994. Bolaget ägs av styrelse och ledning som har sin bakgrund inom industri- och finansverksamhet. Bolaget är idag investeringsrådgivare till fonderna Segulah I, Segulah II och Segulah III. Fondernas medel kommer både från AB Segulah och externa investerare. Totalt kapital under förvaltning i de tre fonderna är ca 3,2 miljarder kronor. Segulah är ett private equity-bolag med fokus på Norden. Affärsidén är att skapa värdetillväxt genom att äga och utveckla medelstora företag. Sådana företag drivs ofta av duktiga entreprenörer eller ingår i större koncerner. Bolaget arbetar tillsammans med ett nätverk av kvalificerade industriella rådgivare. AB Segulah tillför kompetens och erfarenhet till de portföljebolag som bolaget investerar i. Målsättningen är att bolagen, som ägare, ska ta ett rejält kliv i utveckling och tillväxt. AB Segulah åstadkommer detta genom att tillföra relevant erfarenhet och kompetens. Innan AB Segulah beslutar att engagera gör noggrant analys att bolaget tillför det bolaget bäst behöver.

Genom att vara aktiva ägare skapar bolaget värde. Vanligen innebär detta att bolaget tillsammans med företagsledningen förvärvar majoriteten av bolagets aktier.

Segulahs mål med ett engagemang är att under en period på tre till sju år nå en kraftfull utveckling. Därefter bör noteras företaget eller säljs vidare till en större industriell köpare som kan erbjuda fortsatta utvecklingsmöjligheter.

4.4.1 Interview resultat

Sebastian Ehrnrooth, Investment Manager

Sebastian är Civilingenjör från Linköpings Universitet och MBA från IMD i Lausanne, tidigare vice VD för Citymail, projektledare på Bain & Company, samt verksam som

försäljningschef på Motorola. Uppdrag för Segulah: Styrelseledamot i Callenberg Group, NVS, HMS Industrial Networks och Kosan Cripslant.

Investeringsbeslut och urvalsprocessen

AB Segulah har ett antal kriterier som bolaget försöker följa: Bolaget investerar i ett lönsamt bolag, det ska generera starkt och positivt kassaflöde. Bolaget vill gärna investera i portoföljebolag som har en stark marknadsposition i något segment. AB Segulah investerar inte i jättestora företag utan i medelstora bolag som är marknadsledande. Bolaget oftast har en nisch mot specifika segment, ganska udda små segment. Bolaget värderar att de är starka och har bra marknadsposition.

Venture capital investeringsfaser

AB Segulah sysslar inte med early stage enligt Ehrnrooth. Bolaget har hållit på med det förut och misslyckats. Bolaget jobbar idag bara med late stage, alltså mogna bolag som går bra och som är etablerade. Avkastningskraven på den typen av investeringar måste vara lägre om ekonomin ska fungera. I early stage kanske ett av tio bolag överlever, de andra försvinner, det är klart, då skulle den ena företaget finansiera alla de andra bolagen. AB Segulah avkastningskrav är högre än bankens men de är mycket lägre än early stage. Avkastningskrav är en konsekvens av ränteläget totalt sätt. Konkurrensläget är också en faktor, dvs. hur många andra finns ute som gör likadana affär som vi. När det gäller avkastningskraven och konkurrensen Ehrnrooth förklarar följande ”Om vi tittar på samma investeringar och funderar på konkurrenterna så kommer vi per definition att få lägre avkastningsgrad därför att vi konkurrerar med varandra, det är så det ska fungera i marknadsekonomi. Jag tror att vår avkastningsgrad har gått ner något under tiden. De förutsättningarna är högre än om vi jämför med t ex England eller USA i liknande verksamheter som vi bedriver. I England eller USA har mycket lägre avkastningskrav och detta beror på konkurrensen inte på ränteläge. Om vi tar en fond av vår typ i USA så kanske de har avkastningskrav på 15 % och vi ligger en bit över 20 % och det är naturligtvis en viktig skillnad.”

Exitstrategier

Exit planer vid investeringstillfället

AB Segulah har inte riktigt exit planer vid investeringstillfället men bolaget försöker naturligtvis ha uppfattningar av detta men det är oftast svårt. Enligt Ehrnrooth man gör rätt saker vid rätt tidpunkt, men förklarar svårigheterna på följande sätt. ”Erfarenhet visar att det blir väldigt sällan det blir som man trott i det avseendet. Vi kan ha visa funderingar när vi skall göra exit, som 4-5 år senare, men då kan verkligheten vara annorlunda t ex kan världen se annorlunda ut, de bolag som man trott vara intresserade är inte intresserade längre.” När bolaget tittar på en investering att ha uppfattningar, framförallt försöker ha funderingar, finns det någon risk som ingen vill ha i det bolaget det så att säga olyckligt för oss försätter förklara Ehrnrooth.

Hur och när bestäms exit?

