

Södertörns högskola | Institutionen för Ekonomi och företagande
Kandidatuppsats 15 hp | Finansiering | Vårterminen 2012
Programmet för Entreprenörskap, innovation och marknad

Priset på förväntan

En studie i hur unga tillväxtföretag värderas i praktiken.

Av: Erik Wikfeldt och Charlotte Nordin
Handledare: Maria Smolander

Förord

Vi vill inleda denna uppsats genom att tillkännage de personer som bidragit till resultatet. Först vill vi tacka de respondenter som ställt upp med synnerligen intressanta och lärorika intervjuer. Empiriinsamlingen var en av de roligaste bitarna i denna studie. Vi vill även passa på att tacka vår handledare för den vägledning hon har gett oss, samt våra opponenter för kloka tips och råd.

Arbetsprocessen som frambringat kandidatuppsatsen har varit mycket givande. Utöver den insikt vi har fått i ämnets litteratur har vi även fått en djupare inblick i det praktiska arbetet i riskkapitalbranschen, samt vad en entreprenör kan behöva tänka på vid sökande av externt kapital. Att från grunden skapa en akademisk uppsats har även gett oss viktiga lärdomar gällande att arbeta i team och tillsammans uppnå ett gemensamt mål.

Avslutningsvis hoppas vi att läsaren kommer att finna denna uppsats intressant.

Stockholm 2012-05-30

Erik Wikfeldt & Charlotte Nordin

Abstract

Young companies with high growth potential are difficult to value since access to information is inadequate. A potential investor must therefore estimate the young growth company's future development, since trends cannot be based on historical data. Thus the uncertainty factor as well as the high risk of failure must be weighed in. The purpose of this paper is to examine how valuation of young companies with high growth potential works in practice and see how risks and irrational behavior are managed during the evaluation process. Part of our purpose is also to identify factors that affect the price of ownership.

We have chosen a qualitative approach to answer our question of formulation and to get a deeper understanding of the factors affecting valuation, as well provide insights into the human behavior in the investment process. In this paper, we have interviewed three representatives from venture capital companies, as well three business angel investors. The respondents' answers were then analyzed on the basis of the essays formulated theoretical framework, which affects the areas investment process, value-drivers, valuation models, risk management and irrational behavior.

The study analysis and conclusions indicate that the entrepreneur's own quality's is the primary value-driver when a young company with great growth potential is valued and a decisive factor for an investment decision. Other important parameters are growth potentials such as favorable market conditions and competitive advantages over other players.

Soft and hard data that is available as well as the assessor's intuition and experience from previous investments form together the final view of how the company reasonably can be developed. Due to the limited information, intuition is seen as a complementing tool in the valuation. The return may be negatively affected when intuition misleads and results in a misrepresentation of reality.

The most common valuation method used is comparative valuation applying multiples of comparable companies. However, the greater the potential return is, the less important a precise value becomes. Before the investment decision is made, the investor executes a due diligence to ascertain whether the information gained by the company is correct and that no information is withheld.

The investor's perception of the company's value is then set against the entrepreneur's during a negotiation at which the stock price is finally determined. An entrepreneur who is a skilled negotiator and good at marketing themselves in the venture capital industry can however generate a higher valuation. This can result in that the investor wants to negotiate regulatory mechanisms that will secure the investor's return. Strict contracts, requirements for preferred stock and other special clauses can reduce the significance of the value.

Keywords

Young growth companies valuing irrational behavior value drivers risk management

Sammanfattning

Unga tillväxtföretag är svåra att värdera då tillgången till information är bristfällig. En potentiell investerare måste därmed uppskatta det unga tillväxtföretagets framtida utveckling då trender inte kan spåras i historisk data. Osäkerhetsfaktorn, såväl som den höga risken för misslyckande, måste således vägas in. Syftet med uppsatsen är att undersöka hur värderingen av unga tillväxtföretag går till i praktiken samt se hur risk och irrationalitet hanteras i processen. Vårt delsyfte är även att urskilja de faktorer som styr priset på ägarandelen.

Vi har valt en kvalitativ ansats för att besvara vår frågeställning och för att få en djupare förståelse för de faktorer som inverkar på värderingen samt få en inblick i det mänskliga beteendet i investeringsprocessen. I denna undersökning har vi intervjuat tre representanter från Venture Capital-bolag samt tre affärsänglar. Respondenternas svar har sedan analyserats med utgångspunkt i uppsatsens teoretiska referensram som berör ämnena investeringsprocess, värdedrivare, värderingsmodeller, riskhantering samt irrationellt beteende.

Studiens analys och slutsats visar att entreprenörens kvalitéer är den främsta värdedrivaren när ett ungt bolag med stor tillväxtpotential ska värderas och en avgörande faktor för ett investeringsbeslut. Andra viktiga parametrar är tillväxtmöjligheter så som goda marknadsförutsättningar och konkurrensfördelar gentemot andra aktörer.

Mjuk och hårddata som finns till förfogande samt bedömarens intuition och erfarenhet från tidigare investeringar bildar tillsammans den slutgiltiga uppfattningen om hur företaget rimligtvis kan utvecklas. Intuitionen ses som ett viktigt kompletterande verktyg när informationsbrist råder vid värderingen. Avkastningen kan emellertid påverkas negativt när intuitionen vilseleder och resulterar i misstolkning av verkligheten.

Den vanligaste värderingsmetoden som används är jämförande värdering där multiplar från liknande bolag används. Dock minskas kravet på en preciserad värdering ju större den potentiella avkastningen är. Innan investeringsbeslutet utförs en due diligence för att undersöka om den information de fått av bolaget stämmer samt att ingen information undanhållits.

Investerarens uppfattning om bolagets värde ställs sedan mot entreprenörens under en förhandling där aktiepriset slutligen fastställs. En entreprenör som är en skicklig förhandlare och duktig på att marknadsföra sig i riskkapitalbranschen kan dock generera en högre värdering. Detta kan resultera i att investeraren vill förhandla om reglerande mekanismer som ska säkra investerarens avkastning. Strikta avtal, krav på preferensaktier samt andra specialklausuler kan då reducera värderingens betydelse.

Nyckelord

Unga tillväxtföretag	värdering	irrationellt beteende	värdedrivare	riskhantering
----------------------	-----------	-----------------------	--------------	---------------

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1. Bakgrund	1
1.2. Problembakgrund	3
1.3. Problemformulering	4
1.4. Frågeställning	4
1.5. Syfte	4
1.6. Avgränsning	4
2. Referensram	5
2.1. Värdering av unga företag med stor tillväxtpotential	5
2.2. Investeringsprocessen	6
2.3. Värdedrivande faktorer	8
2.4. Värderingsmetoder	9
2.5. Riskhantering	12
2.6. Irrationellt beteende vid bedömningar och beslutsfattande	14
2.7. Tidigare forskning om riskkapitalisters bedömning	16
2.8. Analysmodell	18
3. Metod	20
3.1. Metodval	20
3.2. Datainsamling	20
3.3. Urval	22
3.4. Reliabilitet	22
3.5. Validitet	23
3.6. Källkritik	23
4. Empiri	25
4.1. Affärsängel 1 (A1)	25
4.2. Affärsängel 2 (A2)	28
4.3. Affärsängel 3 (A3)	31
4.4. Venture Capital 1 (VC1)	34
4.5. Venture Capital 2 (VC2)	37
4.6. Venture Capital 3 (VC3)	40
5. Analys	45
5.1. Värdedrivande faktorer	45
5.2. Värderingsgrund	46
5.3. Värderingsmetod	47
5.4. Avkastningskrav	49
5.5. Förhandling	50
5.6. Riskhantering	50
5.7. Irrationalitet och felbedömningar	52
5.8. Hantering utav irrationalitet	53
6. Slutsats	55
7. Avslutande diskussion	58
7.1. Egna reflektioner	58
7.2. Förslag till vidare forskning	59
8. Källförteckning	60
9. Bilagor	63
9.1. Intervjumall	63

1. Inledning

Med detta kapitel avser vi presentera ämnets bakgrund och roll i samhället. Från en bredare diskussion smalnar ämnet av och landar i uppsatsens problemformulering och syfte. I kapitlet beskrivs även vilka undersökningsfrågor som vi vill besvara i studien.

1.1. Bakgrund

För att nya och små företag ska kunna bidra till ekonomin har vikten av riskkapital understrukits då många unga tillväxtföretag är beroende av externt ägarkapital för att kunna hålla sig kvar på spelplanen, utvecklas och expandera.¹

En entreprenör som kan visa upp en affärsidé med stor tillväxtpotential är inte nödvändigtvis samma person som sitter på kapitalresurser för att kunna utveckla projektet vidare. Riskfyllda och osäkra projekt har svårt att attrahera finansiering från låneinstitut på grund utav informationsasymmetrin, det vill säga att den ena aktören har bättre information än den andra.² Entreprenören har till exempel bättre kännedom om affärsidéns möjligheter samt vet mer om sin framtida betalningsförmåga än långgivaren. Moral hazard är en annan aspekt på informationsproblematiken vilket innebär att den ena aktören inte har någon drivkraft att tillfredsställa den andres intressen. Incitamentet att spendera företagets kapital oaktsamt blir större när entreprenören inte längre står för hela kostnaden. Lånefinansiering kan därmed vara problematiskt då bankerna inte vill bära stora risker. För att inte riskera att förlora kapital om företaget misslyckas kräver de ofta någon form av säkerhet, ibland av entreprenören själv i form av en personlig borgen.³

Riskkapitalister däremot tjänar pengar på att överbrygga informationsgapet mellan finansiär och entreprenör och investerar i företag med hög avkastningsmöjlighet. Genom att ta ett aktivt ägarengagemang minimerar de problematiken med moral hazard och asymmetrisk information. Förutom kapital kan de även bidra med kunskap, ägarstyrning och nätverk vilket kan leda till att företaget kan växa och utvecklas snabbare.⁴

¹ Isaksson, A., (2006), Studies on the Venture capital process, Print & Media, Umeå University 220:2002302

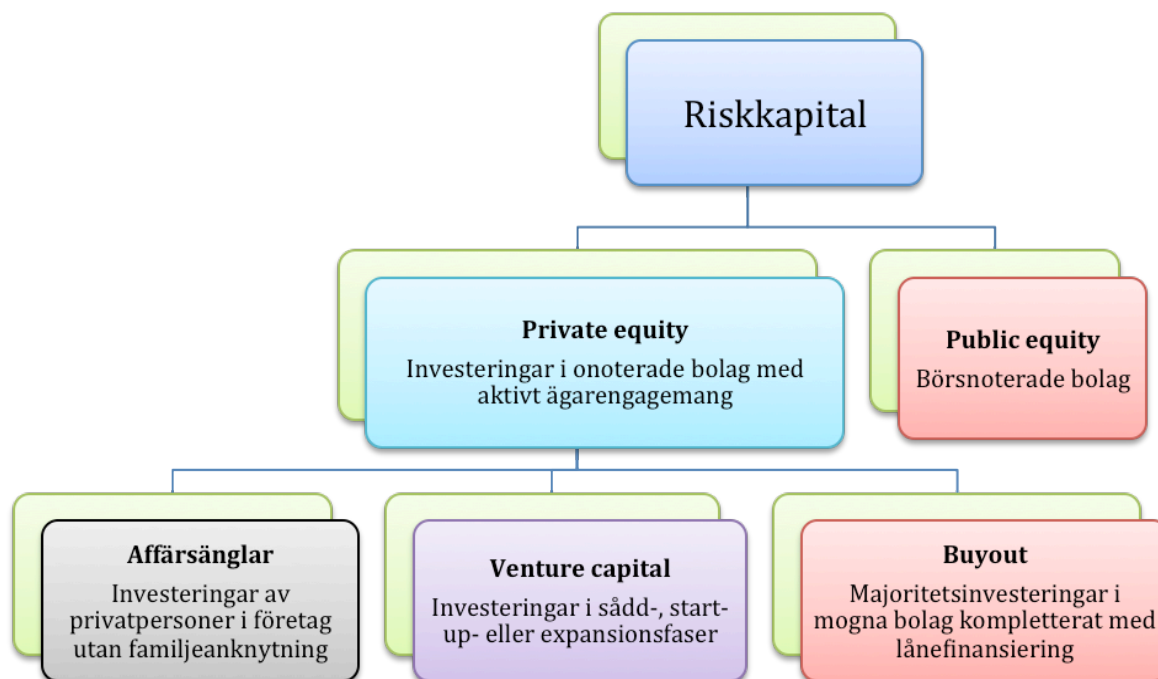
² Hemsida: <http://www.ne.se/rep/nobelpriset-2001-ekonomi> 120510)

³ Nielsen, Thomas (1994). Riskkapitalboken. Författaren och Mill Hill Förlag.

⁴ NUTEK. (2005). Utvecklingen för Riskkapitalbolagens portföljbolag 1999–2004, rapport R 2005:22

1.1.1. Private equity

Riskkapital är ett samlingsnamn för kapital som investeras i bolag i utbyte mot ägarandelar. De investeringar som görs i publika företag kallas för public equity medan investeringar i onoterade företag kallas för private equity. Idag har begreppet riskkapital dock felaktigt blivit synonymt med private equity.⁵



Figur 1.1. Olika typer av riskkapital⁶.

Private equity kan förse företagen med kapital när låneinstitut inte vill stå för risken och är ett samlingsbegrepp som innefattar flera olika aktörer där de vanligaste är:

Informellt riskkapital

- Affärsänglar – privatpersoner som satsar sin egen förmögenhet och som oftast själva har en entreprenöriell bakgrund.

Formellt riskkapital

- Venture capital-bolag – företag som förmedlar riskkapital och investerar i relativt tidiga skeden
- Buyout-bolag – investerar i mogna företag med utvecklingspotential och behov av aktiva ägare med finansiella muskler.

⁵ Hemsida: www.svca.se Om riskkapital. [hämtad: 2012-05-30].

⁶ Ibid.

1.1.2. Definition av unga tillväxtföretag

Då unga tillväxtföretag är ett återkommande begrepp i denna uppsats anser vi att det kan behövas en precisering och vi utgår från Damodaran's beskrivning av ett företags två första faser i livscykeln. Karaktäristiskt för dessa bolag är ökande alternativt inga intäkter, lågt alternativt negativt resultat, ingen alternativt begränsad och instabil historia på marknaden samt att bolagets värde främst utgörs av framtida tillväxt.⁷

1.2. Problembakgrund

När en entreprenör har valt private equity som finansieringsform och hittat en möjlig investerare som kan bidra med eget kapital måste företaget värderas. Oavsett om finansiären satsar sin egen förmögenhet (informellt riskkapital) eller utgörs av ett företag som förmedlar riskkapital (formellt riskkapital) är vetskapen om vad en tillgång är värd och vad som avgör dess värde en förutsättning för ett intelligent investeringsbeslut. Att placera kapital i ett ungt tillväxtbolag präglas av hög osäkerhet varför värderingen inte kan bedömas efter dess precision. Det kommer alltid att finnas osäkerhet förknippad med värderingar och även den bästa värderingen kommer ha en betydande felmarginal. När allt kommer omkring är det inte hur korrekt värderingen är som bestämmer dess funktionsduglighet utan hur värdet är i förhållande till andra investerares värdering av samma företag. Vissa företag är lättare att värdera, en värdering av ett ungt tillväxtföretag kräver dock en blandning av prognoskompetens, tolerans mot osäkerhetsfaktorer och tillåtelse att göra misstag – egenskaper som flera analytiker saknar.⁸

Unga tillväxtföretag är svåra att värdera då tillgången till information är bristfällig. Uträkningar som bygger på historiska data blir självklart mer problematiskt ju yngre företagen är.

Traditionella metoder som används för att beräkna kassaflöden, tillväxttakt och diskonteringsränta ger orealistiska siffror eller fungerar inte. En potentiell investerare måste därmed uppskatta det unga tillväxtföretagets framtida utveckling då trender inte kan spåras i historisk data. En annan viktig aspekt som försvårar värderingen är också det höga antalet konkurser och avvecklingar hos unga företag. Osäkerhetsfaktorn såväl som den höga risken för misslyckande måste således vägas in.⁹

⁷ Damodaran, A. (2010), *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, 2nd Edition. FT Press, s. 8

⁸ Damodaran, A. (2006), *Damodaran on Valuation*. Wiley & sons, New York

⁹ Damodaran, A. (2009), *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. Stern School of Business, New York University

1.3. Problemformulering

Det problem som vi vill undersöka i denna studie är att ett ungt tillväxtföretags begränsade historia i kombination av osäkerhet och volatilitet försvårar en värdering av företaget.

1.4. Frågeställning

Ovanstående problemformulering leder till följande frågeställning:

Hur går riskkapitalisters värdering av unga tillväxtföretag till i praktiken och vad styr priset på ägarandelen?

För att kunna besvara denna frågeställning har vi tagit hjälp av fem undersökningsfrågor:

- Vad är det för faktorer som påverkar ett ungt tillväxtföretags värde?
- Vad baseras de antaganden på som ligger till grund för bedömningen av den förväntade framtida utvecklingen?
- Vilka värderingsmetoder används?
- Hur hanteras irrationalitet vid bedömningen?
- Hur hanteras risk i investeringsprocessen?

1.5. Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur värderingen av unga tillväxtföretag går till i praktiken samt se hur risk och irrationalitet hanteras i processen. Vårt delsyfte är även att urskilja de faktorer som styr det slutgiltiga priset på ägarandelen.

1.6. Avgränsning

I studien ger vi venture capital-bolags samt affärsänglars perspektiv då det är värderingen utav unga företag som präglas av osäkerhet som vi vill undersöka. Vi har också valt att lägga störst fokus på ensamma affärsänglar och vidrör inte organiserade nätverk av affärsänglar något djupare för att smalna av ämnet. Samtliga respondenter bedriver sin verksamhet i Stockholm men investerar i bolag som är belägna runt om i Sverige samt till viss del utomlands. Investeringarna ska ha skett under 2000-talet, denna avgränsning har vi valt på grund av att den snabba teknikutvecklingen och ökad tillgång på information kan ha skapat förändringar gällande värdering av företag. Vi har även valt att begränsa ett område i investeringsprocessen vilket vi redogör för i teoriavsnittet.

2. Referensram

Under detta kapitel presenterar vi det teoretiska ramverk som ligger till grund för vår uppsats. Vi kommer först att diskutera problematiken med värdering av unga tillväxtföretag för att sedan presentera den process som riskkapitalister går igenom när de investerar i ett ungt tillväxtföretag. Därefter redogörs värdedrivande faktorer samt vanligen använda värderingsmetoder. Därpå beskrivs riskhantering, irrationellt beteende samt tidigare forskning. Avslutningsvis binds referensramen samman i den analysmodell vi använder i analyskapitlet.

