

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper

Kandidatuppsats 15 hp | Företagsekonomi | Höstterminen 2015

# Statliga riskkapitalbolag i Sverige

– En undersökning av de statliga riskkapitalbolagens investeringsverksamhet med fokus på life science-branschen

Av: Jonathan Ojala & Alper Karaömer

Handledare: Maria Smolander

## **Förord**

Denna studie hade inte kunnat genomföras utan hjälpen från flera personer på vägen. Vi vill först och främst rikta ett tack till vår handledare Maria Smolander som bidrog med råd och värdefull kritik under studiens gång. Vi vill även tacka de respondenter som valde att ställa upp på intervjuer och dela med sig sina kunskaper inom ämnet vilket bidrog stort till möjliggörandet av denna studie.

## Sammanfattning

De statliga riskkapitalbolagen arbetar idag inom en marknad med olika utmaningar. Kritik har också framförts mot dessa bolag för att vara ineffektiva i sin verksamhet. De statliga riskkapitalbolagens främsta uppgift är att vara marknadskompletterande och förse de bolag och branscher med kapital som de privata riskkapitalbolagen inte lyckas med.

Syftet med denna studie är att belysa svårigheterna i denna marknad och hur väl de statliga riskkapitalbolagens särskilda investeringsstrategier bidrar till att hitta och finansiera de entreprenörer och bolag som är i störst behov av kapital och som därmed resulterar också i lyckade investeringar. Life Science (livsvetenskap) kommer att lyftas fram som en bransch i Sverige där vissa segment inom industrin är beroende av kapital för att driva fram utvecklingen av sina produkter. Studien kommer därtill att ta upp de värdeökande aktiviteter som de statliga bolagen driver under sitt innehav. Metoden som används är en kvalitativ sådan som utgår främst från intervjuer med representanter för de statliga riskkapitalbolagen samt deras portföljbolag.

Det resultat som har erhållits visar att de statliga riskkapitalbolagen använder specifika modeller som bidrar till utvärderingen av de potentiella portföljbolagens produkt. Man fokuserar även på medarbetarna i investeringsobjektet, däribland deras kompetens och framför allt samarbetsförmågan bland de anställda/entreprenörerna. Detta är en av de viktiga aspekter som oftast avgör om investeringen realiserar eller inte. I branscher som life science kommer det fram att kännedom om branschen är viktigt hos en investerare för att denne ska lockas av att investera i dessa komplexa bolag.

**Nyckelord: Statliga riskkapitalbolag, marknadskompletterande, investeringsstrategier, life science, värdeökande aktiviteter, portföljbolag, kännedom**

## Abstract

The market where the government sponsored (Swedish) venture capital companies operate today is characterized by different challenges. There has been criticism towards these companies for being ineffective when it comes to their investments and their overall function. The main task of these public sponsored companies is to act as a complementary in the market and finance those companies that the private venture capital companies does not succeed with.

The purpose of this research is to highlight the difficulties in this market and show how successful the government sponsored venture capital companies and their investment strategies is with finding those entrepreneurs and companies that are in urgent need of financing. One of the sectors that will be highlighted in this study is life science where certain segments in the industry are very much depended on external financing to keep its business going forward. Additionally, the research is going to focus on those value-adding activities that the public sponsored companies are contributing with during its ownership of the specific portfolio company. Based on the performed interviews with representatives for government venture capital companies and their portfolio companies, the used method in this research will be a qualitative one.

The obtained results shows that the government sponsored venture capital companies is using specific models to evaluate the product of the potential portfolio company. Furthermore, they also tend to focus and try to evaluate the skills of the employees in the company and their ability to cooperate within the company but also with external partners. One of the most important aspects therefore that decides if an investment is implemented or not is the degree of teamwork in the potential portfolio company. Furthermore, it is also concluded that the knowledge of an investor in the life science industry is important and can be a decisive factor whether an investment is implemented or not.

**Keywords: Government venture capital, market complementary, investment strategies, life science, value-adding activities, portfolio company, knowledge**

## Innehållsförteckning

<b>1. INLEDNING.....</b>	<b>1</b>
1.1 BAKGRUND.....	1
1.1.2 Riskkapitalbolag.....	3
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	6
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	7
1.4 UNDERSÖKNINGSFRÅGOR.....	7
1.5 SYFTE.....	7
1.6 AVGRÄNSNINGAR.....	7
<b>2. TEORETISK REFERENS RAM.....</b>	<b>8</b>
2.1 AGENTTEORI OCH INFORMATIONASASYMMETRI.....	8
2.2 BEFINTLIGA STUDIER OCH FORSKNING.....	9
2.2.1 <i>When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes</i> .....	9
2.2.2 <i>The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds</i> .....	9
2.2.3 <i>The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds</i> .....	10
2.2.4 <i>Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria</i> .....	12
<b>3. METOD.....</b>	<b>16</b>
3.1 KVANTITATIV OCH KVALITATIV METOD.....	16
3.2 VALD METOD I DENNA STUDIE.....	16
3.2.1 <i>Fallstudie</i> .....	17
3.2.2 <i>Intervjuer</i> .....	17
3.2.3 <i>Intervjurespondenter</i> .....	18
3.3 URVAL.....	20
3.4 ALTERNATIVA METODER.....	20
3.5 VALIDITET.....	21
3.6 RELIABILITET.....	22
3.7 METODKRITIK.....	22
<b>4. EMPIRI.....</b>	<b>23</b>
4.1 ALMI INVEST.....	23
4.2 INDUSTRIFONDEN.....	23
4.3 NABC- MODELLEN.....	23
4.4 TEAM.....	24
4.5 EXIT.....	24
4.6 INVESTERINGSPROCESSEN.....	25
4.7 REGIONINDELNING.....	25
4.8 BIDRAG.....	26
4.9 SAMINVESTERINGAR.....	26
4.10 NÄTVERK.....	27
4.11 TIDSASPEKTEN.....	27
4.12 BOLAG I UPPSTARTSFASEN.....	28
<b>5. ANALYS.....</b>	<b>29</b>