Enligt Ehrnrooth AB Segulah försöker göra en plan, om vad bolaget vill åstadkomma i ett portföljebolag när bolaget kommer in. Det är en grov plan och det är en plan som säkert förändras. Ehrnrooth försätter förklara följande: ”När vi investerar vill vi expandera och försöker etablera på marknaden. Vi ska kanske lansera nya produkter, kanske går ihop med någon konkurrent och detta ska göras inom 3-6 år tidsplan. När vi gör detta bygger på att vi äger bolaget och att vi ska försöka göra någonting med den och så säljer vi bolaget. Vi får ingen avkastning förrän vi säljer bolaget, det betyder att vi måste sälja bolaget. Om vi gör ett avtal för tio år vi får inte ha pengarna längre än tio års tid, vi måste sälja bolaget inom den tidsgränsen. Sen tar ägare nästa steg.”

Exitmöjligheter

Marknadsnotering:

AB Segulah försöker alltid ha uppfattningar när bolaget tittar på en investering. Framförallt försöker ha funderingar, finns det någon risk som ingen vill ha i det bolaget. AB Segulah jobbar med så pass relativt små bolag eller medel stora bolag, det finns sällan möjlighet att börsintroducerar dem. Man måste vara så stor eller på något viss intressant för att börsen ska vara på rätt plats. Om man tittar på de börsintroduktioner som man har gjort av riskkapitalbolag under de senaste åren så har det inte varit väldigt många framgångar utan, det har snarare varit misslyckade introduktioner där börskursen har gott dåligt, detta har bidragit

till ökad misstänksamhet mot introduktionen för riskkapitalbolag. Börsintroduktion är komplicerat, det tar mycket lång tid och man har inte kontrollen heller.

Börsintroduktion ur företagets perspektiv

Ehrnrooth förklarar bolagets erfarenheter när det gäller börsintroduktion på följande sätt ” Vi har gjort ett par försök att göra börsintroduktioner de senaste åren, t.ex. med vitvarubolaget Domestic, ett bolag som gör kylskåp till husvagnar och båtar. Det skulle vi sätta bolaget på börsen för drygt ett år sedan och i sista minuten kom det en massa negativa tidningsartiklar om Domestic. Det kom bl.a. att det var för gammal ledning, det var inte uppsatta produkter och de hade dålig utlägg. Plötsligt blev folk fundersamma och tveksamma om de verkligen vill köpa aktier. Till slut drog man tillbaka hela börsintroduktionen.” Enligt Ehrnrooth denna misslyckade börsintroduktion kostade bolaget ca 12 miljoner.

Industriella köpare (Trade sale)

Det bästa alternativet för AB Segulah är industriella köp, skälet till detta är följande: ” om det finns bra industriell tagare så finns det ofta en synergi mellan det portoföljebolaget AB Segulah äger och de som köper. På pappret bör det vara så att den synergi har en viss värde och den värde kan man dela på, exakt hur man delar på det beror på situationen”.

Senaste exit

Ett konkret exempel till vår senaste exit var ett bolag som heter CCS (Clean Chemical Sweden). En familjeägd Amerikansk firma som heter FLIT kom till oss med konkret bud och sade att vi vill köpa CCS. Vi tittade tillsammans med ledningen och kom fram till att sälja bolaget. Huvud skälet till beslutet var att i Sverige skall eventuellt apoteks monopol avregleras, då kommer apotekets produkter att säljas på ICA och i andra butiker om några år. Det rådde sådan osäkerhet som att det var svårt att bedöma, det skulle i så fall få ganska stor effekt för CCS. Vi sade att det risken är svårt att bedöma och det är lika bra att ta chansen. Det skedde med klockren industriell exit. Den amerikanska firman begärt efter europisk firma för att på så sätt få den att växa i Europa. Detta exit var en rent industriell exit utan mellanhänder, inga banker var inblandade, de kom direkt till oss och hela affären blev klar vid årsskiftet.

Genomförandet av exit

När det gäller genomförandet av exiten förklara Ehrnrooth följande:” Vi är primärt intresserade av att försöka finna vad vi kallar på industriella exit, dvs. där det finns industriella köpare som ser att det finns synergi effekt. Vi kartlägger och titta på möjliga vinster. Det betyder att vi har de former av kartläggning, vi förnyar och utvecklar den löpande. Vi lär känna bolaget i någon skedde och börjar vi kanske ta vissa kontakter, där får man börja lära känna med varandra och berättar vi lite gran om vår business och så småningom blir det situation där man vill göra en affär. Då kopplar man ofta en investmentbank som hjälper till att administrera det hela. Vi försöker från vår sida att aktivt planera processer och vi gör det i samarbete med management i de bolagen”.

Kan det vara avgörande det pris som betalas vid investeringstillfälle (entry) och det pris som erhålls vid exit för venture capitalföretaget existens?

Totalt sett går entrypriserna upp lite grand, det kan gå upp mycket i vissa fall och gå ner igen. Om vi tittar på vår affär, har vi hållit ganska konstant entry multiple. Entry multiple är bolagets vinst relaterat till vad man betalar för det. Vår exit multiplar har varierat mycket, vi har fått väldigt bra betalt i vissa situationer och mindre bra betalt i andra.