2.1. Värdering av unga företag med stor tillväxtpotential

Värdet av en tillgång är lika med nuvärdet av framtida förväntade kassaflöden.¹⁰ Tekniskt sett är värdet av ett företag summan av alla tillgångar som ägs av företaget, men det finns en viktig skillnad. Ett företag har tillgångar som de redan äger samt framtida tillgångar som de förväntas att investera i. Det förväntade värdet kommer även skapas av framtida investeringar, varvid både befintliga samt framtida tillgångar måste uppskattas samt deras lönsamhet. Marknadsvärdet för ett tillväxtföretag utgörs i mångt och mycket av tillväxttillgångar. Vid en tillgångsvärdering uppskattas främst de tillgångar som finns på plats vilket gör att företag med stor tillväxtpotential blir undervärderade.¹¹

Det är många faktorer som bidrar till att det är svårt att bedöma potentialen för ett ungt företag i en framväxande bransch. Som tidigare nämnts saknas historisk data samt att nya företag ofta går med förlust under en längre tid. Utmärkande drag för unga företag är att de frekvent ändrar strategi för att adaptera till nya förutsättningar.¹² På framväxande branscher inför dessutom nya företag ofta oprövade affärsmodeller i sitt försök att skapa värde.¹³ Analytiker och investerare saknar dock den kodifierade kunskapen för att bedöma dessa samt den branschfarenhet som behövs för att kunna avgöra vad som skapar och driver värdet. Sanders and Boivie menar att det i och med detta blir svårt att skilja agnarna från vetet och se vilka företag som kan ge störst avkastningsmöjlighet. Med tiden ökar dock erfarenheten samt kunskapen och värderingsmodeller som kan hantera den branschspecifika risken växer fram efterhand.¹⁴

¹⁰ Azzopardi, P. (2010), Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis, Harriman House, Hampshire. s. 138

¹¹ Damodaran, A. (2006), Damodaran on Valuation. Wiley & sons, New York

¹² Landström, H. (2003), Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering, SNS Förlag, Upplaga 1, s. 192

¹³ Amit R, Zott C. (2001), Value creation in e-business. Strategic Management Journal, 22: 493-520.

¹⁴ Sanders WMG, Boivie S. (2003), Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. Strategic Management Journal 25: 167-186.

2.2. Investeringsprocessen

Nedan presenteras en redogörelse för händelseförloppet i investeringsprocessen för att ge en inblick var i denna process svårigheter angående värdering kan uppstå. Detta ger läsaren en inblick i de aktiviteter som riskkapitalister utför för att bedöma och värdera ett investeringsobjekt.



Figur 2.1. Fövärvsprocessen¹⁵

Normalt brukar investeringsprocessen ta cirka tre till sex månader men den kan både ta ännu längre tid eller i vissa fall kortare¹⁶. Logiskt nog är den första aktiviteten i investeringsprocessen att hitta alternativ till en potentiell investering. Detta kan vara besvärligt då det är många företag som söker riskkapital. Nästa steg blir därför att sälla fram de mest lovande affärsplanerna, vilket är entreprenörers instrument för att förmedla affärsidén¹⁷. Detta sällande kallas även screening, där investeraren plockar ut de idéer han eller hon tror på och som går väl i hand med finansiärens investeringsstrategi¹⁸. Efter att ett antal alternativ har tagits fram värderas företagen utifrån affärsplanen och möten med entreprenören eller entreprenörskapsteamet där dessa presenterar sig och sin idé¹⁹. Detta resulterar i vidare sällning. De faktorer som har visat sig viktiga för riskkapitalister vid bedömning av ett investeringsobjekt är till exempel marknadsstorlek och tillväxt, entreprenörens eller teamets erfarenhet och kompetens, samt produktens unikhets²⁰. Investeraren väger sedan in risk och lönsamhet för att ge ett första bud.²¹ Vanliga använda värderingsmetoder behandlas senare i kapitlet.

Om investeraren eller investerarna ser en lönsam potentiell avkastning undersöks investeringsobjektet mer noggrant, till en början genom fler möten med entreprenören då investeraren djupare undersöker affärsidén och lär känna entreprenören²². Efter detta utförs en grundligare undersökning av investeringsobjektet, även kallad due diligence. Due diligence är en

¹⁵ Nilsson, H. (2002). Företagsvärdering med fundamental analys. s. 361

¹⁶ Nyman, M. (2002). Riskkapital: Private equity- och venture capitalinvesteringar. s. 78

¹⁷ Ibid. s. 82

¹⁸ Tyzoon, T., Tyebjee & Albert V (1984). Bruno. Management Science, Vol. 30, No. 9, s. 1052-1053

¹⁹ Nyman, M. (2002). Riskkapital: Private equity- och venture capitalinvesteringar. s. 77

²⁰ Landström, H. (2003). Småföretaget och kapitalet. s. 203

²¹ Tyzoon, T., Tyebjee och Albert V (1984). Bruno. Management Science, Vol. 30, No. 9, s. 1053

²² Nyman, M. (2002). Riskkapital: Private equity- och venture capitalinvesteringar. s. 83

mer omfattande undersökning av företag som avser dess interna och externa information. Nedan följer några av de olika sorters due diligence som finns:

- Juridisk due diligence
- Finansiell due diligence
- Affärsmässig due diligence
- Skattemässig due diligence
- Arbetsrättslig due diligence
- Teknisk due diligence
- Kulturell due diligence

Normalt brukar endast juridisk och finansiell due diligence utföras vid investering beroende på typ av investeringsobjekt.²³

Nästa steg i investeringsprocessen är att upprätta ett avtal gällande investeringen. Detta avtal reglerar hur stor del av företaget investeraren får för sitt riskkapital, olika milstolpar företaget ska nå för nästa finansieringsrunda, hur investerarens slutliga försäljning utav sin andel ska göras samt andra reglerande mekanismer. Investeringsprocessen fortsätter även efter att själva investeringen är gjord då investeraren ofta tar en aktiv roll i företaget som styrelseledamot eller dylikt samt bidrar med andra resurser, såsom nätverk och erfarenhet. Investeraren träder slutligen ur företaget, som även kallas att göra en exit, till exempel genom en börsintroduktion, återinvestering eller försäljning av sin andel till en annan riskkapitalist.²⁴

Det som främst skiljer affärsänglar och riskkapitalbolag åt i investeringsprocessen är affärsänglars större tonvikt på mjuka värden där entreprenören får en väsentlig roll. Förklarande faktorer är bristen på hårda värden i början av företagets utveckling samt investerarnas hållning till risk och avkastning. Riskkapitalbolagen har en mer formaliserad process och gör därmed större kapitalinsatser på grund av höga transaktionskostnader. Till skillnad från affärsänglar, som fritt kan välja om de ska investera och när, fodras deras kapital att bli investerat.²⁵

²³ Nilsson, H. (2002). Företagsvärdering med fundamental analys. s. 364-367

²⁴ Ibid. s. 1054

²⁵ Silver, L. (2008), Utvärdering av Nuteks insatser och stöd för utveckling av regionala affärsängelnätverk samt nationell intresseorganisation för affärsänglar och affärsängelnätverk, IM-Gruppen i Uppsala AB

2.3. Värde drivande faktorer

Vid en företagsvärdering är det viktigt att ha insikt om den värdeskapande processen i bolaget och de faktorer som inverkar på bolagets framtida kassaflöden, så kallade värde drivare. Tollyrd och Frykman har urskilt sju värde drivare som inverkar på ett företags värde. Inom kategorin "industristruktur" finner vi värde drivarna branschens konsolideringsgrad, inträdeshinder samt branschtillväxt och i den andra kategorin "intellektuellt kapital" finner vi varumärkets styrka, företagsledningens kompetens och motivation, innovationskraften samt den icke-personberoende kunskapen. Det finns hundratals faktorer som inverkar på ett företags värde, men vid en företagsvärdering är det generellt omöjligt att identifiera och analysera alla dessa. Fokus bör därför läggas på de värde drivare som inverkar mest på ett företags värde, dessa varierar beroende på bransch och företag.²⁶

Branschens konsolideringsgrad: Kan ses genom att titta på bolagets relativa marknadsandel i jämförelse med de större aktörerna. Detta mått visar hur strukturen och konkurrensen ser ut i branschen. Om det finns många företag i en bransch kan det förmodas att rivaliteten är stor och branschvinsterna fallande. Om det däremot är få aktörer på arenan kan större avkastningsgrad förväntas.²⁷

Inträdeshinder: Ur ett lönsamhetsperspektiv är det mest fördelaktigt när inträdeshindren är höga medan utträdeshindren är låga. Potentiella nyetableringar skräms bort samtidigt som mindre framgångsrika aktörer väljer att lämna branschen.²⁸ Naturliga hinder kan vara stordriftsfördelar, starka varumärken, patent och hög kapitalintensitet. Onaturliga hinder syftar på statliga och samhällseliga hinder så som tullar, statliga monopol, lagar och förordningar.²⁹

Branschtillväxt: Ju större tillväxt det är i branschen, desto större värde tillför det bolaget då marknaden ger plats för expansion. En avtagande tillväxt däremot betyder maktkamp om marknadsandelar vilket ofta resulterar i priskrig och därmed lägre vinst. Hög tillväxt ger större utrymme för fler möjligheter och ett företag kan lättare positionera sig i ett segment som ger mer tillfredställande avkastning.³⁰

²⁶ Tollyrd, J. & Frykman, D. (2003). Corporate valuation: an easy guide to measuring value Harlow : Financial Times Prentice Hall

²⁷ Ibid.

²⁸ Porter, E. M. (1983), Konkurrensstrategi, Andra upplagan, ISL Förlag, Oskarshamn, s. 42

²⁹ Tollyrd, J. & Frykman, D. (2003). Corporate valuation: an easy guide to measuring value Harlow : Financial Times Prentice Hall

³⁰ Ibid.

Varumärkets styrka: Med ett starkt varumärke kan företaget särskilja sig från konkurrenterna och skapa större kundlojalitet och tillväxtfördelar.³¹ Det är ett konkurrensmedel som ägs av företaget (till skillnad från humankapital) och ger ägaren möjlighet att ta ett högre pris.³²

Företagsledningens kompetens och motivation: Det innebär större fördelar för företags utveckling ju mer kompetens, erfarenhet och engagemang som finns samlat i ledningen.³³ En entusiastisk och motiverad ledning kan med hjälp av ren viljestyrka lyckas nå sina strategiska mål samt att engagerade människor skapar dynamiska miljöer som visar sig vara mer produktiva när beteendet är konsekvent över tiden.³⁴

Innovationskraft: Innovation härleds från ett företags förmåga att överföra kunskap från ett sammanhang till ett annat samt dess färdighet att se gemensamma faktorer i två olika typer av information och förmå länka ihop dem.³⁵ En organisations kapacitet att förnya sitt utbud och samverka med omvärlden på nya sätt är en viktig stomme för kontinuerlig tillväxt. Att upptäcka nya möjligheter och samtidigt dra fördel av dessa skapar dessutom konkurrensfördelar och är avgörande för ett företags framgång.³⁶

Icke-personberoende kunskap: Den kodifierade kunskapen lagras och ägs av företaget och kan lätt spridas och användas av flera. Ett sätt att beräkna detta är att titta på företags IT-investeringar.³⁷

2.4. Värderingsmetoder

2.4.1. Intrinsic value DCF

Discount cash flow-metoden är en av de vanligaste metoderna vid värdering. Med denna metod räknas ett nuvärde ut av en investering genom att diskontera de framtida kassaflödena, inklusive tillväxt, till nutid med hjälp av en diskonteringsränta som tar investeringens risk i beaktning³⁸. Diskonteringsräntan byggs upp utav skillnaden mellan den riskfria räntan, vilken brukar vara den

³¹ Kotler, P., Keller, K., Brady, M., Goodman, M., Hansen, T., (2009). Marketing Management. Upper Saddle River, N.J: Pearson Prentice Hall

³² Tollerud, J. & Frykman, D. (2003). Corporate valuation: an easy guide to measuring value Harlow: Financial Times Prentice Hall

³³ Ibid.

³⁴ Roos, J & G, Dragonetti, Edvinsson. (1997). Intellectual Capital, Navigating the newbusiness landscape. Great Britain, Wales, Ebbw Vale: Creative Print and Designs, s. 38

³⁵ Ibid, s. 39

³⁶ Tidd J. & Bessant J (2009) Managing innovation: integrating technological, market and organizational change, Hoboken: Wiley

³⁷ Tollerud, J. & Frykman, D. (2003). Corporate valuation: an easy guide to measuring value Harlow: Financial Times Prentice Hall

³⁸ Damodaran, A. (2009), The dark side of valuation. s. 22

tioåriga statsobligationsräntan och marknadsräntan (= marknadspremie) samt företags betavärde som är ett vanligt riskmått. Nedan följer formeln som används för att räkna ut ett företags realvärde:

$$V_0 = \sum_{t=0}^N \frac{CF(1+g)^t}{(1+r)^t}$$

V_0 = företags nuvärde
 r = marknadens avkastningskrav
 g = tillväxttakten
 t = tiden
 CF = kassaflöet
 N = prognosperioden

Denna metod blir dock opålitlig när det gäller unga tillväxtföretag av ett flertal anledningar. Först och främst saknas i vissa fall omsättning eller i andra fall historiska data om till exempel omsättning vilket gör det svårt att bedöma tillväxt av kassaflöden samt hur företaget står sig i konjunktursvängningar³⁹. Vidare är unga tillväxtföretags lönsamhet väldigt skiftande, deras tillväxt kan i början vara extremt hög samtidigt som intäkterna inte täcker kostnaderna. Detta gör det svårt att förutsäga hur framtida tillväxt kommer att se ut och det blir även problematiskt att avgöra om och när företaget kommer att få en stabil tillväxt. Eftersom företaget är i konstant förändring i sin finansiella balans blir även risken lika föränderlig vilket innebär att diskonteringsräntan kan vara väldigt missvisande. Slutligen är en vanlig företeelse att framgång attraherar konkurrens och beroende på marknadens inträdesbarriärer kan även detta förändra riskbilden⁴⁰.

2.4.2. Jämförande metod

För att hantera all denna osäkerhet vid värdering brukar vissa riskkapitalister använda jämförande metoder som till viss del generaliserar företaget gentemot branschen, konkurrenter eller substitut. Det kan till exempel vara grundat på det jämförda företags eller branschens P/E-tal eller tillväxttakt vilka används som multiplar.⁴¹ Dock anses denna metod vara fortsatt missvisande då företaget som det unga tillväxtföretaget jämförs med kan ha varit först ut på marknaden och därför hade ett annat tillväxtmönster än vad det värderade företaget kommer att ha. Marknadssituationen kan även ha förändrats under tiden emellan de båda företagens start.⁴²

³⁹ Damodaran, A. (2009), The dark side of valuation. s. 217

⁴⁰ Ibid. s. 267-268

⁴¹ Ibid. s. 270

⁴² David B. Audretsch, Albert N. Link (2012). Valuing an entrepreneurial enterprise. s. 142

2.4.3. Venture Capital-metoden

Denna metod är en förenklad kombination av DCF-metoden och den jämförande metoden. Den kan förklaras i tre steg. Först och främst ska investeringen ses på så sätt att inga kassaflöden kommer att ske förrän investeraren gör sin exit, antingen genom börsintroduktion eller genom försäljning (1). Sedan uppskattas det värde företaget kommer att ha när exiten sker som en multipel av börsnoterade företag i en liknande bransch, (2) för att slutligen diskontera detta värde till nutid (3). Diskonteringsräntan som används brukar vanligen vara mellan 35 % och 55 %, men kan i vissa fall uppgå till cirka 80 %.⁴³

2.4.4. Förnuftsvärdering

En värderingsmetod som ofta används vid värdering av unga tillväxtföretag är förnuftsvärdering enligt Kungliga ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige. Enligt denna metod tas främst entreprenören själv och affärsplanen i beaktning. Eftersom företaget som är i stånd att bli värderat sällan har några historiska data och dessutom många gånger avser att kommersialisera en innovation är en uppskattning av dess framtida värden och siffror näst intill omöjlig. Därför läggs ingen vikt vid detta utan värderingen grundas istället till stor del på investerarens kunskap, erfarenhet och intuition. Denna metod kan dock ibland kompletteras av mer klassiska värderingsmetoder som till exempel jämförande värdering för att skaffa en bild av vad som är ett rimligt värde.⁴⁴ Men det som ofta är helt avgörande för ett investeringsbeslut är just entreprenörens egenskaper, så som social kompetens, entusiasm, öppenhet, tydlighet, ödmjukhet och realism⁴⁵.

2.4.5. Värdering genom förhandling

När det gäller värdering av bolag i tidig utvecklingsfas är entreprenörens uppfattning om företagets värde sällan densamma som riskkapitalistens⁴⁶. Det är då vanligt att bolagets värde är en förhandlingsfråga där kapitalbehovet är i fokus. Entreprenörens krav på kvarvarande andel ställs emot företagets potential och riskkapitalistens risktagande för att sedan mynna ut i

⁴³ Terry, Edwin J; Hays, Karl E; Foltz, Andrea; LaRue, James W; Beaton, Neil J; Huff, J. Kenneth, Jr. (Aug, 2004). Early-Stage Company Valuation (Part II of II). American Journal of Family Law (0891-6330) Vol. 18. Kap. 4, del B.

⁴⁴ Kungliga ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige (2002). Förnuftsvärdering, värdering av tillväxtföretag i ett tidigt skede. s.8

⁴⁵ Ibid s.14

⁴⁶ Hemsida: www.entrepreneurcentrum.se, Köpa ditt företag, Förhandling. [hämtad: 2012-05-10]

investeringsobjektets bestämda värde. Oavsett hur skicklig förhandlare entreprenören är har oftast investeraren ett tak för när risken blir för stor.⁴⁷

2.5. Riskhantering

2.5.1. Principal-agent problemet

Principal-agent teorin hanterar förhållandet mellan entreprenören (agent) och investeraren (principal). Intressekonflikter som uppstår parterna emellan kan mildras enligt teorin. Investeraren kan skaffa sig mer information innan investeringsbeslutet och på så sätt sälla bort olönsamma affärer. Investeraren kan också genom finansiella kontrakt justera allokeringen av kassaflöden och kontrollrättigheter för att sporra entreprenören att handla korrekt. Och till sist kan investeraren engagera sig aktivt i bolaget och också vara delaktig i informationsinsamlingen och övervakningen efter investeringsbeslutet.⁴⁸

2.5.2. Due diligence

Genom att göra en omfattande utvärdering av företaget innan investeringsbeslutet minskar finansiärerna risken för en olönsam affär. Bland annat granskas bolagets historia, affärsplan, marknad och finansiella situation noggrant.⁴⁹ Investerarna kan därmed försäkra sig om att den förmedlade bilden av bolaget är korrekt samt bilda sig en uppfattning om bolaget och dess ledning.⁵⁰ Många gånger deltar den presumtiva finansiären vid exempelvis kundbesök eller möten för att se hur entreprenören handlar i skilda kontexter.⁵¹

2.5.3. Avtalsbestämmelser

Ett vanligt förekommande inslag i riskkapitalbolagsfinansieringar är avtal som ger riskkapitalbolagen ökad kontroll över bolaget. Rättigheter till framtida kassaflöden och makt, så som styrelseplatser, beslutsrätt i viktiga frågor och reglering av exit och andra kontrollrättigheter delas upp samt utjämnar riskerna.⁵² Preferensaktier är ett sätt ge investeraren förmåner vid till exempel en eventuell konkurs, genom förtur till utdelning.⁵³ I jämförelse med

⁴⁷ Nyman, M. (2002). Riskkapital: Private equity- och venture capitalinvesteringar. s.121

⁴⁸ Kaplan, S. N., & Strömberg, P.(2001). Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring. *The American Economic Review*, 91(2), 426-430.

⁴⁹ Landström, H. & Löwegren, M. (red.) (2009). *Entreprenörskap och företagsetablering: Från idé till verklighet*. Lund: Studentlitteratur.