Vi måste inte ha högre exit multiple än entry multiple för att tjäna pengar. Det är naturligtvis positivt om det är så och om du ser bakåt i tiden när den här branschen var alldeles ny då var det alltid så, det fanns väldigt mycket bolag att köpa, man kunde köpa dem billigt, det fanns stora efterfråga där, så småningom kunde man sälja. Vi säljer bolag på en lägre multiple än vad vi har köpt dem. Då har man tjänat pengar på det, bolaget vi köpte har fått högre vinst. Den andra faktorn är att vi inledningsvis bygger vårt avtal på t ex vår eget kapital och vi lånar pengar från banken, det kapitalet som vi har lånat försöker vi betala tillbaka på resans gång genom att amortera, amorteringarna gör att våra skulder till bankernas sjunker. Om vi gör en affär, köper ett bolag för 500 så kanske vi sätter in 250 och banken lånar 250, sedan äger vi bolaget i 5 år och säljer vi det för 500 men på de fem åren kunde vi betala lånet till banken. Det betyder att vi inte har lån kvar längre på banken, då äger vi 500, och så vi säljer på samma peng men vi får 500. Det finns mer dimensioner än bara att man ska betala lite och sälja dyrt.

Hur skapar Exitmöjligheter?

Exitmöjligheter går inte att skapa utan snarare går att identifiera och se dem. Det måste jobba med löpande, det har att göra med att man måste förstå lite gran vad som händer i en bransch. Om vi äger ett bolag i fem år så det kan hända väldigt mycket i branschen under de fem åren.

Konkurrenter kan gå ihop det kan komma nya konkurrenter, det kanske kommer nya tekniska lösningar. Alla de här sakerna kan leda till att förutsättningar för exiten förenklas. Då gäller att kunna se vad det är för förändringarna som finns, hur påverkar detta till den som kan vara intresserat av mitt bolag? Sedan man brukar lära känna den firman, lär känna hur de tänker liksom ser kombination. Det är någonting man ska jobba på löpande.

Faktorer som påverkar exitbeslut

Det finns många faktorer för att kunna bedöma svårighetens grad av exit, hur konjunkturen är totalt sett, om det är bra konjunktur eller dåligt konjunktur, vad är för bransch, hur branschen går, hur det går för aktörerna i branschen. En Bransch, som går dåligt är till exempel skogbranschen. Den går dålig på grund av dollarras, den lever på dollar baserat intäkt och så har de utgifter i svenska kronor i t.ex. energi och råvaror. I den branschen är det idag så gott som omöjligt att göra exit, det finns ingen köpare, alla vet att det går dåligt för branschen då är det ingen som investerar om man inte så att säga vill köpa väldigt billigt och hoppas att dollarkursen ska vända uppåt så småningom.

Kan exit påverka vc-bolaget negativt?

Det är viktigt att gör rätt vid rätt tidpunkt. Självklart misslyckas man så tar det längre tid än beräknat. Då blir stor arbetsbelastning inte minst för ledningen i bolaget. Om man skulle lägga mycket tid på exitprocessen, är det klart att den tiden hellre skulle läggas på att utveckla verksamheten. Kortsiktigt kan det vara problem, långsikt, om man verkligen ser logik, kommer att bli strakare bolag i framtiden.

Faktorer som styr exitbeslut

Det är ekonomiska fördelar som styr. Förklaringen är att vi har våra pengar i fonder och förvaltar dem i tio år, innan de om tio år måste återlämnas med avkastning till våra investerare.

Vi köper ett bolag och försöker utveckla och sedan sälja det. Om vi inte säljer bolaget så kan vi inte lämna tillbaka pengarna. Så vi måste sälja bolaget förr eller senare. Vi försöker utveckla bolaget så gott vi kan och om vi tycker att vi inte kan tillsätta mer värde i bolaget eller kräver något annan kompetens, då gör vi exit av det skälet.

Vilka är faktorer som påverkar valet av exitbeslut?

Ur vårt perspektiv handlar det om, vad till försäkrar oss en bra avkastning och en bra utveckling, därför att om vi bara tittar på avkastning och säljer vi bolaget till någon som inte tar hand om det eller dåligt köpare, så kommer bolagets framtid att gå dåligt och det kanske försvinner. Det kommer att ligga oss till last, det kommer vi ha nackdel av nästa gång vi ska köpa ett bolag. Fokusen kommer att ligga: varför jag ska sälja mitt bolag till er? Titta på dem som har sålt bolag till oss tidigare liksom de har gjort en bra affär, bolaget har gått bra, vi har utvecklat det och det och sålt på ett förnuftigt sätt. Vi måste göra en långsiktig affär på det vi sysslar med. Sverige är ett litet land skulle man agera på ett sätt som gör att bolaget får illa, om folket tycker att vi har varit oetiska då är det inget bra rykte för bolaget. Våra investerare ställer frågor innan de ger sina pengar till oss. Vad har ni gjort för affärer? Vad har ni för avkastning? Då är det viktigt med bra en rykte.