⁵⁰ Hemsida: www.svca.se, Ordlista [hämtad: 2012-05-30].

⁵¹ Landström, H. & Löwegren, M. (red.) (2009). *Entreprenörskap och företagsetablering: Från idé till verklighet*. Lund: Studentlitteratur.

⁵² Kaplan, S. N., & Strömberg, P.(2001). Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring. *The American Economic Review*, 91(2), 426-430.

⁵³ Isaksson, A., (2006), *Studies on the Venture capital process*, Print & Media, Umeå University 220:2002302

riskkapitalbolag har affärsänglar normalt sätt inte lika starka avtalsklausuler och de investerar vanligtvis i stamaktier.⁵⁴

2.5.4. Stegfinansiering

Unga bolag förses ofta med riskkapital stegvis istället för att få hela kapitalet i en klumpsumma för att minska problemen med moral hazard. Ett sätt är att erbjuda milstolpsbetalning där investeraren förpliktar sig att gå in med ytterligare kapital om vissa villkor uppfyllts.⁵⁵ Detta förfaringsätt kan begränsa skadorna genom att ytterligare finansiering kan nekas om bolaget misslyckas i tidigt skede samtidigt som grundarna inte behöver ge upp mer ägarandelar än nödvändigt.⁵⁶ Denna typ av finansiering har större förskottsåtagande än finansieringsrundor där varje runda bedöms enskilt.⁵⁷ Stegfinansiering är inte lika vanligt hos informella riskkapitalister då de investerar mindre belopp. Om en senare finansieringsrunda innebär formellt riskkapital tenderar de istället att kliva åt sidan.⁵⁸

2.5.5. Aktivt ägarengagemang

Riskkapitalister, som tidigare beskrivits, minimerar problematiken med moral hazard och asymmetrisk information genom att ta aktivt ägarengagemang, som regel genom att delta i styrelsearbetet.⁵⁹ Styrelsen blir därmed ett viktigt instrument där externa finansiärer kan minska risken för opportunt handlande genom att övervaka och följa upp företagets utveckling.⁶⁰ Men det är inte bara genom kontroll som finansiärerna kan försäkra sig om att det insatta kapitalet maximeras, styrelsen fungerar också som en servicefunktion där finansiärerna kan bidra med kunskap, kompetens och stöttning till bolaget.⁶¹ Riskkapitalbolag inför i större utsträckning kontrollmekanismer än affärsänglar, så som rapportering, för att utjämna informationsgapet. Affärsänglar tenderar istället att bidra mer operativt och har därmed en större närhet till grundarna.⁶² Ju högre osäkerheten och komplexiteten är som utmärker situationen, desto större drivkraft till engagemang och styrning har finansiären.⁶³

⁵⁴ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, *Strategic Change*, vol. 18, 7-8

⁵⁵ Isaksson, A., (2006), *Studies on the Venture capital process*, Print & Media, Umeå University 220:2002302

⁵⁶ Lloyd, S. (1995), Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, Volume 32, Issue 3, pages 337-357

⁵⁷ Cuny, C. J. and Talmor, E. (2003), *The Staging of Venture Capital Financing: Milestones vs. Rounds*. Unpublished working paper. Texas A & M University

⁵⁸ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, *Strategic Change*, vol. 18, 7-8

⁵⁹ Landström, H. (2003), *Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering*, SNS Förlag, s. 226

⁶⁰ Baysinger, Barry. Hoskisson, Robert E. (1990), *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy*, *Academy of Management Review*, Vol. 15 Issue 1, s. 72-87

⁶¹ Landström, H. (2003), *Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering*, SNS Förlag, s. 227

⁶² Lindström, G. & Olofsson, C. (2002), *Affärsänglar och teknikbaserade tillväxtföretag* SNS Förlag., s. 92-93

⁶³ Landström, H. (2003), *Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering*, SNS Förlag, s. 175

2.5.6. Riskdiversifiering

Affärsänglar har en begränsad kapacitet att diversifiera risken då de flesta gör ett mindre antal investeringar. Deras fokus ligger på att undvika felinvesteringar snarare än att hitta vinnare och strävar istället efter avkastning från varje kapitalplacering.⁶⁴ Formella riskkapitalister kan däremot effektivt diversifiera bort risken genom att blanda en mängd olika investeringar inom en portfölj.⁶⁵

2.5.7. Syndikatinvesteringar

Genom att syndikera sina investeringar med andra investerare kan risken och övervakningen delas investerarna emellan.⁶⁶ Andra skäl kan vara att få tillgång till fler investeringsmöjligheter och skapa en större kunskapsbas för investeringsbeslut.⁶⁷ Ett större syndikat visar på att bolaget har utvärderats av flera filter och passerat men i due diligence-processen kan investerarna både samverka eller åka snålskjuts på andra.⁶⁸

2.6. Irrationellt beteende vid bedömningar och beslutsfattande

Investering är en beslutsprocess som baseras på analys av data och bedömning av risk och osäkerhet. Känslor har en stor roll i investeringsbeslut trots att näringslivet tycks avsky det. Teoretiskt borde det inte gå att välja rationellt mellan två identiska situationer utan att agera på känsla eftersom det inte finns något argument att välja det ena alternativet framför det andra då båda varianterna ger samma nytta.⁶⁹

Tankemässiga begränsningar hos beslutsfattare kan orsaka feltolkningar av information som senare leder till felbeslut.⁷⁰ Erfarenheter från forskning såväl som från praktiken visar att mänskligt beslutsfattande av och till är irrationellt. Det irrationella, det vill säga det som inte är sakligt och logiskt, härstammar från två källor – bias och heuristik. Bias kan sedan delas upp ytterligare i två grenar – kognitiv bias och emotionell bias.

⁶⁴ Colin M. Mason, Richard T. Harrison,(2002), Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments, Journal of Business Venturing, Volume 17, Issue 3

⁶⁵ Cochrane, J. H. (2005). The risk and return of venture capital. Journal of Financial Economics (75), 3-52.

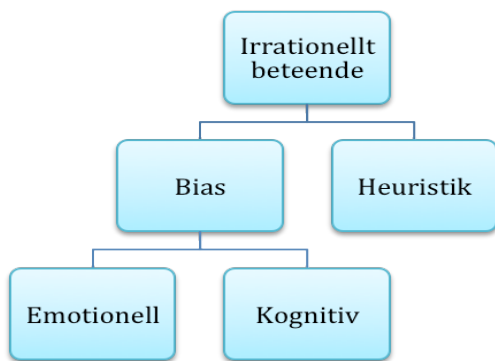
⁶⁶ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, vol. 18, 7-8

⁶⁷ Isaksson, A., (2006), Studies on the Venture capital process, Print & Media, Umeå University 220:2002302

⁶⁸ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, vol. 18, 7-8

⁶⁹ Azzopardi, P. (2010), Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis, Harriman House, Hampshire. s. 17

⁷⁰ Landström, H. (2003), Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering, SNS Förlag, Upplaga 1, s. 110



Figur 2.2 Källa till irrationalitet⁷¹

2.6.1. Bias

Ett bias är ett systematiskt fel i insamlandet och tolkningen av data. Det är inget slumpmässigt fel utan ett fel som återkommer konstant när omständigheterna är de samma.⁷²

Kognitiv bias: Vi ser inte alltid världen som den är, utan hur vi föreställer oss den och missuppfattar därmed verkligheten. Många gånger tenderar vi till exempel att överskatta värdet av information som stödjer våra åsikter snarare än att basera åsikterna på bevis. Vi har också ett starkt behov förlita oss på stereotypa föreställningar för att bringa ordning i kaoset. När vi delar in människor och situationer i kategorier som baserat på exempel från tidigare erfarenheter eller föreställningar kan den statistiska sannolikheten underskattas.⁷³

Emotionell bias: Ånger och rädsla kontra hopp och girighet är känslor som inverkar på alla investeringsbeslut. Rädslan av att ångra ett beslut i framtiden kan resultera i att vederbörande gör ingenting hellre än att riskera att göra fel. Optimism och pessimism är till exempel på emotionell bias.⁷⁴

2.6.2. Heuristik

Vid beslut på osäkra grunder används ofta tumregler, det vill säga regler som titt och tätt fungerar men lika gärna kan vilseleda.⁷⁵

⁷¹ Azzopardi, P. (2010), Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis, Harriman House, Hampshire, s. 18

⁷² Ibid, s. 19

⁷³ Ibid, s. 43–45

⁷⁴ Ibid, s. 20

⁷⁵ Azzopardi, P. (2010), Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis, Harriman House, Hampshire, s. 33–34

När komplexitet ska tacklas är första steget förenkling. Bruset filtreras bort och fokus riktas mot det som är viktigt. Likheter mellan alternativa förslag ignoreras (isoleringseffekt) och uppmärksamheten riktas istället mot det som skiljer sig från mängden. I vårt försök att hantera komplexitet använder vi ofta heuristik för att förenkla tillvaron. Samtidigt som filtrering generellt är positivt kan det också leda till att viktig fakta ignoreras. Svårigheten ligger i att bedöma vilken data som är innebördsrik samt vilken som inte är det. En investerare måste bli upplyst men samtidigt undvika "information overload", det gäller därmed att hitta en balans.⁷⁶

2.6.3. Hantering av bias vid värdering

Damodaran menar att uppfattningen om ett bolag ofta bildas redan innan siffrorna matas in i modeller vilket medför att resultatet påverkas av bedömarens bias. Det finns ju ett skäl till varför bolaget ska värderas eftersom valet sällan är slumpmässigt. Bias kan inte utrotas vid en värdering men effekterna kan däremot mildras.⁷⁷

Först och främst är självkännedom viktigt. Genom att vara medveten om ens förutfattade meningar i en värderingsprocess kan dessa konfronteras innan "siffrorna matas in". Mer objektiva synpunkter utifrån kan till exempel begäras in. Årlig rapportering är annat sätt. Om bedömaren blottar sina förutfattade meningar innan presentationen av analysen till den som granskar blir värderingen mer användbar.⁷⁸

2.7. Tidigare forskning om riskkapitalisters bedömning

Riskkapitalister anses allmänt vara högtintelligenta och deras investeringsbeslut tros styras av rationell analys av affärsmöjligheter och logiska tankekedjor snarare än av känslor, föreställningar och engagemang i företaget. De är experter på att rensa ut svaga investeringsförslag, vilket bevisas av att private equity-finansierade företag har högre överlevnadsfaktor än icke PE-finansierade företag.⁷⁹ Faktum är dock att många investeringar ändå misslyckas.⁸⁰

Riskkapitalister verkar i extremt komplexa och osäkra miljöer vilket gör att de ofta måste fatta

⁷⁶ Azzopardi, P. (2010), Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis, Harriman House, Hampshire, s.17

⁷⁷ Damodaran, A. (2006) Damodaran on Valuation. Wiley & sons, New York,

⁷⁸ Ibid.

⁷⁹ Timmons, J.A. (1994), New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century. Irwin, Homewood, IL. Nämnt i: Franke, N. et al. (2006:1), What you are is what you like – Similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams, Journal of Business Venturing, Vol.21 s. 812-826

⁸⁰ Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. Journal of Applied Management and Entrepreneurship 7(3): 3 - 26.

beslut utan att ha all väsentlig information till sitt förfogande, de förlitar sig därför på sin intuition och erfarenheter likväl som kvantifierbar fakta.⁸¹

När vi står inför osäkerhet så gör vi bedömningar och tillämpar vårt omdöme. Beslut måste fattas trots att situationens premisser inte kan styra oss och tala om för oss hur vi ska handla. Guve menar att man i bedömningsprocessen ser helheten och tar ett språng och bestämmer sig utan grund. Bedömaren strävar efter att bli övertygad om investeringens utfall och implicit även övertyga andra.⁸² Det viktiga i sammanhanget är inte om språnget är rationellt eller irrationellt utan att få övertygelsen att stämma överens med argumenten. Enligt Guve är kalkyler och rationella tankegångar ett uttryck för att verifiera vårt omdöme och förstärka vår tro om att vi fattar korrekta beslut. Vi bedömer vår egen och andras kompetens i förmågan att dra logiska slutsatser som motiverar bedömningen, detta innebär dock inte att bedömningsgrunderna är logiska.⁸³

Riskkapitalister har själva svårt att beskriva den intuitiva beslutsprocessen och förstå hur den går till på grund av den stora mängd information som de måste ta ställning till. Bristen på förståelse hindrar lärandet anser Zacharakis och Meyer och menar att eventuella metodfel, som kan skada prestationsförmågan på investeringsportföljen, inte kan justeras när det saknas förståelse för processen. Trots detta är riskkapitalister konsekventa i sitt beslutsfattande.⁸⁴ Zacharakis och Shepherd har i ett senare arbete hittat tecken på att riskkapitalister överskattar det sannolika utfallet av investeringar eftersom de tenderar att jämföra det aktuella fallet med liknande falls utfall. Trots sin expertis i att förutsäga en ny satsnings framgång hävdar de att riskkapitalister är överdrivet självsäkra när de förutspår en mycket hög alternativt en mycket låg sannolikhet för framgång. Högmodet varierar beroende på den använda informationens mängd, struktur och vitalitet. Högmodet kan därmed begränsa informationssökningen, vilket kan leda till att ett projekt med lägre potential finansieras istället eller att ett alternativ med större potential avvisas för tidigt.⁸⁵ 2003 visade Sheperd et al. att ökad erfarenhet är till en fördel vid bedömningen men endast till en viss punkt. Därefter har ytterligare erfarenheter faktiskt en marginell negativ effekt

⁸¹ Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 7(3): 3 - 26.

⁸² Guve, Bertil, (2003). Att bestämma sig utan grund: om omdöme och övertygelse i riskkapitalinvesteringar. Stockholm: Arvinus, s. 321

⁸³ Hemsida: www.esbri.se, Artikel: Företagsbedömning sker i samspel [hämtad: 20012-05-10]

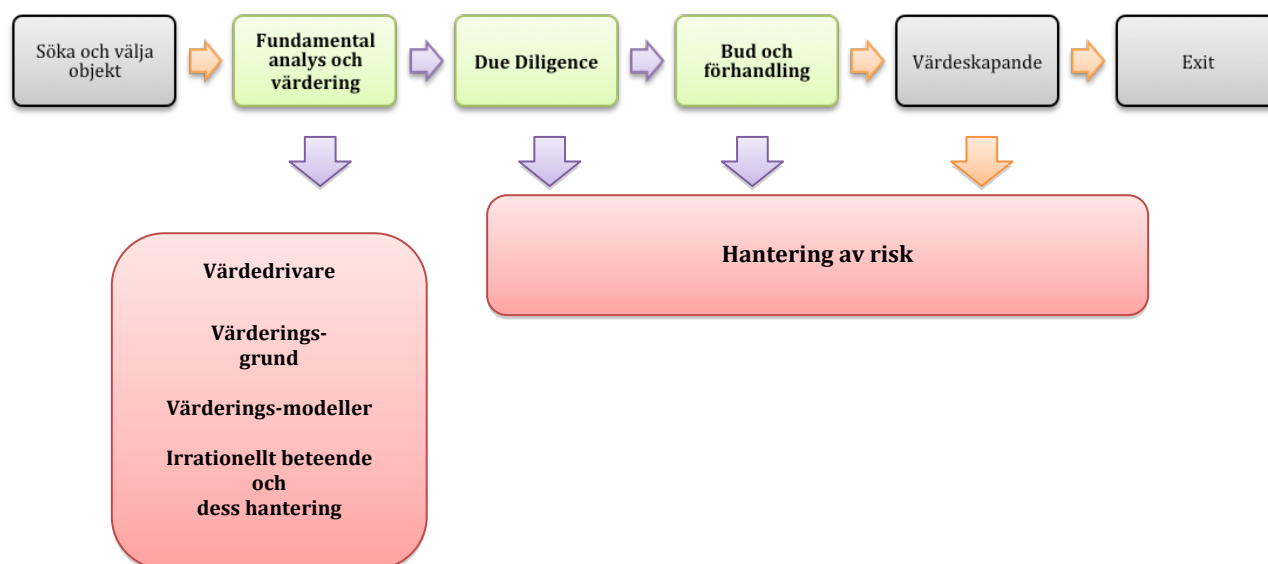
⁸⁴ Zacharakis, A.L. & Meyer, G.D. (1998). A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision processes? *Journal of Business Venturing*, 13: 57-76.

⁸⁵ Zacharakis, A.L. and D.A. Shepherd. (2001), The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making, *Journal of Business Venturing* 16: 311-32.

på tillförlitlighet och förmåga. Med andra ord leder inte alltid rikare erfarenhet till bättre beslut.⁸⁶ Staw däremot upptäckte att personer hade en tendens att placera ytterligare kapital i en investering som visat tecken på misslyckande, speciellt om de känner ansvar inför den initiala investeringen. Tankefelet, som idag kallas för sunk-cost fallacy, visar på ett irrationellt beteende då ett rationellt agerande hade varit tvärtom.⁸⁷

2.8. Analysmodell

Analysen av den insamlade empirin kommer utgå från analysmodellen som presenteras nedan. Modellen är skapad utifrån den teoretiska referensramen och är en modifiering av förvärvsprocessen som presenterades under rubriken investeringsprocessen. Vi har valt att begränsa vår analys till de moment i processen som är väsentliga för värderingen. Dessa är grönmarkerade i modellen.



Figur 2.3. Analysmodell⁸⁸

I den första fasen som vi analyserar sker själva bedömningen och värderingen. I detta steg beaktas de värdedrivare som Tollyrd och Frykman identifierat. Vidare undersöks var antaganden om den ekonomiska utvecklingen hämtas från samt vilka värderingsmetoder som används. Då intuition anses vara en viktig komponent i bedömningen vill vi även se om den kan ha lett till irrationellt beteende samt se om Damodarans tekniker används för att minimera dess risk. I de följande två

⁸⁶ Shepherd, D. A., Zacharakis, A. & Robert, A. J. (2003), VCs' Decision Processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18: 381-401.

⁸⁷ Nämnad i Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 7(3): 3 - 26.

⁸⁸ Egen modifiering av Förvärvsprocessen. Nilsson, H. (2002). Företagsvärdering med fundamental analys. s. 361

faserna kommer vi titta på hur risker hanteras eftersom den upplevda risken påverkar värderingen. Avtalsbestämmelser, stegfinansiering och aktivt ägarengagemang är exempel på riskreducerande aktiviteter som tidigare identifierats i forskningen.

3. Metod

I metodkapitlet beskriver vi studiens forskningsdesign, hur och var empirin införskaffats samt dess tillförlitlighet. Det tas även upp alternativa metoder, argumentation för vår forskningsdesign samt metod- och källkritik. Detta mynnar ut i nästa kapitel där uppsatsens empiri redogörs.

3.1. Metodval

I denna studie har vi valt att använda oss utav en kvalitativ metod då vi anser att det kan ge oss en mer djupgående insyn i investeringsprocessens komplexitet. Syftet med studien är inte att mäta ett fenomen utan snarare utforska det och skapa en förståelse. För att detta ska vara möjligt krävs en kvalitativ metod då den är mer flexibel och ger utrymme för att upptäcka företeelser som inte tidigare uppmärksammats⁸⁹.