Orsak till misslyckad exit

I första hand kommer bolagets ”performance”, det är den absolut viktigaste helt dominerande faktorn. Sedan Det finns de andra faktorerna såsom konjunktur och liknande, det är klart att de kan göra att exiten blir sämre. Orsaken till misslyckande exit, vill jag påstå, i åtta fall av tio, är att bolaget som man har köpt går dåligt. Det kan vara också att man från början har valt ”fel” bolag, man har skött bolaget dåligt, vi kanske anställt ”fel” VD i bolaget, vi kanske satt ”fel” styrelse, vi kan tyvärr göra misstag. Det kan börja med valet, men även om vi skulle ha ”fel” val kan vi rätta till i bästa fall. Det går att fixa det som är dåligt.

Konflikter över exiten

Konflikter mellan entreprenören och venture capital

Enligt Ehrnrooth det inträffar konflikter med entreprenörer. Det finns många olika sätt hur konflikten uppstår. Det är svårt att leva med entreprenörer, vi gör egentligen inte det särskilt gärna. Gör vi det skriver vi aktieägaravtal dvs. avtal mellan aktieägarna där man försöker reglera så mycket som möjligt förklarar han. I aktieägaravtalet beskriver mycket detaljerat hur saker och ting ska göras, vem ska bestämma och vad. ”I realitet det är svårt att skriva bort alla saker. Fundamentalt vad som händer när entreprenör säljer en del av sitt bolag till oss han tycker förförande bolaget. Mentalt är svårt för honom acceptera, det spelar ingen roll att han

har fått med massa miljoner han tycker ändå att det är mitt bolag håll tassarna borta. Med den inställningen så blir det lätt konflikter”.

Ehrnrooth menar att man måste vara duktigt att hantera de konflikterna. Konflikter behöver inte vara negativa. Det finns också sätt att lösa dem förnuftigt, man sitter ner och diskuterar och det kan leda till en positivt. Om det blir negativt, då blandar man in jurister, det leder till mycket elände, vilket är olyckliga. I slutändan drabbar det ju investeringar.

När det gäller investeringar med entreprenörer berättar Ehrnrooth följande ”Vi är försiktiga mycket försiktiga när vi går in och investerar med entreprenör. Entreprenören är en stark person, en person som vet exakt det han vill göra. De egenskaperna hos entreprenören gör att han skapar bolag det de brinner för det, duktiga på det han gör, jobbar jättemycket. Han har varken tid eller tålmod att sitta och förklara för oss hur hans verksamhet fungerar osv. Vi försöker jobba smidig men det är väldigt svårt att bedöma på det sättet, oftast tar det ett år eller två innan man lär känna varandra”.

Om viljan inte finns hos entreprenören att göra exit vad gör ni då?

”Vi säger alltid från första dagen vi kommer att göra exit vi kommer att göra den inom tio år. Exakt när och exakt hur det vet vi inte. Vi kommer alltid att göra det så kallad ”draga lång” och ”taga lång”. Draga lång betyder att om vi vill sälja så måste entreprenören också måste sälja, alltså tvingas han att sälja. Taga lång är om vi vill sälja så måste vi se till att han få sälja, det kan vara en situation där någon vill köpa våra aktier men de vill att entreprenören ska ligga kvar därför att det är ett bra sätt att säkra kontinuitet. Om man vill köpa, då får de köpa alltihop men vi måste kunna påtvinga köpet, så gör vi det.”

Ehrnrooth menar om entreprenören inte vill sälja och samtidigt entreprenören är väldigt viktigt till bolagets hälsotillstånd, så är det inte lätt att sälja, bolaget vill inte göra exit om entreprenören inte är med. AB Segulah försöker ha en öppen dialog i de situationer där bolaget har haft entreprenör, så öppnar man dialog löpande med entreprenören, när vi ska göra exit? Hur vi ska göra exit? Det är bara att hoppas på att komma sams. Ehrnrooth tror att det är svårare och vanligare i early stage därför att entreprenören är alltid med. I AB Segulah så finns ju sällan entreprenör.

Typiska konflikter över exiten

Typisk ideala konflikter är med kapital att göra, om det ska tillföras mer kapital Hur ska det göras? Det försöker man reglera, om man ska lösa ut eller om någon vill sälja en del av sitt innehav så försöker man reglera innan. Hur ska vi betala? Hur ska vi värdera? Om man inte

har gjort det innan så ska man vara ganska säker att man ska göra det sedan. Bolaget försöker reglera saker som styr sammansättning, om du ska ha styrelse i bolaget hur många ska du få tillsätta? Hur många ska vi få tillsätta? Kontroll frågor går helt bra att reglera men det går inte reglera allt, det är omöjligt.

Företagslednings roll vid exiten

Företagsledningar är viktiga i sin helhet, men naturligtvis det är de väldigt viktiga vid exit. Det innebär också att det är viktigt att komma överens med ledningen om exit, om ledningen inte vill göra exit så blir det väldigt svårt. Bolaget försöker ha även där att ha en dialog samtidigt som hela vår modell bygger på att företagsledningen är del ägare i bolaget eller på erbjudande av att bli delägare, vilket förhoppningsvis ska leda till att de tycker ännu roligare att jobba i bolaget. Förhoppningsvis ska de se exit på samma sätt som vi, gör vi exit gör de också.