Tidigare forskning har betonat vikten av bedömarens intuition och erfarenhet vid värdering och därför anser vi att mänskligt beteende bör få visst utrymme i studiens empiriinsamling. Detta kan vara problematiskt att uppnå vid en kvantitativ ansats då respondenterna inte alltid är medvetna om alla beståndsdelar i sitt handlande, samt att vår möjlighet till att ställa följdfrågor går om intet. Vi har därför valt att bygga denna studie på empiri som inhämtats genom intervjuer och på detta sätt ge respondenternas perspektiv på hur värdering av unga tillväxtföretag går till i praktiken.

Uppsatsen har även en deduktiv prägel då vi utgår ifrån tidigare forskning för att tolka och analysera empirin. Detta gör att det lättare går att identifiera betydelsefulla faktorer och fenomen samt att föra en diskussion kring dessa.

3.2. Datainsamling

Enligt Johannesson och Tufte kan intervjuer ge fyllig och detaljrik information⁹⁰, vilket vi anser är av väsentlig betydelse för det komplexa ämne som vi har valt att studera. Vi har därmed valt att inhämta empirin genom intervjuer med riskkapitalister som arbetar med värdering av tillväxtföretag i tidiga skeden.

⁸⁹ Johannesson, A., Tufte, P. A. (2003). Introduktion till samhällsvetenskaplig metod. s. 71

⁹⁰ Johannesson, A., Tufte, P. A. (2003). Introduktion till samhällsvetenskaplig metod. s. 21

Intervjuerna varade i mellan en och två timmar samt var relativt öppna och semistrukturerade. Valet föll på denna insamlingsmetod för att kunna ge respondenterna utrymme att prata fritt och möjligheten att komma in på företeelser som vi själva kanske inte hade tänkt på, då respondenternas insikt i ämnets praktik är viktig för studien. Personliga möten kan resultera i en rikare och mer nyanserad förståelse för det mänskliga handlandet och ämnets praktik⁹¹. Dock försökte vi att styra intervjuerna i viss mån genom en förberedd intervjumall för att öka möjligheten till jämförelser mellan respondenterna samt för att motverka att studien skulle bli för diversifierad. Respondenterna fick ta del av intervjumallen innan intervjuerna för att få en tydlig bild av vad som var relevant för studien. Vi är medvetna om att vi som intervjuare har påverkat respondentens svar då detta är oundvikligt⁹². Det har gjorts medvetet för att kunna utkristallisera relevant och fördjupad information, men också omedvetet då vi inte är utbildade intervjuare och löper större risk för intervjuareffekten, det vill säga att respondentens svar blir påverkade av intervjuarens attityd eller egna ställningstagande⁹³.

Intervjuerna utfördes på respondenternas arbetsplatser efter deras önskemål samt för att de skulle kunna känna sig bekväma då vi anser att detta eventuellt skulle medföra extra öppenhet vilket skulle kunna gynna reliabiliteten. Vi inledde även intervjuerna med att tala om att de skulle presenteras som anonyma för att inte datainsamlingen skulle bli en marknadsföringsmöjlighet för respondenternas företag eller personliga varumärke samt att de inte skulle behöva begränsa sina svar på grund av känslig information. Detta val kan även ha medfört att vi fått ta del av information som respondenterna inte vill ha förknippat med sitt namn eller företag. Anonymiteten kan ha en negativ effekt då läsarens tidigare uppfattning om personen eller företaget kan göra läsningen mer intressant. Vi ansåg dock att fördelen vägde tyngre än nackdelen.

Intervjuerna spelades in efter godkännande från respondenterna och transkriberades kort efter intervjutillfället för att eliminera missförstånd och möjliggöra citering. Under intervjutillfället ställde en person frågorna medan den andra antecknade på datorn för att minska risken för informationsförlust vid tekniskt haveri. Anteckningarna behövde dock aldrig användas eftersom inspelningarna genomgående hade bra ljudkvalitet.

⁹¹ Johannesson, A., Tuft, P. A. (2003). Introduktion till samhällsvetenskaplig metod. s. 21, 96

⁹² Johannesson, A., Tuft, P. A. (2003). Introduktion till samhällsvetenskaplig metod. s. 98

⁹³ Hemsida: www.ne.se Intervjuareffekt (hämtad 2012-06-06)

3.3. Urval

Till denna studie har vi intervjuat totalt sex personer. Tre av dem är formella riskkapitalister och de övriga tre är informella riskkapitalister. Urvalet är resultatet av ett aktivt val som avsåg att hitta erfarna och kompetenta riskkapitalister med olika investeringsstrategier och som har insikt i värderingsproblematiken angående unga tillväxtföretag. På detta sätt gavs möjligheten till en mer omfattande bild av hur värdering av unga tillväxtföretag går till i praktiken. Samtligas verksamheter är belägna i Stockholm, dock arbetar vissa med både nationella och internationella placeringar, vilket kan gynna studien. Det geografiska urvalet beror på att riskkapitalbranschen till stor del är koncentrerad till huvudstaden samt på grund av bekvämlighet.

För att finna passande respondenter för studien gjordes först och främst en internetsökning, men vi blev även tipsade om intressanta finansiärer genom vårt personliga nätverk samt av respondenterna själva.

Då några av de kontaktade finansiärerna inte hade möjlighet att intervjuas har vi fått räkna med ett visst bortfall. En nackdel i sammanhanget är att vi endast har ett manligt perspektiv i studien då branschen till största del består av män, samt att de kvinnor som kontaktades inte svarade eller var tillgängliga för personliga möten inom uppsatsens tidsram.

3.4. Reliabilitet

För att skapa så stor reliabilitet i empirin som möjligt har samtliga intervjuer spelats in som ljudfiler för att sedan transkriberas. Detta har bland annat medfört att vi med lätthet har kunnat hämta citat. Vi har fått möjligheten att utföra sex intervjuer vilket är för lite för att representera populationen men många som vi har kontaktat för intervju har varit upptagna eller inte svarat. Något som även kan påverka reliabiliteten är att empirin har samlats in från representanter för ett statligt och två privata riskkapitalbolag samt tre affärsänglar vilket skulle kunna vara för diversifierat. Dock har respondenterna haft relativt likartade svar trots sina olikheter, vilket medför att den diversifiering som präglar respondenterna snarare gynnar studien.

Då det finns viss svårighet i att utföra denna kvalitativa studie med en representativ population och därigenom skapa en större generaliserbarhet, hade en alternativ metod varit göra den kvantitativt, till exempel genom enkäter. Detta hade dock medfört en ökad risk för att många detaljer och mänskliga faktorer hade blivit försummade då möjligheten till motfrågor går om intet.

Det finns alltid en risk i denna typ av studier att respondenterna förhöjer sin egen prestation eller efterkonstruerar rationalitet. Detta är svårt att förhindra men genom att ställa följdfrågor och efterfråga praktiska exempel har vi försökt att motarbeta denna risk. Som tidigare nämnts påverkas även respondenternas svar av oss som intervjuare både medvetet och omedvetet vilket i kombination med vår subjektiva tolkning av deras svar reducerar studiens objektivitet.

3.5. Validitet

Fem av sex respondenter i denna studie arbetar med investering av ägarkapital i unga tillväxtföretag och därigenom även med värdering. En respondent från ett VC-bolag har över tio års erfarenhet av att investera i tidiga skeden, men har på senare år bytt fokus till mognare företag i ett nytt riskkapitalbolag. Detta gör att respondenternas svar är representativt för syftet med uppsatsen. Eftersom alla respondenter presenteras anonymt har de även fått möjligheten att svara ärligt utan att de ska kunna lida någon skada för det senare. Risken för att deras svar begränsats på grund utav affärshemligheter eller dylikt går endast att spekulera i då ingen av respondenterna påpekat denna problematik.

Något som hade kunnat gynna studien hade varit att intervjua respondenterna ytterligare en gång, vilket hade gett oss möjligheten att reflektera över svaren från första intervjun och sedan ställa motfrågor i den andra. Detta hade skapat ett större djup i studien och potentiellt resulterat i en rikare analys. Längre intervjuer hade dessutom kunnat reducera risken för undanhållen information som orsakats av respondentens tidsbrist.

3.6. Källkritik

Något som har försvårat vår analys i denna studie är bristen på teorier då ämnet är relativt outforskat. Denna begränsade referensram kan resultera i att vi går miste om intressanta slutsatser som annars hade kunnat dras. Detta har som sagt försvårat studien men inte omöjliggjort den.

De flesta av de artiklar som vi har använt oss utav har inte haft ett svenskt perspektiv vilket innebär att kompatibiliteten eventuellt reduceras samt att flera av de metoder som används inte har kunnat identifieras i vetenskaplig skrift. Detta har resulterat i att vi vid ett fåtal tillfällen har fått vända oss åt annat håll för att komplettera referensramen.

4. Empiri

I detta kapitel presenteras den empiri som har samlats in i studien. De ämnen som tas upp presenteras för varje respondent för sig och i kronologisk ordning utifrån investeringsprocessen som redogjordes under teorikapitlet. Empirin som presenteras nedan i kombination av den teoretiska referensramen ligger till grund för analysen som presenteras i nästa kapitel.

4.1. Affärsängel 1 (A1)

A1 är utbildad på Handelshögskolan och har byggt upp ett flertal Internetrelaterade bolag från grunden sedan 1996 och är idag VD på ett av dem. Han ser sig själv som en blandning av entreprenör och affärsängel och har tidigare skrivit två böcker i ämnet företagsvärdering. Han investerar i bolag inom e-handel, Internet och mobilapplikationer.

4.1.1. Värdedrivande faktorer

A1 tittar i huvudsak på tre faktorer när han bedömer företag – grundarna/management, marknadspotentialen och unika egenskaper som skiljer bolaget från konkurrenter. För att bolaget i huvud taget ska lyckas krävs det att personerna bakom bolaget är hängivna. En fördel som han ser det, är om en av grundaren har gjort den entreprenöriella resan förut eftersom nya kunskaper och erfarenheter utvecklas efter varje gång. En blandning av hunger och erfarenhet är en bra kombination menar han. Han analyserar även konkurrensen men finner att en viss konkurrens även driver utvecklingen framåt.

”Det krävs någon som är dedikerad annars går det aldrig. Så management slash entreprenörerna, både hur bra de är och vilken erfarenhet de har, personlig kontakt men även då deras incitament.”

4.1.2. Värderingsgrund

Den stora problematiken ligger i vilka antaganden man ska göra enligt A1, det är mer en konst än en vetenskap eftersom det blir svårt att bedöma vad som är rätt och fel. Omvärldsfaktorer som kan påverka företaget kan vara svåra att förutse. Budget får en mindre roll i analysen, men han vill veta hur den är beräknad och upplagd. Antaganden angående marknadsstorlek och tillväxtpotentialer får han från bolaget men dubbelkollar sedan informationen. Han har mest investerat i personer han känner men i annat fall tar han referenser från tidigare kollegor.

”Men det svåra är att veta vilka antaganden man ska göra. Det är ju jättesvårt att veta vad som händer i det här företaget om ett eller två eller tre år. Hur påverkas det av vad som händer i omvärlden? Hur påverkar ny teknik?”

4.1.3. Värderingsmetod

När det gäller värdering av unga företag så är det nästan ingen som tittar på modeller menar A1, det handlar mer om någon form av rimlighetsvärdering. Som investerare tittar han på hur mycket företaget behöver samt ser till att grundarna har kvar en stor del av kakan som incitament för att sedan uppskatta vad företaget rimligen kan vara värt i framtiden. Enligt A1 så använder han en förenklad form av diskonteringsränta där han gör en multipelvärdering som baseras på vad andra liknande bolag värderas till. Genom att jämföra nyckeltal får han fram vad företaget kan vara värt några år framöver och ser sen till att avkastningen blir tillfredsställande.

”Men när det gäller att investera i ett nytt företag så är det mycket mindre modeller än vad man kan tro. Det finns nästan ingen som ens tittar på modellerna.”

4.1.4. Avkastningskrav

A1 uttryckte inget avkastningskrav men var nöjd med genomförda exits som genererat 10–20 gånger pengarna.

4.1.5. Förhandling

Värdering är också en förhandlingsfråga anser A1, om entreprenören gjort lyckade satsningar innan är det ofta hen som har makten i förhandlingen då många är beredda att investera. Han tycker att många entreprenörer stirrar sig blinda på själva värderingen och menar att aktieägaravtal, investeringsavtal samt alla specialklausuler drar ner vikten. Om entreprenören värderar sitt företag för högt enligt finansiären sätter andra mekanismer in som ska säkra finansiärens avkastning, avslutar han.

”Sedan finns det också ofta mekanismer om till exempel att entreprenören tycker att bolaget är värt 100 miljoner och investeraren tycker 50 miljoner och då kan investeraren säga 'Ok vi kör värderingen på 100 miljoner, men, om det inte går så bra som du säger, då ska vi faktiskt få mer aktier som investerare om ett eller två år utan att betala för det', vilket gör att värderingen sjunker till 50 miljoner.”

4.1.6. Riskhantering

A1 undviker för stora risker och det mest högteknologiska. Han vill själv förstå vad det handlar om menar han, trots att det kan inskränka på bolagets uppsida. I vissa fall har A1 investerat tillsammans med någon som gjort en due diligence som han har kunnat ta del av, i andra fall har han gått in så pass tidigt och varit aktiv i styrelsen så att det inte har behövts enligt honom. Han har i dessa situationer istället gått in med mer kapital i ett senare skede för att minska risken. A1

har även testat att göra due diligence själv men då utan att ta hjälp av revisorer eller advokater. A1 har inte använt sig av milstolpsbetalning trots att han anser att det är en bra metod, det tar för mycket tid samtidigt som hans kapitalinsatser är relativt små. En styrelseplats är obligatoriskt vid en investering och som regel är han också operativt involverad i bolaget verksamhet. Han tycker generellt att det är bra att vara "havande" med en investering för att se hur bolaget utvecklas innan investeringsbeslutet. Genom att träffa entreprenören regelbundet under några månader kan A1 utvärdera hur bolaget planer efterlevs och följs upp vilket reducerar risken.

"Det är ganska många som jobbar så att de gärna vill ha kontakt med bolaget under en viss tid. Det blir ju aldrig så att man säger att 'JA! Jag investerar idag!', utan det är alltid en process."

4.1.7. Irrationalitet och felbedömningar

A1:s investeringar har hittills gått bra och de företag som han har sålt har gett 10 till 20 gånger pengarna men han har också med tiden lärt sig att budgetar och tidskalkyler ofta överskrids. A1 har även hoppat av en budgivning på en investering som idag skulle ha gett flera hundra gånger pengarna trots att han trodde på idén. Han menar att tidsbrist var en av faktorerna som var avgörande men också att han upplevde att risken var för stor i förhållande till insatsen då affärsidén inte kändes så unik. I teorin vill han gärna investera i kvinnor och speciellt i invandrare med en tuffare bakgrund som känner ett utanförskap och har ett annat driv än en person från en välbeställd bakgrund, men i praktiken investerar han i inhemska män som han känner lite och aldrig i någon okänd som har hört av sig spontant. Han medger att det finns en möjlighet att han indirekt lockas av det som är likt honom själv, men har aldrig tänkt i de termerna.

"Så det blir ju någon form av dold, positiv fördom kanske mot de som har studerat på Handels. Även fast jag kanske inte tänker på det så är det nog lite så. De kanske hade samma lärare som när jag gick där och det blir ju lite positiv connection ändå. Så det finns nog en risk att det skulle kunna bli en dålig investering på grund av sådana fördomar, men jag har inte tänkt på det så mycket."

4.1.8. Hantering utav irrationalitet

A1 uppfattar sig som optimist, och har som tidigare nämnts, lärt sig att budgetar och tidskalkyler ofta överskrids. Han inser att det finns en risk för att bias påverkar hans värderingar men har inte funderat så mycket på det.

"Generellt så är min erfarenhet att saker och ting tar längre tid än vad man trott och kostar mer pengar. Jag är ju i grunden entreprenör och då är man nog oftast optimist av naturen tror jag."

4.2. Affärsängel 2 (A2)

A2 är medgrundare till ett bolag där affärsänglar gör investeringar tillsammans men gör dessutom riskkapitalplaceringar på egen hand och går in vid marknadsinträdet när en produkt ska lanseras eller precis har påbörjat försäljning. Han har tidigare erfarenhet av ledande befattningar inom IT och själv startat fyra företag och byggt upp dem från grunden. A2 investerar i IT och telekom men har även en satsning i barnklädesbranschen.

4.2.1. Värdedrivande faktorer

Ett bra och fungerande team med ett tydligt säljfokus är en av de viktigaste faktorerna enligt A2. Andra egenskaper av vikt är uthållighet, lyhördhet – att inse att man inte kan allt utan är öppen för hjälp som kan utveckla företaget vidare, problemlösande kvaliteter samt ett eget driv. Han understryker också att en skalbar affärsidé som har en viss unikititet samt en gynnsam marknadspotential är elementärt.

”Man tittar på skalbarhet, att det finns unikititet i det hela och att det finns en bra marknad och man tittar på att det finns ett bra team och det är nästan det viktigaste av allt. Ett bra team kan göra något av en halvdålig affärsidé men ett halv dåligt team kan inte göra något bra av en bra affärsidé.”

4.2.2. Värderingsgrund

När A2 gör analyser tillsammans med de andra 19 änglarna i bolaget går de efter en metod som en forskare på KTH har lärt ut. Änglarna delar upp analysen efter kompetensområde. Specifierade kriterier utvärderas noggrant och entreprenörens budget bryts ner i beståndsdelar för att se om gjorda antaganden är rimliga. Referenser tas alltid, samt att de lägger ner tid på att träffa entreprenören för att kunna bedöma olika aspekter, att teamet kan exekvera är viktigast att värdera, menar han. När A2 har investerat själv har han istället gått på intuition. I ett fall var han mentor till Vd:n under ett års tid innan han gick in i bolaget och kunde på så sätt observera bolagets framsteg och grundarnas seriositet. Magkänslan har fungerat bäst hittills, men A2 säger att det också kan handla om tur.

”Jag har ett väldigt bra mått, om man träffar ett företag, antingen känns det bara sämre och sämre. Man hittar nya problem och man hittar ett problem till. Det andra är ju att det känns bättre och bättre, man får svar på sina frågor och det som sker är bättre.”

4.2.3. Värderingsmetod

A2 använder sig av en förnuftsvärderingsprincip och säger att värderingen handlar mer om en diskussion kring företagets kapitalbehov, grundarnas andel kontra investerarnas, företagets potentiella omsättning i framtiden samt uppskattat exit-värde. Det uppskattade exit-värdet beräknas ofta genom multiplar, framför allt när A2 gör syndikatinvesteringar.

”Det rimliga är oftast att de vill ha in 1 eller 2 miljoner och värderar sig själv mellan 8-12. Då får de ge bort 20 % och då var det rimligt. Så det handlar oftast om den sortens diskussioner, den är en sort förnuftsvärderingsprincip.”

4.2.4. Avkastningskrav

A2:s önskvärda avkastning är 10 gånger pengarna med en investeringshorisont på 3-5 år för att täcka upp för de investeringar som inte håller måttet.

4.2.5. Förhandling

Generellt anser A2 att entreprenörer värderar sitt bolag för högt eftersom de sitter fast i känslan av att någon tar bolaget ifrån dem, han är därför mån om att förklara för grundarna att de istället erbjuds saker som kan göra företaget framgångsrikt och värt någonting. Allt som oftast får dock investerarna acceptera grundarnas värdering och istället blir ägarandelen samt andra villkor en förhandlingsfråga. A2 erkänner att han ibland spelar på sitt kunskapsövertag men säger samtidigt att det är en svår balansgång, entreprenören får inte känna sig lurad för då tappar hen engagemang och åstadkommer inget bra jobb.

”Men det viktigaste för dem är att förstå att de istället får saker och om man lyckas göra det här värt så spelar det ingen roll om man äger 5, 10, 15 eller 20 %. Det viktigaste är att man lyckas göra företaget framgångsrikt och värt någonting. Om man talar om änglar och så här, ett ganska tidigt stadium, det är en ganska snäll värld där man vill hjälpa till. Den större världen, där är det mycket tuffare, för där ska det bara växa till vilket pris som helst.”

4.2.6. Riskhantering

I de flesta fall gör A2 investeringar tillsammans med de andra änglarna och då genomförs alltid en grundlig analys samt due diligence. Kapitaltillskott sker ofta stegvis för att få bättre kontroll. I A2:s bolagsinvesteringar är det alltid någon av änglarna som tar en styrelseplats, själv är han styrelseledamot i 2 av dem. I syndikatinvesteringarna handlar det mer om vilken kompetens som behövs i bolaget, att själv vara aktiv i alla engagemang kräver för mycket energi menar han. I egna investeringar tar han dock alltid en styrelseplats utom i ett fall där han istället hade en operativ

roll. En annan riskreducerande faktor är kontinuerlig kontakt som blir mer frekvent när bolag stöter på problem. Avtalen får dock inte bli för strikta menar A2 då entreprenören måste få känna en viss frihet och att han har ett förtroende.

”I bolaget finns det andra som har andra specialiteter än vad jag har och då kan de sitta i styrelsen. Om jag går in själv ... om jag inte har någon form av kontroll så går jag inte in. Jag vill alltid ha kontroll men i ett fall jobbade jag operativt istället.”

4.2.7. Irrationalitet och felbedömningar

A2 anser inte att han gjort några analysfel utan det som har gått snett har istället berott på faktorer som inte har kunnat förutses. Av de investeringar som han själv genomfört är det bara en som är dålig. A2 går efter kalkylen att 20–30 % av satsningarna kommer lyckas riktigt bra, 20 % kommer inte fungera och 20 % överlever bara och blir aldrig sålda. Att det är något som man får leva med.

”Det är någon sorts naturlag i det hela. Det går naturligtvis att hitta lite bättre, du kan minska riskerna, det kan du göra. Om man har vissa kriterier så kommer man säga nej till någon någonstans för att man säger ja till något annat. Man får räkna med att man gör vissa fel för att man har ett visst system man går efter.”

4.2.8. Hantering utav irrationalitet

För att undvika bias är det viktigt att använda en analysmetod enligt A2. I bolaget är flera änglar med och granskar i processen vilket ökar chanserna för en objektiv värdering menar han, men tycker samtidigt att det är svårt att inte ha förutfattade meningar vid en bedömning. A2 säger även att det är viktigt att kunna sätta sig in i andra människors behov för att kunna uppskatta efterfrågan på erbjudandet. Problematiken med bias diskuteras dock aldrig i bolaget.

”Det är väldigt svårt att skilja på vad man känner och vad man inte känner. Jag tror också att man ska ha någon form av känsla också. Jag försöker känna efter om det här är något som andra vill ha, tycker andra om det här. Man har ju förutfattade meningar, det är väldigt svårt att inte ha det.”

4.3. Affärsängel 3 (A3)

A3 har lång erfarenhet inom riskkapitalbranschen. Han började sin karriär i byggbranschen som projektledare och arbetade sedan som finansanalytiker på ett större riskkapitalbolag för att sedan bli affärsängel. I dagens läge är han involverad i ett flertal bolag både som rådgivare och investerare. A3 har investerat i ett 20-tal företag sedan 1980-talet. De företag han investerar i brukar vara i sådd- eller uppstartsfas.

4.3.1. Värdedrivande faktorer

När A3 ska investera i ett företag tittar han främst på att det är en engagerad och kompetent entreprenör med rätt driv. Dessa kvalitéer hos en entreprenör reducerar risken i investeringen, menar han. Något som även är viktigt för A3 är att det finns ett intressant affärskoncept, bra marknadsförutsättningar, bra humankapital och att det är rätt timing för en etablering. Immateriella tillgångar så som ett patent menar även A3 kan bidra till en högre värdering.

“Det måste ju finnas en marknad, en bra marknad och en bra produkt eller tjänst och man måste ha den rätta driven. Att man ser och gör rätt saker. Och avgörande är de här personligheterna som ofta är 1, 2, 3 nyckelpersoner.”

4.3.2. Värderingsgrund

A3 inhämtar information från ett flertal källor. Främst berättar han att han brukar få mycket information av företaget som han ska investera i, men gör även egen research via internet, kontakter från sitt nätverk samt pressmeddelanden från andra företag i branschen. När A3 ska skapa sin egen uppfattning om ett företags värde så är det ett flertal faktorer som spelar in. Först tittar han på de värdedrivare som nämndes ovan, och utifrån den marknadsinformation han får i den undersökningen försöker han att se om det finns någon trend i utvecklingen. Sedan uppskattar han hur denna marknad kommer att se ut i framtiden. A3 menar att i denna typ av investeringar köper man lite förväntan.

“Jag brukar börja med att kolla på marknadsförutsättningarna och marknadsvolymer. Då försöker jag få så mycket material som möjligt av de bolagen men jag tittar också och googlar lite och tittar på pressmeddelanden och annat från företag som är i branschen eller liknande. Och då ser man en total marknad så tänker man att 'den borde vara så här' och så kan du få via dokumentation som är hyfsat tillgänglig.”

4.3.3. Värderingsmetod

När själva värderingen ska göras använder sig A3 utav jämförande värdering, eller som han även kallar den, lativvärdering. Han använder de prognostiserade värdena för att sedan titta på liknande företags värdering gentemot dess P/E-tal och Price/Sales, som sedan används som multiplar för att värdera investeringsobjektet till X gånger vinst eller X gånger omsättning. A3 berättar även att det är vanligt gällande riskkapitalister, inklusive sig själv, att värdet på investeringsobjektet reduceras något för att kompensera för den tid, erfarenhet och risk som kommer med investeringen. Om en annan finansiär har gjort en värdering tittar även A3 på den för att skaffa sig en egen uppfattning. När värderingarna är ungefär samma blir det en bekräftelse.

När A3 arbetade som finansanalytiker på ett större riskkapitalbolag berättar han att värderingen skedde helt enligt modellerna. Det gjordes 10 års diskonterade nuvärden, men A3 menar att "det är inte värt särskilt mycket".

"Och så fungerar ju jag också att när jag har hittat ett värde, då går jag in under det för att få lite fördelar för att vi är med och driver upp det hela. Så vår insats är ju inte bara dumt kapital utan smart money som det ibland kallas. Och det ska man ha lite fördelar för. Men man ska komma ihåg också att man tar en jätterisk i de här bolagen."

4.3.4. Avkastningskrav

10-20 gånger investerat kapital på 1-3 år är avkastningskravet enligt A3, även om det ganska sällan uppnås. Vissa ger ännu mer och vissa ger ingenting, men i snitt beräknar A3 att det blir ungefär 3 gånger investerat kapital.

4.3.5. Förhandling

När det gäller förhandling berättar A3 att hans egen och entreprenörens uppfattning om företagets värde ofta är relativt långt ifrån varandra. Detta slutar ofta i en kompromiss där värdet hamnar väldigt nära A3:s värdering beroende på hur intressant idén är och hur stor potential den har. Men A3 menar att genom sin erfarenhet kan han göra en bättre bedömning än entreprenören. Detta i kombination av företagets kapitalbehov så sitter han själv i ett relativt positivt utgångsläge vilket resulterar i att värderingen hamnar närmast hans egna lägre värdering.

Något som även förhandlas är A3:s uppdragsavtal som reglerar vad som ska göras och till vilket arvode. Arvodet brukar A3 i vissa fall konvertera till aktier och i de fall aktiens kurs faller så regleras detta genom att ge honom större andel.

“... då kan man säga att i de här första skedena när man pratar med folk då, grundare och entreprenörer eller någon som har en teknologi eller någonting, då tror han att han befinner sig mycket högre upp än vad han gör”... “En erfaren investerare han drar ju ned det hela.”

4.3.6. Riskhantering

A3 brukar genomföra en due diligence själv när han ska gå in som finansiär i ett bolag. Det han tittar på är produkten eller tjänsten, marknaden, affärsförutsättningarna och om det finns något legalt patent som väcker några frågor. I övrigt lägger han stort fokus på personerna. När A3 väl har investerat i ett bolag går han in operativt som styrelseordförande, VD och CFO på en gång. Detta gör han för att ge företaget en billig fördel i starten. Succesivt så rekryteras en marknadsorienterad VD som kan fokusera på försäljning och sedan en CFO också. A3 sitter sedan kvar som styrelseordförande för att stödja VD:n och CFO:n. Förutom avtalet gällande arvodet som nämndes ovan framgick inga övriga riskreducerande avtal så som milstolpsbetalningar eller preferensaktier.

4.3.7. Irrationalitet och felbedömningar

Det har hänt att A3 har gjort felbedömningar i den mån att företag han har investerat i inte överlevt. Men det han anser vara problemet är utvecklingen i sig och inte något fel i själva bedömningen. A3 har investerat i flertalet företag och anser att personliga åsikter och fördomar inte har påverkat hans investeringsbeslut. Det har dock hänt att A3 har fortsatt investera i ett projekt som inte haft en överlevnadsförmåga. Detta anser han kan bero på att han inte velat inse situationens allvar. Det har inte hänt, berättar han dock, att han har tackat nej till en investering som han sedan sett blivit en succé. Detta beskriver han som att det skulle kunna bero på slumpen.

“Istället för att se sanningen och verkligheten så stoppar man succesivt in mer och mer för att rädda.”
... “Jag har själv råkat ut för det i tidigare projekt, alltså där man kastar friska pengar efter dåliga.”
... “man försöker försvara sin position istället för att rädda den och inse att man sitter där i saxen”

4.3.8. Hantering utav irrationalitet

Då A3 inte anser sig påverkas av bias så görs inga försök att hantera det utan snarare fortsätta bedöma investeringar utefter potential och inte blanda in egna subjektiva faktorer.

4.4. Venture Capital 1 (VC1)

VC1 arbetar som Investment Manager på ett statligt riskkapitalbolag vars investeringsbudget är drygt en miljard fördelat på 7 regioner och investerar i bolag som omsätter från 0 till 100 miljoner kronor. Han har tidigare arbetat som analytiker på Svenska Riskkapitalföreningen samt drivit egen konsultfirma med kunder i riskkapitalbranschen.

4.4.1. Värdedrivande faktorer

VC1 poängterar vikten utav ett bra entreprenörsteam, deras incitament samt förmåga att exekvera och få företaget att växa. Han menar med detta att det är i individerna och skalbarhet han investerar i. VC1 berättar att om dessa faktorer är utmärkande spelar andra värdedrivande faktorer mindre roll. Dock menar han faktorer som bra marknadsförutsättningar, strategiska fördelar, bra affärsidé och affärsmodell tas i beaktning vid värderingen.

”Man brukar alltid säga att om det är ett brilliant team så kan de alltid ha en dräglig idé, de kommer ändå lyckas att bli ett bra bolag. Men är det istället en fantastisk idé men det är fel människor som driver det så kommer det inte bli någonting ändå.”

4.4.2. Värderingsgrund

VC1 poängterar att det som ligger till grund för deras värdering utav ett företag är riskkapitalbolagets erfarenhet. Då de tittar på en större mängd företag varje år menar VC1 att de får en bra känsla för vad ett företag är värt. Utöver den mer erfarenhetsbaserad värderingsgrunden använder de olika marknadsanalyser och rapporter för att få en bild av marknadens tillväxt, konsolideringsgrad men även hur andra exits och finansieringsrundor har sett ut i branschen. Stor del av bedömningen grundar sig även i interaktion med kontakter i branschen, referenser till entreprenören och med själva investeringsobjektet. VC1 berättar att de vill lära känna investeringsobjektet över en tid för att göra en korrekt bedömning. Genom att kommunicera med styrelsen och ledningen kan de upptäcka värdedrivare och risker.

”Sen kollar vi på ca 200 bolag per år, det gör att vi har en hyfsad känsla för var värderingarna ligger på.”

4.4.3. Värderingsmetod

VC1 berättar att de inte använder de klassiska modellerna för värdering. Detta på grund utav att det dels ofta inte finns någon substans att räkna på och dels att det finns faktorer och risker som

inte ryms i kalkyler. Han menar att det finns flaskhalsar som till exempel brist på specialiserad arbetskraft istället för risker gällande omsättning.

Istället använder de sig av den rimlighetsvärdering som nämndes ovan, att de tittar på det totala investerade kapitalet och medfinansiärens avkastningskrav och frågar sig om värderingen är rimlig om företaget ska uppnå det avkastningskrav som är satt. Dock görs värderingen även utifrån andra liknande företag då de ofta använder multiplar som P/E-tal och Price/Sales. Dock menar VC1 att beroende på vad exitvärdet blir kan värdering förlora betydelse. Han menar att om bolaget förväntas kunna säljas för 500 miljoner kronor får en exakt värdering en mindre relevans jämfört med om det förväntade framtida värdet är 20 miljoner.

”Så att alla de här bitarna, det kan du inte hitta i en kalkyl. Riskkapital är inte så att man sitter och kollar på DCF:er liksom.”

4.4.4. Avkastningskrav

Riskkapitalbolaget har egentligen inga egna avkastningskrav förutom att de inte ska gå med förlust. Då det ställs krav på att de företag som de investerar i även måste ha en privat riskkapitalist som medfinansiär använder de istället medfinansiärens avkastningskrav som VC1 berättar att de ofta ligger på cirka fem gånger investerat kapital. VC1 berättar istället att:

”... vi finns till för att vi ska driva privat kapital till den här fasen”.

4.4.5. Förhandling

Värdering förhandlas alltid enligt VC1. Ofta har entreprenören en mycket högre värdering av sitt företag på grund utav att de vill ha kvar en så stor del som möjligt som är ett resultat av deras kontrollaversion. Det är sällan riskkapitalbolaget tar en ägandeposition under 10 %, vilket ibland leder till att en investering blir omöjlig med entreprenörens värdering beroende på hur stort kapitalbehovet är. Om nästa finansieringsrunda måste göras utomlands kan en för hög första värdering sluta i en lägre värdering nästa gång företaget behöver ta in kapital. Då krävs en undersökning av hur stora dessa rundor brukar vara i det landet för att inte hamna fel i prissättningen då VC1 anser att prisutveckling bör gå åt rätt håll.

”Det är alltid en förhandling om värdering. Alltid. Det är väldigt sällan bolag kommer till oss med en värdering som vi från början tycker är väldigt normal och sund. En entreprenör har ju alla incitament att försöka få den så hög som möjligt för det innebär mindre utspädning då har de större kontroll över bolaget.”

4.4.6. Riskhantering

Först och främst menar VC1 att deras interaktion med entreprenören innan investering fungerar som risk- och osäkerhetsförebyggande. Som vi tidigare nämnde görs aldrig heller en bedömning, värdering eller ett beslut av en person utan det är alltid ett flertal andra som får påverka för att undvika bias. De brukar även anlita en advokat som gör en legal due diligence samt utformar och går igenom de avtal som rör investeringen, till exempel ett term sheet där värdet av företaget redovisas, samt reglerar den framtida ägarstrukturen. Preferensaktier brukar även användas när de tycker att värderingen är lite för dyr eller investeringen är riskfylld. De brukar även använda sig utav aktieägaravtal så att alla aktieägare har samma villkor. De tar även i stort sätt alltid plats i styrelsen i de bolag som de investerar i, VC1 själv sitter idag i två styrelser, men när bolaget börjar bli större tar de istället in en mer specialiserad styrelseledamot.

”Det är jättebra om de kommer till oss ett år innan de behöver pengar, för det innebär att vi har tid att lära känna varandra.”

4.4.7. Irrationalitet och felbedömningar

VC1 berättar att när en bedömning görs så spelar det subjektiva in. Två företag i portföljen har gått i konkurs, VC1 medger att de i dessa fall förlitade de sig för mycket på medfinansiärernas analyser. Ett företag som nekats kapital går idag väldigt bra, tidsbrist samt att företaget vid tillfället inte hade löst motfinansiering var faktorer som inverkade menar han.

”Det är ju alltid en blandning mellan det subjektiva och det vi tror kan vara så objektivt som vi kan ha i ett sådant här läge.”

4.4.8. Hantering utav irrationalitet

Dessa felbedömningar och bias tas dock på stort allvar. De företag som har gått i konkurs har analyserats genomgående för att hitta vad som gick fel och vad som hade kunnat göras annorlunda. När det gäller företag som lyft och som de inte investerade i berättar VC1 att det kan bero på ett flertal faktorer som är svåra att påverka. Det händer att företagen går för fort fram så att det är svårt att hinna göra en bra bedömning eller att det är många externa omvärldsfaktorer som påverkar riskbilden.

Något som gör att de aktivt motarbetar bias är att de alltid arbetar i team menar VC1. En bedömning görs inte utav en person utan det är alltid en investeringsmanager som också är delaktig i processen samt att det är en investeringskommitté som ska göra sin bedömning utifrån

ett PM där företaget redogörs utifrån ett logiskt perspektiv. Om en investerare har samarbets-svårigheter med en entreprenör kopplas även en annan person in för att bedöma om det är investeraren eller entreprenören som är problemet.

4.5. Venture Capital 2 (VC2)

VC2 har 17 års erfarenhet i branschen och är idag Investment Director och partner på ett riskkapitalbolag som historiskt har investerat i högteknologiska tillväxtföretag i tidiga skeden men som med åren har glidit lite i fokus. Bolaget gör inga nyinvesteringar längre utan förvaltar tre fonder innehållande ett 20-tal investeringar.

4.5.1. Värdedrivande faktorer

Ett bra grundarteam är avgörande, anser VC2. Annars är uthållig konkurrenskraft en viktig parameter när de har tittat på investeringsmöjligheter. Det kan handla till exempel handla om att bolaget besitter en stor kompetensbas eller har utvecklat en unik teknologi. Med andra ord handlar det inte bara om den aktuella konkurrenssituationen utan också hur bolaget kan möta framtida rivalitet. Ett bra en bra marknadssituation är också väsentligt anser han.

”Vi letar efter uthållig konkurrenskraft. Det kan vara något som är unikt i någon teknologi, stor kompetens, ett arv man har med sig, en kundbas. Det kan vara lite allt möjligt men vi försöker identifiera en uthållig konkurrensfördel.”

4.5.2. Värderingsgrund

Många gånger är antagandena rena gissningar enligt VC2 men de försöker ta del av all information som finns tillgänglig så som branschanalyser, marknadsdata, referenser från tidigare kollegor och kundutfrågningar. En del antaganden utgår från liknande bolags operationella historik, investeringsbehov och kostnadsstruktur då bolagen själva saknar resumé. Logiska resonemang utifrån den insamlade information utgör sedan grunden till prognoserna.