Finns det motstånd från lednings sida när ni gör exit?

Det kan finnas motstånd mot tajming, i och med från första början kom överens om att göra exit. Då är det troligtvis finns inget motstånd mot exit i sig, det kan finnas diskussion och lite motstånd när man diskuterar tajming, det får man försöker jämka lite gran. Det kan finnas goda skäl, oftast är ju företagsledningen som kan businessen. Om bolaget tycker orsaken till motståndet och verkar förnuftigt och tror på det, då kan det vara acceptabel.

5. ANALYS OCH RESULTAT

I detta kapital analyserar vi de intervjuresultat som vi har kommit fram genom empiri undersökning och kommer att jämföras med teorier som redovisats.

5.1 Investeringsbeslut och urvalsprocess

De undersökta bolagen följer urvalsprocessen enligt Tyebee och Bruno beskrivning (1984). Enligt Larson i Småföretaginvest AB, urvalet av portföljebolagen kan bero på branschen, marknaden, aktörerna i marknaden och företagsledningen. Vidare markerar Larson att det måste finnas en tillväxt potential i de portföljebolag samt det är viktigt att bolagets värde också utvecklas. Företagen måste ha förtroende för entreprenören och ledningen att de kan visa något som de har gjort tidigare som företaget tror på för att kunna investera.

Enligt när Brändström Spiltan AB investerar går genom portföljebolagets referenser. Brändström menar urvalsprocess är en ganska lång process. Bolaget undersöker hur portföljbolaget är, sedan värderas och analyseras och till sist beslutar om investering. Vid investering av portföljebolaget Spiltan AB måste tro på portföljebolaget om de verkligen vill satsa pengar på.

Procuritas Invest AB har kanske två investeringar per år och ca 99 % försvinner på vägen. Företaget värderar och analyserar och sluta engagera i de portföljebolagen som inte är värd att satsa på. Enligt Rignell vid urval av portföljbolag, ledning, marknaden, deras position på marknaden, hur bolaget är som sådant som är viktigt . När det gäller investeringskriterier finns inte jätte strikta kriterier snarare en mängd sådana och lägger ihop dem. Rignell betonar vikten av portföljebolagets ledning och marknadspositioner.

Bolaget AB Segulah investerar i ett portföljebolag som generera stark och positiv kassaflöde. Erfaren företagsledning som känner verksamheten och vet hur de utvecklar den. Bolaget vill gärna investera i bolag som har en stark marknadsposition i något segment.

Alla företagen i undersökningen betonar vikten av ledningen i portföljebolagen när de investerar men när det gäller investeringskriterier varierar från bolag till bolag.

5.2 Investeringsfaser

Småföretaginvest AB investerar inte i startupfasen. I start upp faser det blir mer operativa fråga enligt Larson. Företaget ska bidra med strategi och nätverk. Det kan vara strukturaffärer och kontakter på den nivån. I sena faser blir det mer strategisk satsning.

Spiltan AB jobbade ganska mycket i tidiga faser 1999 till 2001. Bolaget gjorde investeringar i portföljbolag med ganska högrisk, de bolagen antingen lyckades bra eller försvunnit. Efter 2001 har investeringar bara varit i befintliga bolag med existerande lönsamma affärsidé och stabila bolagen för att balansera upp risken

Procuritas investment KB investerar bara i mogna portföljbolag. Vid investerar i startupp fasen är risken högre och därmed avkastningskraven. Bolaget har samma avkastningskrav oavsett bransch, dessutom risken i de portföljbolagen som bolaget investerar är låg. Avkastningskraven kan skilja hur hög risk portföljbolagen har och risken kan variera beroende på viken fas bolagen befinner sig.

AB Segulah sysslar inte med early stage. Bolaget har tidigare sysslat med detta men misslyckades, numera investerar AB Segulah i mogna bolag som är etablerade. I early stage kanske ett av tio bolag överlever de andra försvinner och den ena bolagen måste finansiera alla de andra portföljbolagen som försvinner.

De undersökta bolagen investerar inte i start up fasen, vissa av bolagen har tidigare investerat i start up. Bolagen satsar på sena faser avsikten med detta är att minska risken och dessutom att expandera företagets produktions och distributionskapacitet till sådan omfattning att man uppnår stordriftsfördelar. Kapitalet används vanligen till utbyggnationer, marknadsföring, rörelsekapital eller produktförbättringar i enlighet med teorin i establishment finance.

5.3 Exitstrategier

D.Gorden Smith (2000) påstår innan en venture capitalist investerar han planerar för exit. När det gäller exit planer Småföretaginvest AB har en tanke och uppfattningar hur exiten ska se ut men företaget har inte specificerat planer hur exiten ska se ut. Förtaget har inte en färdig plan vid investeringstillfället.

Enligt Rignell Procuritas Partners har planer och analys vilken typ av försäljning företaget kan göra, vilka olika alternativen som finns, hur stor sannolikheten är i de olika exit alternativen. Företaget har inte en färdig exitplan utan man har olika antal alternativ att välja på och sedan jobbar med det alternativ som ser mer sannolikt ut.

Segulah AB har inte riktigt exit planer vid investeringstillfället. Däremot företaget försöker ha uppfattning av detta. Bolaget kan ha funderingar hur exiten ska se ut vid investeringen men efter några år kan marknaden se annorlunda ut och därmed blir exiten annorlunda.

Sammanfattningsvis alla företagen har samma syn angående exitplan, dvs. de påstår att det är svårt att ha en färdig exit plan på grund av ovissheten i marknadens framtida utveckling.

Till skillnad från D.Gorden Smith (2000) påstående de undersökta företagen har inte en färdig exitplan vid investeringstillfälle. De bolagen som undersökts har inte färdigtplan däremot har de funderingar hur exiten ska se ut. Bolagen anser att förutsäga framtiden är omöjligt när det gäller exitplan, detta överstämmer med Bygrave & Timmons, (1992) beskrivning nämligen att många faktorer påverkar exitstrategin och att förutsäga framtiden är närmast omöjligt

5.4 Exitmöjligheter

Marknadsnotering

Börsnotering och industriell försäljning är de vanligaste exitmöjligheter för venture capital bolagen (Isakson, 1997) &. (Johan Ogden, 1989)

Småföretaginvest AB är för små för att ha börsnotering som mål. Bolaget håller på med små bolag så är inte börsnotering första hand alternativ. Det kan hända vissa bolag kan vara aktuella för sådan exit men det är sällsynt.

Enligt Brändström Spiltan AB har ingen avsiktigt att göra exit genom att börsnotering. Men de har haft erfarenhet av det tidigare.

Procuritas investment KB anser det är svårt att börs introducera ett bolag. Börsintroduktioner under de senaste åren har inte varit väldigt framgångsrik. Detta bidrog till ökad misstänksamheten mot introduktionen för riskkapital bolagen. Enligt Procuritas investment AB börsintroduktion är komplicerat, tar längre tid och har inte direkt kontroll.

Börsintroduktion är inte första hand val för företaget.

AB Segulah har gjort ett par försök att göra börsintroduktioner i de senaste åren. Olyckligtvis kom massor med negativa tidningsartiklar som inte gynnar bolaget. Till slut drog bolaget tillbaks börsintroduktionen.

De undersöktes företag delar samma syn angående börsintroduktion, således börsintroducera ett bolag är inte förstahand alternativ. Till skillnad från Isakssons & Ogden teori, börsnotering är inte första hand val för de undersökta bolagen.

Trade sale

Börsnotering och industriell försäljning är de vanligaste exitmöjligheter för venture capital bolagen (Isakson, 1997) &. (Johan Ogden, 1989)

Det absolut bästa alternativet för Småföretaginvest AB är en industriell köpare (Trade sale) att någon från branschen köper bolaget.

Fördelen med industriella köp är enligt Larson är att industriell köparna kan värdera andra parametrar som andra köpare inte kan se t.ex. synergieffekter som de sätter ett värde. De industriella köparna vill komma åt vissa kunder eller marknader som gör att de värderar bolaget mer för sådant som inte syns i resultat. Spiltan AB har gjort ett konkret fall med bolaget som heter konkorslagret.com som säljer kontorsvaror på nätet till låga priser. Men bolaget hade inte tillräckligt med finansiella resurser och valde istället att sälja bolaget till industriell köpare. Procuritas investment AB i de senaste investeringar har haft tre olika potentiella industriella köpare. Fördelen med industriella köpare är enligt Rignell ofta att industriell köparna antar någon typ av synergier. Eftersom företagen jobbar i samma marknad kan kombinera produktion, försäljning t.ex. Den typen av faktorer kan sänka kostnaden, öka intäkterna och kunna ge stora värden.

Den bästa alternativ för Segulah är industriella köp, om det finns bra industriell tagare så finns det ofta synergier mellan de bolagen. På pappret bör det vara så att den synergien har en viss värde och den värde kan man dela på.

I dem undersökte bolagen försäljning till industriell köpare är det bästa alternativ. Enligt teorin, industriell försäljning är de vanligaste exitmöjligheter för venture capital bolagen och detta stämmer överens med undersökningen.

5.5 Hur skapar man exitmöjligheter?

För att skapa exitmöjligheter venture Capitalbolagen bör ha "Rätt" investeringskriterier vid urval av portföljföretag, företagsledning, styrelsens sammansättning och bygga ett attraktivt företag (Sture Lundén, 1999). Enligt Småföretagarnas AB, att skapa exitmöjligheter är ett långt arbete man skall bygga upp relationer, bolaget synas i rätt sammanhang och hitta rätt positioner på marknaden, företaget har ett aktivt ägande, de sitter i styrelse i de portföljbolagen på ett och annat sätt samt rätt företagsledning är helt avgörande säger respondenten. Dock Spiltan anser i det mindre bolag då är det individen som är mycket viktigare än bolaget, en bra individ kan rädda en dålig affärsidé, samt det gäller att hitta ett bra bolag. Enligt Procuritas Partners KB först och främst tittar de bolagets affärsidéer och marknadspositioner sedan tittar man på ledning. Givetvis företagslednings roll vid exiten är en viktig parameter men inte det enda parametern. Segulah tycker också att bra företagsledningar är viktigt i helhet inte minst vid exiten, att välja "rätt" bolag, att sätta "rätt" styrelse är också viktiga kriterier som man måste uppfylla.