”Det finns massa bedömningar som talar för att marknaden kommer växa på ett visst sätt, det tror vi kan vara sant, om man kan lyckas med si och så, så kan man ta en viss marknadsandel, då jämför vi med andra liknande bolag, då har du en viss kostnadsstruktur och så måste man göra vissa investeringar osv. Utifrån en marknadsstorlek och en marknadsandel och en prispress eller prisutveckling så får du ett intäktsantagande. Sen kan du prognostisera kostnader och investeringar. Det är oftast lättare, då jämför man med andra bolag och kommer rimligt rätt.”

4.5.3. Värderingsmetod

VC2 och hans kollegor använder sig av en scenario-modellering som är ganska ovetenskaplig enligt honom. Alla faktorer som identifierats trättas ner i en kassaflödesanalys. De försöker sedan skaffa sig en uppfattning hur bolagen kan se ut i 3 olika scenarios i slutet av deras innehavshorisont som oftast ligger 5-7 år fram i tiden samt vilken ägarandel de kan tänkas ha. Scenarierna vägs därefter samman och det uppskattade slutvärdet diskonteras tillbaka till investerings-tidpunkten. VC2 föredrar en fundamental analys vid företagsvärdering även när det gäller unga bolag med stor tillväxtpotential, han menar att det är viktigt att skaffa sig en egen uppfattning om ett företags värde.

”Vi är mer fundamenta-orienterade då har man i alla fall en uppfattning om varför man värderar ... om det är rätt eller fel. Gör man inte det utan bara jämför vad andra liknande bolag värderas till ute på stan då har man ingen egen uppfattning om vad det borde vara värt tycker vi. Vi försöker bara ha den bästa ansatsen vi kan hitta för vad saker och ting ska vara värt, sen är det inte så lätt när det saknas en massa information.”

4.5.4. Avkastningskrav

Bolagets avkastningskrav har varierat över tid och efter upplevd risk på investeringsobjekten. Hela portföljinnehavet har sedan bolaget startat haft avkastningskrav på allt från 20 till 50 %. VC-bolagets investeringshorisont är 5–7 år.

”Det beror på caset, vilken risk vi upplever, men säg att ungefär på hela portföljen, det har varierat över tid men mellan 15–20 % upp till kanske 50 % har vi jobbat med.”

4.5.5. Förhandling

Entreprenörer som startar en ny verksamhet är ofta väldigt entusiastiska och ser bara möjligheter varvid synen på hur bolaget kan utvecklas många gånger blir orealistisk menar VC2. Diskussionerna parterna emellan handlar mer om vilken prognos man ser framför sig snarare än hur en prognos sen ska värderas, för där brukar man vara överens. Det är inte ovanligt att parterna vid förhandlingens början ligger flera hundra procent ifrån varandra gällande utgångspris. Bolag som har kommit längre i sin utveckling brukar ligga närmre VC2:s egna prognoser. Enligt VC2 är värderingen i slutändan en förhandlingsfråga som påverkas av utbud och efterfråga på kapital. Genom att de är mer fundamenta-orienterade har de innan förhandlingen satt ett värde på vad de tycker att bolaget max kan vara värt. VC2:s ståndpunkt är att det idag är entreprenörens marknad vilket har lett till huvudlösa värderingar. Resultatet har blivit att riskkapitalbranschen numer präglas av stränga avtal och olika typer av preferensaktier för att

kunna hantera dessa orimliga värderingar. Kapitalinflödet i förhållande till investeringsmöjligheter är väldigt stort så konkurrensutsatta investeringsobjekt blir för alldeles dyra tycker VC2. Idag finns det inte samma möjligheter till avkastning som på 90-talet menar han varvid han och hans kollegor har bytt fokus i ett nytt bolag i dagsläget.

”Det är gapet som är problemet, det är inte sen hur man värderar en viss prognos, det brukar man vara ganska överens om. Med nyckeltal och kassaflöden. Utan det är hur bolaget rent faktiskt fundamentalt kommer att kunna utvecklas.”

4.5.6. Riskhantering

En finansiell och legal due diligence görs alltid. Milstolpar används ofta menar VC2, ett sätt att lösa problematiken med huvudlösa värderingar är att riskkapitalbolaget sätter upp vissa kriterier som företaget måste uppnå inom vid en viss tidpunkt, annars värderas företaget om. Riskkapitalbolaget får då aktier till ett omnämnt pris för motsvarande värdering. Branschen präglas numer av stränga avtal och olika typer av preferensaktier för att kunna hantera dessa orimliga värderingar, hävdar VC2. Förutom styrelsearbete kan de ibland vara involverade i vissa projekt eller processer men de går aldrig in operativt i investeringarna. VC2 menar att det finns många typer av osäkerheter och risker men på den övergripande nivån så hanterar de dessa med att ha ett portföljtänk där de räknar med att ha vissa förluster som andra investeringar får kompensera.

”Vi har gått in i olika branscher i samma portfölj, inte bara branscher utan också typer av verksamheter. Och man räknar med att ha en del förluster helt enkelt. En del stora förluster också. Sen försöker man hantera risker och osäkerheter i varje enskilt bolag naturligtvis, det är inte finansiellfråga då utan mer operationellt.”

4.5.7. Irrationalitet och felbedömningar

VC2 menar att det är omöjligt att inte göra felbedömningar när man handlar i situationer som karaktäriseras av stor osäkerhet. Det viktiga är att ha ett fokus och en investeringsstrategi så det finns något att förhålla sig till. De refuserade TradeDoubler en gång i tiden som idag är ett stort börsnoterat företag men VC2 säger att han skulle ha gjort samma sak idag eftersom de var väldigt tidigt ute samtidigt som liknande affärskoncept dök upp på marknaden och åsyftar att i det läget var väldigt svårt att avgöra bolagets potential. Bolaget har vid vissa tidpunkter haft ett för stort fokus mot vissa branscher eftersom dessa har varit framgångsrika historiskt och har därmed bortsett att framtiden inte sett lika ljus ut. VC2 medger också att han många gånger varit färgad av att han gillar en viss typ av personlighet eller en slags verksamhet men insikten om detta har

kommit först efter investeringsbeslutet. Han tycker dock att han med åren blivit ödmjukare och bättre på att identifiera subjektiviteter som kommer in i värderingsprocessen.

”Man har fått för sig att man tror på en viss bransch eller en viss typ av verksamhet. I vissa tidpunkter har vi varit för tungt allokerade mot vissa branscher och det beror naturligtvis på att man har haft framgång i de branscherna tidigare då har man bortsett från att kanske utvecklingen inte har sett lika ljus ut framåt som bakåt.”

4.5.8. Hantering utav irrationalitet

VC2 berättar att de i regel är två på bolaget som jobbar med ett case som sedan läggs fram rationellt inför de andra på bolaget. För att investeringsbeslutet ska gå igenom måste alla partners vara överens. Enligt VC2 försöker de i allra högsta mån göra en objektiv analys men inser också att det inte alltid blir så. Alla på bolaget är mer eller smittade av samma förutfattade meningar och VC2 fruktar att de inte ens är medvetna om de värsta fördomarna men problematiken diskuteras dock i bolaget.

”Man är färgad av allt möjligt. Men om man inser det när man tar investeringsbeslutet då försöker man hantera det. Men det gör man inte, utan det kommer man på sen.”

4.6. Venture Capital 3 (VC3)

VC3 är General Partner på ett Venture Capital-bolag som gör minoritetsinvesteringar i nordiska och entreprenörsledda IT-företag med ett starkt internationellt fokus. Bolaget vill vara den första institutionella investeraren i företag som har en omsättning i spannet 0–150 miljoner.

4.6.1. Värdedrivande faktorer

Teamet är avgörande om bolaget ska kunna nå långt menar VC3, det måste finnas tydliga ledarindivider med en stark drivkraft som kan bygga ett stort bolag med en sund företagskultur. Om entreprenörerna dessutom har gjort lyckade satsningar innan är det ett kvitto på att personerna kan leverera på en idé. Om de misstänker att de måste byta ut nyckelpersoner på kort sikt så gör de inte investeringen. De har provat detta men det har inte fallit i god jord. Det går åt för mycket tid och pengar samtidigt som det är en jobbig process för företaget, anser VC3. Det måste likväl finnas en intressant produkt eller innovation som har ett existensberättigande och som överträffar det som redan finns på marknaden. Folk måste kunna ta till sig erbjudandet och vilja använda det, och han tillägger att det även måste finnas en stor marknad. De tackar ofta nej till investeringar för att marknaden inte är tillräckligt stor för att bygga ett företag som är värt

flera miljarder kronor, bolaget måste trots allt ha potential att skicka tillbaka ett antal hundra miljoner till fonden.

”Det är ändå individerna som är nästan den viktigaste tillgången och då måste de finnas kvar och bygga bolaget. Allt värdeskapande som sker i bolaget står entreprenörerna för. De är de som avgör om de blir bra eller dåligt och vi kan aldrig göra ett dåligt bolag bra.”

4.6.2. Värderingsgrund

Mycket av informationen kommer från bolaget men också från VC:s nätverk och deras erfarenhet från tidigare investeringar. VC3 berättar att de kritiskt undersöker marknaden som bolaget opererar på och jämför med tidigare försäljningar och transaktioner på spelplanen. Han nämner att de tittar på hur många försäljningar som skett i segmentet, hur en vinstkrona respektive en omsättningskrona värderas och hur bolaget bör vara uppbyggt samt vilka geografiska placeringar det kan förväntas ha för att värderas till önskat värde. För att bolaget ska kunna klättra på värderingsstegen läggs mycket tid på att identifiera värdedrivare och försöka förstå hur värdeutvecklingen kan se ut. De försöker med andra ord skaffa sig en bild av hur rimligt det är att nå fram till målbilden och där många antaganden bygger på entreprenörernas planer, ambitionsnivå och incitament. De måste kunna rättfärdiga en investeringsnivå, menar han.

”Hur behöver bolaget se ut för att värderas till två miljarder, hur är vinsten och omsättningen fördelad på geografi, vilka länder måste man ta sig till för att nå den positionen? Hur sannolikt är det att man kan ta sig dit och pengar behöver man för att ta sig dit? Det är en ganska komplex övning som vi gör för att bestämma oss”

4.6.3. Värderingsmetod

VC3 menar att de försöker uppskatta det slutgiltiga värdet genom att bland annat titta på multiplar och jämföra respektive branschs P/E- och Price/Sales. Han tycker dock inte att det speciellt angeläget att räkna fram en exakt värdering om uppsidan är rejäl.

”Vi har inget problem med risk i sig om uppsidan är tillräckligt stor, om det kan bli ett tillräckligt stort bolag för oss så är inte, jag ska inte säga att värderingen som vi börjar på är oviktig men om det är riktigt duktiga entreprenörer och marknaden är riktigt stor och man tror att man bygga ett riktigt, riktigt bra bolag så är det inte superviktigt för oss att räkna fram till en specifik värdering.”

4.6.4. Avkastningskrav

De använder ingen diskonteringsränta enligt VC3, utan varje investerad krona ska ge tillbaka tio gånger pengarna. Inom vilket tidshorisont är mindre viktigt då de ofta har mer tid än entreprenörerna själva, menar han. I själva verket är det oftast bara två bolag som blir riktigt bra

och de står som regel för 70–80 % av avkastningen i en fond med cirka 15 investeringar. Deras modell bygger på det, tillägger han.

”Tiden är sällan ett jättestort problem, vi har ofta mer tid än entreprenörerna, våra fonder är 10-12 år långa. Det är ändå rätt lång tidshorisont. Vår ambition är inte att hålla bolaget så länge men det tar ofta lång tid att bygga stora och kvalitativa bolag.”

4.6.5. Förhandling

Driftiga och skickliga entreprenörer, de som VC3 vill jobba med, är duktiga på att konkurrensutsätta sitt bolag och träffar investerare världens över. Om efterfrågan är hög så blir priset per aktie också högt, menar han. VC3 säger att de är ointresserade av att bidra till ett auktionsförfarande och undviker därmed att ge ett bud till entreprenörerna så att de inte ska kunna spela ut aktörer mot varandra. Istället försöker de bygga en relation till dem så att det förstår när de är intresserade att göra affär och till vilka premisser. När de känner att de har fått grönt ljus presenterar de ett så kallat term sheet, ett dokument som omfattar villkoren för finansieringen och som signerad ger dem rätt att utföra en due diligence. Enligt VC3 är det ofta detaljer i villkoren som måste förhandlas. Emellanåt försöker ändå visa bolag att skapa sig en konkurrenssituation som mognare bolag alltid får och sitter på term sheets från flera aktörer alternativt har mer informella anbud. VC3 menar att det är så du vill spela spelet som entreprenör för att priset per aktie skall maximeras. Det är emellertid inte bara pengar och värderingsfrågor som avgör om en affär går igenom eller inte, det handlar också om personkemi och vilken typ av hjälp som en investerare kan erbjuda, avslutar han.

”För entreprenörerna är det här en resa som varar i ganska många år och de är också ganska angelägna om att det är personer som de kan tänka sig att arbeta med och ibland så är det till vår fördel och ibland så kanske det inte är det. Det är ändå en viktig komponent.”

4.6.6. Riskhantering

Så fort ett term sheet är påskrivet genomför bolaget en fullständig due diligence och tittar på finansiella, legala, marknadsmässiga och tekniska aspekter för att kontrollera att företagets uppgifter stämmer. VC3 menar att i vissa unga bolag är det inte så mycket att titta på men i senare bolag är det desto mer. De investerar i största möjliga mån i preferensaktier för att få ett extra skydd vid konkurs eller likvidation. VC3 säger att de har negativ kontroll i många frågor och kan därmed blockera vissa affärsbeslut. De kräver även drag-along rights, det vill säga rättigheter som är kopplade till framtida transaktioner och som säkerställer att vissa investerare kan tvinga med sig alla ägare vid en försäljning av bolaget. Eftersom det är angeläget för VC-bolaget att

entreprenörerna är hängivna så använder de sig ofta av reverse vesting – villkor som säger att om en entreprenör lämnar bolaget inom exempelvis fyra år blir av med en del av sin ägarandel beroende på hur lång tid av den avtalade tiden som gått. Milstolpsbetalning är inget som VC3 säger att det använder sig speciellt ofta av. Han menar att det är svårt att veta vad det är som kan vara viktigt i framtiden och att om det finns ett event som är kopplat till pengar så finns den en risk för att folk styr skutan dit även om det inte är det bästa alternativet för företaget. I senare rundor vill de även att företaget tar in nya investerare och hjälper då också till i processen. Anledningen, enligt VC3, är att de vill försäkra sig om att värderingen blir rätt då det inte alltid är lätt att komma överens med entreprenörerna om vad företaget är värt vid tillfället. Även en styrelseplats är ett krav. Enligt VC3 är de alltid aktiva i sina investeringar, men att graden av aktivitet skiftar under investeringsperioden. De är som mest aktiva i början men i och med att investeringskollektivet breddas så kan de ofta kliva tillbaka lite och dela ansvaret med de andra aktörerna. Aktivitet ökas också när investeringarna inte går enligt planerna och inför nya finansieringsrundor, menar han.

4.6.7. Irrationalitet och felbedömningar

VC3 berättar att vid några tillfällen har information kommit upp under en due diligence som bolaget borde ha agerat på och som egentligen var varningsklockor för framtida problem. Han menar att investeringarna inte borde ha gått igenom men att informationen värderades annorlunda vid den tidpunkten och gavs inte tillräckligt stor vikt.

“Om vi hade lyssnat ordentligt på vad kunden berättade för oss, när vi pratade med bolagets kunder, så hade vi kanske kunnat snappa upp ett och annat som hade lett oss till en annan slutsats”

En annan felbedömning som de ångrar idag är när de valde att inte jaga och försöka investera i tre killar från Handelshögskolans företagslabb som ville erbjuda faktura- och delbetalningslösningar för e-handeln. Bolaget som sedermera kom att kallas för Klarna är idag ett av Sveriges mest snabbväxandeföretag. Enligt VC3 hade de vid det tillfället inte tagit in något externt ägarkapital och de själva bedömde affärsidén som fullständigt ointressant och ej heller speciellt unik. Det försökte dock botgöra sitt misstag genom att komma in som finansiär vid ett senare tillfälle men fick då se sig slagna av Silicon Valley-investeraren Michael Moritz.

”Beta på att tre killar från handels skulle outexecuta en hel betalningsindustri, det kändes som ganska mastigt. Och så visade det sig att det var det man skulle ha satsat på. Återigen koppla tillbaks tills de här individerna. De var inte så att de satt på något unikt utan att det var några riktiga jävlar på att ... det var grym DNA och grymt mycket hästkrafter och så blev det helt revolutionerande.”

4.6.8. Hantering utav irrationalitet

Varje investeringsobjekt bedöms av två personer, en som är huvudansvarig och en som fungerar som backup. Enligt VC3, räcker det att majoritet av delägarna är eniga vid ett investeringsbeslut. Varje individ i bolagets team har sin domänkompetens och sina personliga preferenser och förutfattade meningar, det utgör bolagets styra menar han, då diskussionen blir mer heltäckande. Du måste kunna argumentera för de områden som de andra i teamet oroar sig över, tillägger han. De försöker bygga bort problematiken genom att bland annat ha en strukturerad investeringsprocess och fördefinierade urvalskriterier. VC3 hävdar att de tar väldigt allvarligt på misslyckanden och utreder varje fall för att försöka förstå vad det är som har gått snett och i vilken mån de hade kunnat identifiera problemet tidigare.

”Man ska försöka skilja på vad man rimligtvis kan förväntas upptäcka när man gör en sådan här sak. Man måste lära sig att känna igen mönster och känna igen vad som är bra och dåligt och utveckla en form av magkänsla för det, som ligger på att toppen av den här strukturerade processen och utvärderingskriterierna som vi har. Det är det som gör att vi så småningom gör bättre och bättre grejer.”

5. Analys

I detta kapitel redogörs och diskuteras empirin utifrån den teoretiska referensramen samt tidigare studier i ämnet. De olika ämnena som analysen berör presenteras i samma ordning som presentationen av empirin. Denna analys kommer i nästa kapitel att konkretiseras och bilda studiens slutsatser där frågeställningen besvaras.

5.1. Värdedrivande faktorer

Enligt Tolleryd och Frykman ska de värdedrivare som inverkar mest på ett specifikt företags värde urskiljas men att dessa värdeskapande faktorer också skiljer sig beroende på bransch och företag.⁹⁴

Gemensamt för alla respondenter är att de anser att entreprenören eller entreprenörsteamets personliga egenskaper är en avgörande faktor för ett investeringsbeslut och den största värdedrivaren i början av ett företags utveckling. I ett entreprenörslett bolag är det med andra ord *företagsledningens kompetens och motivation* som har mest inflytande på bolagets framtida kassaflöde generellt sätt, oavsett bransch eller företag. VC1 går så långt att han säger att allt värde ligger i de som ska verkställa planen. I alla intervjuer har det också framkommit att nyckelpersonernas kvalitéer värderas högre än en bra affärsidé. Däremot ser vi en skillnad på vilka krav som ställs på entreprenören. A2 och VC3 poängterar vikten av tidigare erfarenhet av företagande och VC3 letar också efter ledarindivider som kan bygga stora internationella bolag. A1 å andra sidan menar att affärsänglar kommer från en ganska snäll värld där de vill hjälpa till och understryker egenskaper som lyhördhet och mottaglighet för ny kunskap och hjälp utifrån som viktiga. Driv och exekveringsförmåga är dock karaktärsdrag som alla i studien värdesätter. Ett investeringsobjekt som har som mål att erövra världen kräver naturligtvis en annan kunskapsprofil på entreprenören än om målet är satt betydligt lägre.

Eftersom vår studie är mer allomfattande och rör värdering av unga tillväxtföretag generellt sätt så är det svårt att härleda fler typiska värdedrivare eftersom dessa är individuella för varje företag. Det kan emellertid tilläggas att enighet råder även angående att marknadsförutsättningarna måste vara goda. Flera värdedrivare kan här inverka. *Konsolideringsgrad i branschen, inträdesbarriärer* samt *branschtillväxt* är tre faktorer som direkt inverkar på marknadssituationen. Företag med stor *innovationskraft* kan emellertid skapa helt nya

⁹⁴ Tolleryd, J. & Frykman, D. (2003). Corporate valuation: an easy guide to measuring value Harlow : Financial Times Prentice Hall

marknader med nya förutsättningar. VC1 är mer specifik än övriga respondenter och nämner att han tittar på branschtillväxt och konsolideringsgrad när han gör sina analyser. Beroende på kapitalinsats är också kravet på marknadsstorlek olika hos respondenterna. Olika faktorer som särskiljer företaget från konkurrenterna och ger dem konkurrensfördelar är dessutom något som respondenterna sätter värde på men det är så pass allmängiltigt att det kan innefatta alla värdedrivare. VC3 framhåller dock att de lägger ner mycket tid på att urskilja vilka faktorer som driver bolagets värdeutveckling framåt.

5.2. Värderingsgrund

Samtliga respondenter baserar stor del av sina antaganden på entreprenörens egenskaper, incitament och planer. Därför är interaktion med entreprenören en väsentlig del utav värderingen. Detta beror förmodligen på att entreprenören själv, som ovan nämns, är en av den största värdedrivaren. Flera uttryckte explicit att de vill träffa entreprenören under en tid före investeringen och till exempel VC1 vill helst att entreprenören tar kontakt ett år innan behovet av finansiering. Flera utav respondenterna tar även kontakt med referenser till entreprenören som tidigare kollegor och arbetsgivare för att skapa en bild av personen de investerar i.

A1, A2 och VC3 menar att en stor del utav värderingen grundar sig i magkänsla och intuition. A1 beskriver det mer som en konst än en vetenskap. Denna värderingsgrund är vanligt förekommande i denna typ utav investering som präglas utav hög osäkerhet, och är ett resultat utav informationsbrist enligt Colwell och Mowday⁹⁵. VC1 var den som starkast uttryckte att värderingen till stor del grundas i erfarenhet då de tittar på ett hundratal affärsplaner varje år.

Den tunga vikten på entreprenören samt magkänslans, intuitionens och erfarenhetens inverkan är tillsammans definitionen utav Connect Sveriges *förnuftsvärdering*⁹⁶. Denna typ utav värdering påminner snarare om en värderingsgrund än en värderingsmetod. Vissa respondenter medgav att personliga preferenser och fördomar kan spela in i värdering vilket förmodligen är oundvikligt när den till viss del består utav något så personligt som intuition. Annan mjuk data som analyseras inhämtas genom kontakter i branschen.

⁹⁵ Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 7(3): 3 - 26.

⁹⁶ Kungliga ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige (2002). *Förnuftsvärdering, värdering av tillväxtföretag i ett tidigt skede*. s. 8

I övrigt tas även hårdare data i beaktning då de får viss information utav entreprenören samt att de gör egna undersökningar och tittar på marknadsanalyser och rapporter. Flera jämförde även med andra företags exits, finansieringsrundor, kostnadsstruktur, och investeringar. Allt detta resulterar slutligen i en uppfattning om tillväxtmöjligheter som ligger till grund för värderingen.

Silver skriver i sin utredning att änglar lägger större betoning på mjuka värden i investeringsprocessen. Vårt intryck är snarare att VC-bolagen i större utsträckning betonar hård data medan mjuk data har samma dignitet hos samtliga respondenter. Dock kan vi, precis som Silver antyder, se att processen är mer formaliserad hos VC-bolagen.

5.3. Värderingsmetod

Ingen av de intervjuade respondenterna använder den klassiska DCF-metoden vid värdering av unga tillväxtföretag beroende på ett antal faktorer. De hävdar att det inte finns någon substans att ta med i beräkningen, framtiden är för osäker eller som VC1 uttrycker det "Det finns risker som inte ryms i dessa kalkyler". Detta går väl i hand med Damodarans iakttagelse att bristen på information samt externa risker så som hur företaget påverkas utav konjunktursvängningar gör metoden svår använd i denna typ av investeringar⁹⁷.

Istället är jämförande värdering vanligt förekommande bland uppsatsens respondenter då 5 utav 6 vanligtvis använde den, varav 3 var affärsänglar. De respondenter som använder denna metod brukar titta på liknande företag eller branscher och använda multiplar så som P/E-tal och Price/Sales. A3 brukar även sänka värdet något för att kompensera för sitt eget engagemang samt den risk som ligger i investeringen vilket inte framgick hos de andra.

Audretsch och Link belyser en problematik med den jämförande metoden att de företag som investeringsobjektet jämförs med kan ha haft särskilt fördelaktiga omständigheter när de etablerades och att multipeln på detta sätt blir missvisande⁹⁸. Ingen av respondenterna reflekterade över denna problematik men något som dock förekom frekvent i de utförda intervjuerna var orden "rimligt", "förnuft" och "erfarenhet", och vi misstänker att dessa har en betydande roll gällande att förhindra denna typ utav felaktiga värderingar.

⁹⁷ Damodaran, A. (2009), The dark side of valuation. s. 217

⁹⁸ David B. Audretsch, Albert N. Link (2012). Valuing an entrepreneurial enterprise. s. 142

En av de som använde jämförande värdering var A1, dock anser han den oanvändbar om företaget är i ett riktigt tidigt skede. Han menade då att hans värdering utgörs utav en rimlighetsvärdering där han beaktar företagets idé, marknad och entreprenör för att utifrån detta göra en mer intuitiv värdering. Denna värderingsmetod är näst intill identisk med Connect Sveriges förnuftvärdering⁹⁹. Dock beskriver Connect det som att något som hör till vanligheten är att en förnuftsvärdering kompletteras utav en annan mer klassisk metod som jämförande värdering. Det som har framgått i denna studie är snarare att förnuftvärdering ofta ligger till grund för jämförande värdering. Att investerarna genom en förnuftvärdering uppskattar en framtida omsättning och utifrån denna gör en jämförande värdering.

VC2 använde istället en hybrid av jämförande värdering och DCF-metoden som beskrevs som VC-metoden¹⁰⁰ i den teoretiska referensramen. Dock utformar VC2 även tre olika scenarion som vägs samman vid värdering vilket vi inte har identifierat i litteraturen.

VC1 använde även en metod som vi inte lyckats identifiera i tidigare studier men som kan ha uppstått genom det regelverk som styr det statliga VC-bolaget. I denna metod sätts den totala investeringen (inklusive den obligatoriska medfinansiärens) i relation till en värdering för att sedan beräkna om det är rimligt att det framtida, uppskattade värdet reflekterar medfinansiärens avkastningskrav. Är det inte rimligt måste värderingen minskas. Även i VC1:s värdering kan spår utav förnuftvärderingen identifieras då vad som är rimligt utgörs bland annat utav den erfarenhet bedömaren besitter. Något som VC1 och VC3 har gemensamt är att båda poängterar att vikten av en korrekt värdering minskar desto högre den potentiella avkastningen är i en investering.

De flesta har påpekat att deras metod är ovetenskaplig och att värdet baseras på magkänsla eller erfarenhet, men det har senare gått att identifiera metoder som jämförande värdering och VC-metoden. Detta kan bero på att värderingsmetoden skiljer sig mycket mellan typer av företag eller vara det fenomen som Zacharakis och Meyer beskriver, att bedömarna har svårt att beskriva denna process på grund utav den stora informationsmängden som bearbetas¹⁰¹.

⁹⁹ Kungliga ingenjörsvetenskapsakademien och Connect Sverige (2002). Förnuftvärdering, värdering av tillväxtföretag i ett tidigt skede. s. 8

¹⁰⁰ Terry, Edwin J; Hays, Karl E; Foltz, Andrea; LaRue, James W; Beaton, Neil J; Huff, J. Kenneth, Jr. (2004). Early-Stage Company Valuation (Part II of II). *American Journal of Family Law* (0891-6330) Vol. 18. Kap. 4, del B.

¹⁰¹ Zacharakis, A.L. & Meyer, G.D. (1998). A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision processes? *Journal of Business Venturing*, 13: 57-76.

När det gäller vilken värderingsmetod respondenterna använder sig utav är det svårt att se tydliga skillnader mellan affärsänglar och VC-bolag utöver att samtliga affärsänglar använde sig utav jämförande värdering men bara ett VC-bolag.

5.4. Avkastningskrav

I den jämförande värderingsmetoden krävs inget avkastningskrav i form utav en procentsats¹⁰².

Då det hör till vanligheten att respondenterna använder just denna metod var det endast VC2 som uttryckte sitt avkastningskrav i procentform. Detta beror antagligen på att VC2 använder sig utav VC-metoden vid värdering där exitvärdet diskonteras med hjälp utav ett avkastningskrav i procentform¹⁰³. Ytterligare en som särskilde sig var VC1 som internt har som mål att inte gå med förlust men annars använder sig utav den obligatoriska medfinansiärens avkastningskrav.

I övrigt använde sig respondenterna utav ett avkastningskrav baserat på hur många gånger det investerade kapitalet de vill få tillbaka vid exit. Målet dessa övriga fyra hade var mellan 10-20 gånger pengarna, dock uttryckte tre utav dessa att det höga målet avser kompensera för de förluster som kan ligga i portföljen. A3 berättade att 10-20 gånger investerat kapital är hans mål men att avkastningen i snitt var 3 gånger investerat kapital. A1 beskrev det istället som att detta avkastningskrav reflekterar risken i investeringen, och inte andra förluster. Detta kan bero på att samtliga av hans investeringar har resulterat i en avkastning på 10-20 gånger investerat kapital.

Gällande avkastningskrav gick det inte att identifiera några större skillnader mellan venture kapitalister och affärsänglar. Samtliga utom VC1 och VC2 har cirka 10-20 gånger pengarna som avkastningskrav men om VC2:s avkastningskrav räknas ut i förhållande till tidshorisonten blir avkastningskravet 4-17 gånger investerat kapital. Något som dock skilde venture kapitalisterna och affärsänglarna åt var tidshorisonten. Affärsänglarnas tidshorisont var mellan 1 och 7 år och venture kapitalisternas var mellan 5 och 12 vilket betyder att affärsänglarna kräver sin avkastning på en kortare tidsperiod. Detta kan vara en effekt utav affärsänglarnas större engagemang i sina investeringsobjekt.

¹⁰² Aswath Damodaran (2009), *The dark side of valuation*. s. 270

¹⁰³ Terry, Edwin J; Hays, Karl E; Foltz, Andrea; LaRue, James W; Beaton, Neil J; Huff, J. Kenneth, Jr. (2004). *Early-Stage Company Valuation (Part II of II)*. *American Journal of Family Law* (0891-6330) Vol. 18. Kap. 4, del B.

5.5. Förhandling

Den slutgiltiga värderingen är för samtliga respondenter ett resultat utav en förhandling. Att entreprenörens uppfattning gällande företagets värde skiljer sig från investerarens¹⁰⁴ framgår tydligt i denna studie. Det enda undantaget var VC2 som uttryckte att företag som har kommit lite längre ofta har en mer likartad uppfattning om värdet. Alla respondenter utom två reflekterade över att entreprenören kan i flera fall ha ett maktövertag i förhandlingen. Detta övertag beror på att investerare konkurrerar om att få investera i bolaget på grund av entreprenörens tidigare erfarenheter eller att investeringen i övrigt har stor potential. Investeraren har dock oftast en översta gräns gällande värderingen då hen inte längre anser det vara värt risken. De som inte reflekterade över detta var A3 som menade att kapitalbehovet hos investeringsobjektet gav honom ett övertag, och VC1 som genom sitt regelverk inte kunde acceptera en för hög värdering. VC2 förklarade övervärderingarna som en effekt av att det finns ett kapitalöverflöd på marknaden. Han berättade att detta fenomen har resulterat i att riskkapitalister behöver skydda sig genom aktieägaravtal med preferensaktier eller avtala att om investeringsobjektet inte når de utsatta målen kompenseras investeraren med fler aktier. Dessa typer av reglerande mekanismer som även Wong diskuterar¹⁰⁵ har samtliga respondenter betonat som viktiga delar utav förhandlingen. A1 menar att genom dessa avtal blir den ursprungliga värderingen oviktig.

Källan till entreprenörers övervärdering förklarar respondenterna beror på två faktorer. Den ena är entreprenörers kontrollaversion vilket kan härledas till intressekonflikter enligt agentteorin¹⁰⁶ och den andra är som VC2 poängterade att entreprenören har orealistiska förväntningar på framtiden som båda grundar sig i entreprenörens brist på erfarenhet gällande dessa processer.

5.6. Riskhantering

Due diligence spelar en central roll hos VC-bolagen. De ensamma affärsänglarna utför mindre omfattande besiktningar där expertis utifrån inte tas in, A1 har även hoppat över detta steg vid tidiga investeringar och istället tagit en mer aktiv roll i bolaget. Att ta hjälp av experter på området är kostsamt vilket kan vara en del av förklaringen till varför änglarna inte prioriterar denna punkt lika högt. De ensamma änglarna har inte samma resurser som VC-bolagen men kompenseras detta

¹⁰⁴ Hemsida: www.entrepreneurcentrum.se, Köpa ditt företag, Förhandling. 20012-05-10

¹⁰⁵ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, vol. 18, 7-8

¹⁰⁶ Kaplan, S. N., & Strömberg, P.(2001). Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring. The American Economic Review, 91(2), 426-430.

med att vara mer engagerade i sina investeringar och ibland ta en mer operativ roll i företagen, vilket också Lindström och Olofsson hävdar.¹⁰⁷

Affärsänglar har i regel inte lika starka avtalsklausuler och investerar främst i stamaktier vilket vi även kan skönja i vår empiri.¹⁰⁸ VC-bolagen har strikta avtalsbestämmelser och vanligtvis krav på preferensaktier. A1 menar att preferensaktier och avtal med specialklausuler först kommer in i bilden om entreprenören värderar sitt bolag för högt medan A2 tycker att avtalen inte får bli för stränga så entreprenören känner sig trängd.

Genom att syndikera sina investeringar med andra finansiärer kan risken och övervakningen delas finansiärerna emellan.¹⁰⁹ Fler är också med och granskar processen och i en due diligence kan de både samarbeta alternativt åka snålskjuts på de andra.¹¹⁰ A2 gör vissa investeringar i ett affärsängel-bolag där de är flera som delar på risken och kontrollen av bolaget, han är själv inte aktiv om någon annan ängel har bättre kompetens för jobbet. A1 har medgett att han åkt snålskjuts i due diligence-processen när han gjort investeringar med andra. VC3:s bolag vill ha in fler finansiärer i senare rundor men då främst för att få ett kvitto på att det bolaget har ökat i värde samt för att det är kan vara svårt att komma överens med entreprenörerna vad bolaget är värt vid den tidpunkten. Samtidigt säger han de kan ta en mindre aktiv roll när fler är med och delar på ansvaret.

Samtliga respondenter vill ha kontroll och därmed en styrelseplats vid en investering. A2 gör dock undantag ibland när han gör investeringar i bolaget tillsammans med de andra änglarna, eftersom alla änglar inte kan ta en styrelseplats tar den med bäst kompetens för uppdraget platsen. Detta är också en riskreducerande faktor då rätt kompetens kan tillföra en verksamhet stort mervärde.

VC-aktörerna kan diversifiera risken i investeringsportföljen medan änglar inte alltid har samma förutsättningar på grund av ett mindre antal engagemang. Änglar inriktar sig därför mer på att undvika felsatsningar och fokuserar mer på att få avkastning på varje investering.¹¹¹ A1 visar exempel på detta när han avstår från för stora risker trots att det kan inskränka på investeringens uppsida.

¹⁰⁷ Lindström, G. & Olofsson, C. (2002), Affärsänglar och teknikbaserade tillväxtföretag SNS Förlag, s. 92-93

¹⁰⁸ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, vol. 18, 7-8

¹⁰⁹ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, vol. 18, 7-8

¹¹⁰ Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, vol. 18, 7-8

¹¹¹ Colin M. Mason, Richard T. Harrison,(2002), Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments, Journal of Business Venturing, Volume 17, Issue 3

Stegfinansiering, där kapitaltillskott tillförs i etapper för att minska risken, förekommer frekvent hos respondenterna men milstolpsbetalning är däremot inget som någon säger sig använda. VC2 använder istället milstolpar för att kunna värdera om bolaget och kompenseras i ägarandelar om företaget inte lyckas uppnå uppställda kriterier.

5.7. Irrationalitet och felbedömningar

Fyra av respondenter har delgivit att deras beslut och bedömningar inte alltid har varit rationella och att de varit offer för olika tankemässiga begränsningar som senare har lett till felbeslut. A2 menar att han aldrig har gjort några analysfel och att bakslag snarare har berott på att externa faktorer som inte har kunnat förutsägas. Enligt Guve måste vi fatta beslut utan grund och använda vårt omdöme när situationen har stora inslag av osäkerhet. Vissa gånger blir det helt enkelt fel när inte all relevant information finns tillgänglig. Samtidigt är det ibland lättare att hitta förklaringar i externa faktorer, som vederbörande själv inte kan styra över, när ett misslyckande är ett faktum.¹¹²

När oprövade affärsmodeller i framväxande branscher ska värderas saknar investerare branscherfarenhet samt den kodifierade kunskapen för att bedöma vad det är som skapar och driver värde. I och med detta blir det svårt att avgöra vilken aktör som har stort potential.¹¹³ VC2 hade inte tillräckligt med kompetens eller erfarenhet när TradeDoubler sökte finansiering samtidigt som likande affärskoncept dök upp på arenan. Eftersom företaget var så pass tidigt ute hade han därmed svårt att avgöra bolagets möjlighet gentemot andra aktörer och avböjde i och med det TradeDoubler. Hans omdöme visade sig ha fel i detta fall då ett annat beslut hade kunnat ge en god avkastning. Som tidigare nämnts har dock riskkapitalister en översta gräns då de inte anser den potentiella avkastningen är värd risken vilket också gör att beslutet kan ses som rationellt.

Även om heuristisk filtrering är oundviklig i en bedömningssituation som präglas av hög osäkerhet kan den också förleda. För att fatta ett oklanderligt beslut måste all betydelsefull information samlas in, informationen måste tolkas på rätt sätt och det måste avgöras i rätt tid när sökningen ska avslutas.¹¹⁴ I VC1:s exempel har de i några fall förlitat sig för mycket på

¹¹² Landström, H (2005). Entreprenörskapets rötter. Studentlitteratur, Malmö, s. 59

¹¹³ Sanders WMG, Boivie S. (2003), Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal* 25: 167-186.