De undersökta bolagen anser för att kunna skapa exitmöjligheter det är nödvändigt, att bygga attraktivt bolag, att sätta "rätt" styrelse och hitta "rätt" marknadsposition och att bra företagsledning är några av de viktiga parametrarna vid exiten och detta överstämmer med teorin.

5.6 Faktorer som påverkar exitbeslutet

Enligt Isaksson (2000) ett flertal olika faktorer påverkar valet av exit.

Enligt Småföretaginvest AB faktorer som påverkar valet av exitstrategi kan vara när företaget inte kan bidra mer för att utveckla bolagen. Förutom detta bolags utveckling i förhållande till branschen, tillfället och tajming är viktiga faktorer. Spiltan AB menar ekonomiska faktorer är avgörande men juridiska faktorer förekommer när tvister uppstår.

Procuritas AB är faktorer som påverkar valet av exitstrategi primärt är de ekonomiska faktorer. Det är inte direkt de juridiska komplikationer eller med det juridiska natur göra. Det är främst de kombinationerna av tre faktorer som är avgörande: 1:a när Procuritas kan inte tillföra mer värde i bolaget 2:a marknadssituation 3:e när en köpare lägger ett bra bud och 4:e rätt tajming. AB Segulah menar det finns många faktorer som påverkar valet av exitstrategi.

Faktorerna kan vara konjunkturläget, i vilken bransch man befinner sig, hur branschen går och aktörerna i branschen osv.

Enligt empirin är i första hand de ekonomiska faktorer som påverkar valet av exit beslut och när bolaget inte kan tillföra mer värd. Detta överstämmer med teorin om de ekonomiska faktorer som Isaksson beskriver men när det gäller de institutionella och psykologiska faktorer finns inte belägg i empirin.

5.7 Konflikter över exiten

Enligt Brändström i vissa fall där bolaget investerar med entreprenörer kan konflikt uppstå. Orsaken till konflikt kan vara ibland entreprenörens fel ibland venture capitalistens fel. Samarbetessvårigheter med entreprenör har inträffat tidigare och detta led till konflikt.

Enligt Rignell när Procuritas Investment KB köper portföljebolaget finns entreprenör inte kvar i bolaget. I de fall där entreprenör är med portföljebolag måste skriva aktieägareavtal som villkor vad det gäller exiten.

Enligt Ehrnrooth det inträffar konflikter mellan entreprenörer och entreprenörer. Det finns många olika sätt hur konflikten uppstår. För att undvika konflikter skriver bolaget aktieägaravtal.

Enligt D. Gordon Smith, 2000 Venture Capitalist utövas sin kontroll över exitbeslut i en av de två vägar: Antigen genom styrelse kontroll över portföljebolaget eller genom att erhålla specifika avtalsrättigheter när det gäller exit, detta delvis stämmer med våran undersökning.

6. SLUTSATS

I detta kapital redovisas de som har framkommit i analysen och resultat som leder till slutsatsen. De frågor som skulle besvaras i slutsatsen är följande:

- *Vilka faktorer påverkar exitbeslutet för venture Capitalbolag?*
- *Hur venture Capitalföretagare skapar exitmöjligheter*
- *Hur Venture Capitalbolagen upplever de olika exitmöjligheter?*

Faktorer som påverkar exitbeslutet

Enligt undersökningen det främsta faktor som påverkar exitbeslutet är ekonomiska faktorer. Dessa ekonomiska faktorer är;

- När företagen inte kan tillföra mer värde i bolaget
- Konjunktur utveckling
- Markandssituation
- Rätt tajming och
- Ett bra bud på portföljbolaget

De juridiska faktorerna kan förekomma i form av konflikt mellan ägarna och det inträffar väldigt sällan. Konsekvenser av juridiska hinder leder till ekonomiska effekter. Några institutionella och psykologiska faktorer inte har hittats i vår undersökning.

Slutsatsen av undersökningen är ekonomiska faktorer som dominerar valet av exitbeslut.

Skapandet av Exitmöjligheter

Att skapa exitmöjligheter är ett långt arbete. Ett venture capitalföretag måste uppfylla viktiga kriterier från dag ett såsom;

- Att välja ”rätt” bolag med bra affärsidé,
- Att etablera bra kontaktnät,
- Att synas i rätt sammanhang
- Att hitta rätt positioner på marknaden

- Att ha aktiv äganderoll, genom till exempel att ha representanter i styrelse i portoföljebolagen.
- Att ha bra företagsledning

Slutsats av de ovan nämnda kriterier kan leda till att ha en bra insyn över företaget som i sin tur bidrar till utveckling av företaget och skapar ett bättre exitmöjlighet.

Venture Capitalbolagens upplevelse av de olika exitmöjligheter

De flesta företag i undersökningen strävar i första hand efter en försäljning av portföljbolaget till industriella köpare förklaringen till detta är;

- Industriella köparna kan värdera andra parametrar som andra köpare inte kan se t ex synergieffekter som de sätter ett värde och vill komma åt kunder eller marknader på så sätt värderar bolaget högt.
- I och med bolagen jobbar i samma marknad kan kombinera produktion, försäljning på så sätt kan sänka kostnaden, öka intäkterna och kunna ge stora värden.
- Misslyckande av börsintroduktion kan alvarligt skada rykte på venture capitabolaget.
- Misstänksamhet för börsen finns kvar fortfarande efter den stora börsnedgången i början av 2000
- De höga kraven som börsen ställer

Slutsatsen i undersökningen är att industriellförsäljning (Trade Sale) är en klar bästa exitmöjlighet i de undersökta bolagen.

7. DISKUSSION

7.1 Kritisk Granskning

“The existing literature on venture capital exits is limited. Early research focused on the role of venture capitalists in developing companies that could complete an initial public offering (Gompers & Lerner, 1999); Megginson & Weiss, 1991); Barry et al., (1990)”.

De befintliga litteraturer och vetenskapliga forskningar som behandlar exit är begränsad. De flesta funna inhemska och utländska forskningar handlar om enbart marknadsnoterade exit. När vi har då bestämde oss att skriva uppsatsen vi utgick från att vi kunde få tillräckligt med materiel som behandlar exit. Men under resan gång upptäckte vi brister om att finna tillräckligt med data. De problem som vi mötte speciellt vad det gäller att hitta befintliga informationer mer eller mindre påverkade negativ vår undersökning.

7.2 Vidare Forskning

Under uppsatsens gång har vi funnit några aspekter och funderingar inom ämnesområde som skulle kunna forska vidare. Det har en bland de undersökta venture Capitalister uttryckt sig om trovärdighet, moral och etik gentemot entreprenörer. När det gäller venture capitalister handlar det om bara att skapa snabbast möjliga värdetillväxt hos portföljbolag och sen stycka i bitar och sälja den, eller (med tanke på många entreprenörer har mindre kunskap om finansiella marknaden) köpa billigt portföljbolaget stoppa in massor med pengar, pumpa upp volymen, gasen i botten och sen sälj ut bolaget utan att ta något som helst hänsyn till entreprenören. Vi rekommenderar att göra närmare undersökning angående de ovan nämnda funderingarna.

Källförteckning

Risikkapitalet och de mindre Företagen- Om Venture Capitalmarknadens utveckling SIND
1987: 2 Venture

Carlstoft, O. (1997). Capital mer än bara finansiering

Johan, Ogden (1989). Handbok i venture Capital och företagsutveckling.

Ernst & Young, (1994). Riskkapital små och medelstora företag i Norden

Industriförbundet och NUTEK(1998). Entreprenörsfonder riskkapital till växande småföretag

Internet

Agenda tillväxt - *Föreningens program för entreprenörer och investerare* www.Svca.se

Berggren, Tom (2002). *Svenska Riskkapitalföreningen, Att investera i private equity och venture Capital*). (<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageID=6536>)

www.Foretagsbyggarna.se Sture Lundén (1999). *Hur skapar man exitmöjligheter?*

Tuomo, Raasio (2005). *Att förbereda en exit.*

<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageID=13761>

Svenska riskkapitalföreningen (2005). *Agenda tillväxt - Föreningens program för entreprenörer och investerare* www.Svca.se

http://www.procuritas.se/index_se.htm

<http://www.spiltan.se/>

http://www.segulah.se/frameset_segulah.html

<http://www.aldano.se/nyasmafi/index.html>

Vetenskapliga artiklar

Tyebjee och Bruno (1984). *School of business, university of Santa Clara, California 95053 – Management Science. Volume30, No 9 September1984.*

Isaksson, Anders (2000). *Venture Capital - Begrepp och definitioner. Medlemsartikeln 2000.*

D.Gordon Smith (2000). Control Over Exit in Venture Capital Relationships Northwestern School of Law of Lewis & Clark College

Mike Wright; Ken Robbie; Mark Albrighton (2000) Secondary management buy-outs and buy-ins international journal of Entrepreneurial behavior and research 2000 volume:6 number: 1 page: 21—40 publisher Emerald Group

Martha, A. Schary (1991). *The probability of exit RAND journal of Economics vol. 22, No. 3*

Paul, A. Gompers and Josh, Lerner (1999).*The venture Capital cycle, Hong Kong*

Isaksson, Anders (1997). *Exitstrategier – motiv och konsekvenser. Handelshögskolan Vid Umeå Universitet. Publicerat i Närings – och teknikutvecklingsverket (NUTEK), Marknadsplatser för handel med aktier i små företag – en delrapport. Stockholm 1997*

Intervjuer

1. Tore Larson, Investment Manager: Småföretaginvest AB
2. Erik Brändström, Investment Manager: Investment AB Spiltan
3. Patrik Ringell, Investment Manager: Procuritas Partners KB
4. Sebastian Ehrnrooth, Investment Manager: AB Segulah