¹¹⁴ Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 7(3): 3 - 26

medfinansiärernas analyser och därmed avslutat informationssökningen för tidigt, vilket lett till dåliga investeringar. Detta kan också vara tecken på ett kognitivt bias, att information överskattas som stött ens åsikter. Även i VC3:s exempel, när negativ information dykt under due diligencen och undervärderats, kan vara tecken på att sökningen efter viktig information avslutats för tidigt alternativt att det rör sig om kognitiv förvrängning där verkligheten feltolkats.

Ett annan kognitiv bias är att bedöma efter stereotyper och ha en övertro på att tidigare mönster ska upprepas trots att samband kanske saknas. Beslutsvägen blir kortare men fakta ignoreras.¹¹⁵ När VC2:s bolag till exempel har gjort för tunga investeringar mot vissa branscher för att de historiskt har varit lyckosamma och bortsett från det faktumet att framtiden inte var lika lovande. VC2:s svaghet för vissa personlighetstyper har också lett till bristfälliga investeringar. Att entreprenören haft en personlighet som VC2 gillat behöver inte betyda att hen är rätt person för att driva företaget mot framgång. Sunk cost villfarelsen, ett kognitiv bias som Staw upptäckte,¹¹⁶ har inte A3 lyckats undvika då han erkänner att han "kastat bra pengar efter dåliga". Genom att övertyga sig själv att fortsätta finansiera en uppenbar förlustinvestering handlade han irrationellt och undvek därmed verkligheten och möjligheten att investera pengarna där det fanns bättre förutsättningar.

A1 medger att det finns en möjlighet att han indirekt tilltalas av personer med samma bakgrund som han själv vid en investering, precis som Franke et al. pekar på.¹¹⁷ Att han i teorin vill investera i invandrare som känner ett utanförskap men i praktiken gör tvärtom om kan låta irrationellt men eftersom det är många aspekter som måste vägas in vid en investering går det inte att bedöma om det rör sig om ett irrationellt handlande.

5.8. Hantering utav irrationalitet

Venture-bolagen gör sina bedömningar i team och tar sedan fram ett beslutsunderlag som ska kunna motiveras med logiska tankegångar inför övriga inblandade parter.

Precis som Guve beskriver det i sin avhandling så lyft logiken fram när slutsatserna ska presenteras. Dock används aldrig ärlig rapportering som Damodaran förespråkar, ingen av

¹¹⁵ Azzopardi, P. (2010), Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis, Harriman House, Hampshire, s. 45

¹¹⁶ Nämnad i Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. Journal of Applied Management and Entrepreneurship 7(3): 3 - 26

¹¹⁷ Franke, N. et al. (2006), What you are is what you like - Similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams, Journal of Business Venturing, Vol.21 s.812-826

Venture capitalisterna delger sina bias innan presentation. En anledning kan vara brist på självkännedom, det vill säga bedömarna är inte medvetna om sina bias, eller att upptäckten om deras närvaro kommer först när det är för sent som VC2 framhöll. En annan kan vara den rationalitetssyn som råder i de flesta företag. Informations tas dock från flera källor och mer objektiva synpunkter utifrån hämtas in samtidigt som flera bedömare är involverade i processen vilket kan minska bias-problematiken. Både VC1 och VC3 menar att varje misslyckande analyseras noga för att se om problemet kunde identifieras tidigare eller om bedömningen kunde ha gjorts bättre. När A2 gör bedömningar i bolaget tillsammans med de företagsänglarna liknar processen den ovan men övriga fall förlitar han sig på sin magkänsla.

A2 lyfter fram vikten av en analysmetod för att undvika irrationellt handlande medan VC3 menar att en investeringsprocess med fördefinierade urvalskriterier kan bygga bort problemet. Genom att tillämpa heuristiska tumregler vid utvärderingen kan brister och felaktigheter upptäckas snabbt men samtidigt har de under intervjuerna framkommit att information ignorerats som borde ha uppmärksammats.

A1 och A3, som endast svarar för sig själva, har inte reflekterat över problemet. Dock är risken för subjektiviteter större när bedömningen görs av en person.

6. Slutsats

I detta kapitel presenteras uppsatsens resultat där vi kommer att besvara uppsatsens frågeställning utifrån analysen i föregående kapitel. Syftet med denna uppsats var att undersöka hur värderingen av unga företag med stor tillväxtpotential går till i praktiken samt se hur risk, irrationalitet hanteras i processen. Vi ville även urskilja de faktorer som styr det slutliga priset på ägarandelen. Nedan presenteras de resultat som studien har mynnat ut i.

Det finns ett flertal faktorer som påverkar en riskkapitalists värdering utav ett ungt tillväxtföretag. Den främsta värdedrivaren är entreprenören själv och dennes egenskaper, erfarenhet, incitament och planer, då det är hen som exekverar. Entreprenören är näst intill obytbar i början av bolagets utveckling och blir därmed en avgörande komponent vid ett investeringsbeslut. En annan viktig parameter är tillväxtmöjligheter så som goda marknadsförutsättningar och konkurrensfördelar gentemot andra aktörer.

För att skaffa en uppfattning om investeringsobjektets potential analyseras både hård och mjuk data. Den hårda datan utgörs av finansiell information från entreprenören, samt statistik från marknadsanalyser och rapporter. Den mjuka datan inhämtas från kontakter i branschen, genom kundutfrågningar samt interaktion med entreprenören och kontakt med dennes referenser. Informationen som finns till förfogande samt bedömarens intuition och erfarenhet från tidigare investeringar bildar tillsammans den slutgiltiga uppfattningen om hur företaget rimligtvis kan utvecklas.

Den utveckling som urskiljs i analysen ligger sedan till grund för en värdering av investeringsobjektet. Den vanligaste metoden som används är jämförande värdering, där den framtida omsättningen multipliceras med liknande företags nyckeltal så som P/E-tal och Price/Sales och ställs mot avkastningskravet som oftast är cirka 10 gånger investerat kapital. Emellertid minskar kravet på en preciserad värdering desto större den potentiella avkastningen är.

Investerarens uppfattning om bolagets värde ställs sedan mot entreprenörens under en förhandling där aktiepriset slutligen fastställs. I många fall är parternas uppfattningar långt ifrån varandra. Förklarande faktorer är entreprenörens kontrollaversion eller dennes orealistiska förväntningar på tillväxt, samtidigt som investeraren inte vill betala mer än nödvändigt och vill ha ett premium för sitt bidrag till värdeskapandet. Källan till entreprenörens övervärdering kan vara dennes begränsade erfarenhet gällande värdering och företagsutveckling. En högre värdering kan resultera i att investeraren vill förhandla om reglerande mekanismer som ska säkra investerarens

avkastning. Strikta avtal, krav på preferensaktier samt andra specialklausuler kan då reducera värderingens betydelse. Exempel på detta är att om företaget inte når de uppsatta målen kompenseras investeraren med ytterligare ägarandel. Stundom kan investeraren dra fördel av sitt eventuella kunskapsövertag eller entreprenörens likviditetsbrist, men en entreprenör som är en skicklig förhandlare och duktig på att marknadsföra sig i riskkapitalbranschen kan dock generera en högre värdering. Investerarna har emellertid en högsta nivå när risken i förhållande till värderingen inte längre känns lönsam. Det finns mer kapital i riskkapitalbranschen än högkvalitativa investeringsobjekt vilket gör att det är entreprenörens marknad där riskkapitalister konkurrerar med hjälp av både kapital och andra resurser.

Intuitionen ses som ett viktigt kompletterande verktyg när informationsbrist råder vid riskkapitalisters värdering av unga tillväxtföretag. Ibland vägleder intuitionen dem i rätt riktning, men den kan också vilseleda och resultera i en misstolkning av verkligheten. Det visar sig ovanligt att affärsänglar och VC-aktörer reflekterar över irrationalitet under processen, men VC-bolagens gruppmetodik reducerar risken för deras inverkan. Utan hänsyn till subjektivitetens påverkan vid utvärderingen ska beslutsunderlaget presenteras utifrån ett logiskt perspektiv där viktig information kan ha förbisetts eller misstolkats. Detta i sin tur kan leda till en negativ inverkan på VC-bolagets avkastning. De är dock reaktiva och analyserar eventuella felaktigheter i bedömningen när ett investeringsobjekt misslyckats. Affärsänglar gör ingen ansats att identifiera eller hantera irrationalitet och deras självständighet möjliggör att de i större skala kan agera utefter personliga preferenser och fördomar.

Innan investeringsbeslutet fattas utförs vissa riskreducerande aktiviteter. VC-bolag utför en utförlig due diligence för att undersöka om den information de fått av bolaget stämmer samt att ingen information undanhållits. Affärsänglar gör ofta en mindre utförlig due diligence utan hjälp utav extern expertis. Efter investeringen är genomförd tas alltid en aktiv roll i investeringsobjektets styrelse samt att affärsänglarna ibland även kan ta en mer operativ roll i sina investeringar. VC-bolagen använder en portföljstrategi som avser diversifiera risken medan affärsänglarna inte har samma möjlighet till detta i och med att de gör färre investeringar. Affärsänglarna kompenserar istället detta genom en större närhet till entreprenören alternativt gör syndikatinvesteringar för att dela på risken.

Avslutningsvis finns det alltid externa risker som inte går att förutspå i denna typ av investeringar och oavsett hur noggrann analys investeraren har gjort innan gäller det att fatta ett riskfyllt beslut.

Det viktigaste är emellertid inte värderingen vid investeringsbeslutet utan vilken värdeökning parterna tillsammans kan skapa.

7. Avslutande diskussion

Nedan presenteras våra egna reflektioner kring ämnet samt förslag till vidare forskning.

7.1. Egna reflektioner

Något som vi reagerade på när denna studie utfördes var att respondenterna inledde med att berätta att värderingen var ovetenskaplig och snarare en konst eller en rimlig uppskattning. Det kom senare fram att de använde sig utav vissa metoder men att magkänslan och intuitionen var centrala komponenter i processen. Det som implicit antydde i intervjuerna var att värderingen är en liten och mindre viktig del i investeringsprocessen. Det framgick snarare att investeringsobjektets värde var ett resultat utav hela processen. Det centrala verkade istället vara om riskkapitalisterna skulle investera eller inte. När detta beslut ska fattas identifieras och analyseras de värdedrivande faktorer som tidigare nämnts samt risker med investeringen. Att investeringsobjektets värde stiger genom värdedrivande faktorer var uppenbart i studien. Något som stöds i litteraturen men som inte lika tydligt kom fram i empiriinsamlingen är att när riskerna identifieras och hanteras påverkas investeringsobjektets värde positivt då avkastningskravet minskar. Dock inte sagt att detta inte är fallet för studiens respondenter. Som vi tolkar det, är de flesta aktiviteter ämnade för att ta ett beslut angående investeringen och inte för värdering.

Flera respondenter menade även att om den potentiella avkastningen är tillräckligt stor förlorar värderingen betydelse. Vid första anblick kan detta vara ett logiskt resonemang då investerarna kan bli osannolikt förmögna oavsett om de får 5 % eller 15 % för sin investering. Å andra sidan blir alternativkostnaden dubbelt så stor som avkastningen om investeraren accepterar 5 % istället för 15 %. Emellertid bör konkurrens mellan riskkapitalister beaktas då det inte alltid finns valmöjligheter i värderingen.

Denna konkurrens om högkvalitativa investeringar och det kapitalöverflöd som existerar på riskkapitalmarknaden anser vi även vara benämningsvärt. Som vi tolkar det är det ofta entreprenörens egenskaper, planer och incitament som avgör om det är ett högkvalitativt investeringsobjekt eller inte. Ett exempel som var återkommande i intervjuerna var företaget Klarna som kan tyckas ha en medioker affärsidé men ändå har attraherat investerare och skapat enorm tillväxt. Entreprenörens centrala roll i tillväxtskapande försvårar värderingen då ett pris ska sättas på människors framtida prestationer. VC-bolagen hade i flera fall en relativt formell investeringsprocess då de bland annat presenterar investeringsobjektet för en kommitté eller

ledning utifrån ett rationellt perspektiv. Men hur rationell kan bedömningen vara när det till stor del är entreprenören som person som ska bedömas?

Trots denna problematik samt den informationsbrist som präglar unga företag med stor tillväxtpotential, har den vanligaste faktorn för en misslyckad investering varit externa faktorer som inte har kunnat förutses enligt riskkapitalisterna.

Något som tydligt framgått i intervjuerna är det stora fokus investerare lägger på entreprenören. Därför vill vi avsluta med ett råd för de entreprenörer som söker externt kapital, att ta kontakt med önskade finansiärer vid ett tidigt skede, innan likviditetsbrist råder, för att ge tid att lära känna varandra. Detta resulterar i att finansiären väl känner till affärsidén samt att ett förtroende mellan parterna skapas innan investeringsbeslutet är faktum.

7.2. Förslag till vidare forskning

I denna uppsats har fokus legat på värderingen utav unga tillväxtföretag. Som ovan nämnts är denna del utav investeringsprocessen ett mindre viktigt moment i det stora hela, investeringsbeslutet i sig är istället mer centralt. Få respondenter har uttryckt att felaktiga analyser hör till vanligheten, istället har misslyckade investeringar många gånger berott på externa faktorer som de inte har kunnat förutse eller påverka. Vi vill därför föreslå till vidare forskning att undersöka misslyckade investeringar för att identifiera dessa externa faktorer och se om det finns ett mönster. Vi vill även rekommendera att dessa ska försöka härledas till investeringsprocessen för att undersöka om de hade varit möjliga att förutsäga eller förebyggas.

Om någon skulle göra en liknande studie som denna skulle vi även föreslå att intervjua respondenterna flera gånger för att ge tid att reflektera över svaren och sedan ställa motfrågor. På det sättet kan problematiken analyseras på en djupare nivå.

8. Källförteckning

Hemsidor

www.svca.se
www.entreprenorcentrum.se
www.esbri.se
www.ne.se

Artiklar och rapporter

Amit R, Zott C. (2001), Value creation in e-business. *Strategic Management Journal*, 22.

Baysinger, Barry. Hoskisson, Robert E. (1990), The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy, *Academy of Management Review*, Vol. 15 Issue 1.

Cochrane, J. H. (2005), The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics* (75).

Colin M. Mason, Richard T. Harrison. (2002), Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments, *Journal of Business Venturing*, Volume 17, Issue 3.

Colwell, K. & Mowday, R. (2002), Escalation of Commitment in Investment Decisions: The Case of Venture Capitalists. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 7(3).

Cuny, C. J. and Talmor, E. (2003), The Staging of Venture Capital Financing: Milestones vs. Rounds. Unpublished working paper. Texas A & M University.

Damodaran, A. (2009), Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. Stern School of Business, New York University.

David B. Audretsch, Albert N. Link (2012), Valuing an entrepreneurial enterprise, *Small Business Economics* Volume 38, Number 2, 139-145

Isaksson, A., (2006), Studies on the Venture capital process, Print & Media, Umeå University 220:2002302

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2001), Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring. *The American Economic Review*, 91(2).

Lloyd, S. (1995), Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, Volume 32, Issue 3.

NUTEK. (2005), Utvecklingen för Riskkapitalbolagens portföljbolag 1999–2004, rapport R 2005:22

Sanders WMG, Boivie S. (2003), Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal* 25.

Shepherd, D. A., Zacharakis, A. & Robert, A. J. (2003), VCs' Decision Processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18.

Silver, L. (2008), Utvärdering av Nuteks insatser och stöd för utveckling av regionala affärsängelsnätverk samt nationell intresseorganisation för affärsänglar och affärsängelnätverk, IM-Gruppen i Uppsala AB.

Terry, Edwin J; Hays, Karl E; Foltz, Andrea; LaRue, James W; Beaton, Neil J; Huff, J. Kenneth, Jr. (Aug, 2004). Early-Stage Company Valuation (Part II of II). *American Journal of Family Law* (0891-6330) Vol. 18. Kap. 4, del B.

Timmons, J.A. (1994), *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*. Irwin, Homewood, IL. Nämnt i: Franke, N. et al. (2006:1), What you are is what you like – Similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams, *Journal of Business Venturing*, Vol. 21.

Tyzoon, T., Tyebjee och Albert V. Bruno. (1984), A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, Vol. 30, No. 9.

Wong, A. (2009), Angel finance: the other venture capital, *Strategic Change*, vol. 18.

Zacharakis, A.L. & Meyer, G.D. (1998), A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision processes? *Journal of Business Venturing*, 13.

Zacharakis, A.L. and D.A. Shepherd. (2001), The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making, *Journal of Business Venturing* 16: 311-32.

Litteratur

Azzopardi, P. (2010), *Behavioural Technical Analysis - A Practical Guide to Behavioural Finance and Its Uses in Explaining Technical Analysis*, Harriman House, Hampshire.

Damodaran, A. (2010), *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, 2nd Edition. FT Press.

Damodaran, A. (2006), *Damodaran on Valuation*. Wiley & sons, New York.

Guve, Bertil. (2003), *Att bestämma sig utan grund: om omdöme och övertygelse i riskkapitalinvesteringar*. Stockholm: Arvinius.

Johannesson, A., Tufte, P. A. (2003), *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*.

Kotler, P., Keller, K., Brady, M., Goodman, M., Hansen, T. (2009), *Marketing Management*. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.

Landström, H. (2003), *Småföretaget och kapitalet, svensk forskning kring små företags finansiering*, SNS Förlag, Upplaga 1.

Landström, H. & Löwegren, M. (red.) (2009), *Entreprenörskap och företagsetablering: Från idé till verklighet*. Lund: Studentlitteratur.

- Lindström, G. & Olofsson, C. (2002), Affärsänglar och teknikbaserade tillväxtföretag SNS Förlag.
- Nielsen, T. (1994), Riskkapitalboken. Författaren och Mill Hill Förlag.
- Nilsson, H. (2002), Företagsvärdering med fundamental analys.
- Nyman, M. (2002), Riskkapital: Private equity- och venture capitalinvesteringar.
- Porter, E. M. (1983), Konkurrensstrategi, Andra upplagan, ISL Förlag, Oskarshamn.
- Roos, J & G, Dragonetti, Edvinsson. (1997), Intellectual Capital, Navigating the newbusiness landscape. Great Britain, Wales, Ebbw Vale: Creative Print and Designs
- Tolleryd, J. & Frykman, D. (2003), Corporate valuation : an easy guide to measuring value Harlow : Financial Times Prentice Hall.
- Tidd J. & Bessant J. (2009), Managing innovation: integrating technological, market and organizational change, Hoboken: Wiley

9. Bilagor

9.1. Intervjumall

Vilka metoder använder ni vid analys/värdering av unga företag med stor tillväxtpotential?
Vilka problem eller svagheter finns med dessa metoder?

Vilka faktorer värderar ni och vilka väger tyngst vid en värdering?

Hur lång tid tar investeringsprocessen?

Hur bedöms det intellektuella kapitalet (humankapital, strukturkapital och socialt kapital)?

Vilken information är viktig för er inför värderingen? Vilka källor använder ni er utav?

Vad baseras era antaganden på som ligger till grund för bedömningen av företagens förväntade utveckling?

Hur bestäms diskonteringsräntan?

Hur ser en generell förhandling ut mellan er och det potentiella investeringsobjektet?

Hur många procent av era investeringar når de uppsatta målen (i genomsnitt)?

Hur hanterar ni bias (systematiska fel i insamlandet och tolkningen av data – förutfattade meningar, emotionella effekter etc.) vid bedömningarna? Har ni någon metod för att minimera dessa?

Vad finns det för risker i en investering och hur hanteras dessa?