5.1 HANTERING AV INFORMATIONASASYMMETRI OCH AGENTKOSTNADER .....	29
5.2 KRITERIER FÖR EN INVESTERING .....	30
5.3 PORTFÖLJBOLAGETS TIDSLÄNGD OCH VÄRDEÖKANDE KOMPONENTER.....	31
<b>6. DISKUSSION.....</b>	<b>34</b>
6.1 KRITIK MOT STUDIEN .....	34
6.2 IMPLIKATIONER.....	34
6.3 REKOMMENDATIONER TILL FRAMTIDA ARBETEN .....	34
<b>7. SLUTSATS.....</b>	<b>36</b>
<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>37</b>
<b>BILAGOR.....</b>	<b>39</b>

# 1. Inledning

*En bakgrund om det som ska undersökas inleder studien, därefter följer det sedan ett kortare avsnitt som beskriver riskkapitalbolag och deras funktion. Detta följs upp av en problemdiskussion som mynnar ut i en problemformulering. Studiens undersökningsfrågor, syfte och avgränsningar avslutar det inledande kapitlet.*

## 1.1 Bakgrund

Det är inte ovanligt att nystartade bolag står inför stora utmaningar i det tidiga skedet av utvecklingsstadiet där tillgången på kapital är en viktig faktor som oftast kan avgöra deras framtid. Det finns olika verktyg som kan fungera som en lösning för de unga bolag som upplever brist på kapital och som kan underlätta verksamhetens funktion och därmed även bolagets överlevnad. Ett av dessa verktyg är riskkapital eller Venture Capital (VC) som just riktar in sig på finansiering av bolag som befinner sig i ett relativt tidigt utvecklingsstadium.

Finansiering i form av riskkapital och VC i Sverige idag utgör endast 0,7 procent av marknaden för finansiering av unga bolag.<sup>1</sup> Andelen av riskkapitalbolagens investeringar som sker i bolagens tidiga fas är väldigt begränsad vilket gör att det uppstår ett vakuum för kapitalförsörjning av dessa bolag. Staten har därför försökt att via de statliga riskkapitalbolagen förse dessa unga bolag med kapital som de privata aktörerna förbiser av diverse anledningar. Utvecklingen av de statliga riskkapitalbolagens investeringsverksamhet har dock de senaste åren koncentrerats allt mer till bolag i expansionsfasen. Andelen investerat kapital i bolag i såddfasen har därför stadigt sjunkit från 2007 och framåt för att under 2013 ligga på endast två procent.<sup>2</sup>

Ett av målen med etableringen av statliga riskkapitalbolag i Sverige är att främja specifika branscher inom landets ekonomi. Ett sådant exempel Fouriertransform AB vars primära syfte i samband med bildandet 2009 var att stärka den svenska fordonsindustrin men som nu har omvandlats till att omfatta hela tillverkningsindustrin.<sup>3</sup> En del statliga riskkapitalbolag karaktäriseras också av att fungera som en regional aktör med koncentration till ett visst geografiskt område. Ett exempel på en sådan aktör är Inlandsinnovation AB vars syfte är att främja tillväxten och konkurrenskraften hos företag i norra Sverige.<sup>4</sup>

De statliga riskkapitalbolagens verksamhet skiljer sig från de privata aktörernas i den meningen att huvudsyftet inte enbart är att erhålla avkastning på investerat kapital, utan också att ha en marknadskompletterande funktion där investeringar skall ske i branscher och i regel unga företag som de privata aktörernas medel inte når ut till. De statliga riskkapitalbolagen ska inte verka på så sätt att det sker en undanträngning av de privata aktörerna utan snarare bredda och öka utbudet av kapital i de branscher på marknaden som det privata kapitalet inte

---

<sup>1</sup> Entreprenörskapsforum. Nordisk riskkapitalfond löser företagens kapitalförsörjning?!.<http://entreprenorskapsforum.se/aktiviteter/genomforda-aktiviteter/nordisk-riskkapitalfond-loser-foretagens-kapitalforsorjning/>.

<sup>2</sup> SVCA. Riskkapitalstatistik 2013: Venture Capital-Investeringar i svenska portföljbolag. s.14

<sup>3</sup> Fouriertransform. En aktiv ägare som bidrar till tillväxt. <http://www.fouriertransform.se/Om-Fouriertransform/Vart-uppdrag/>.

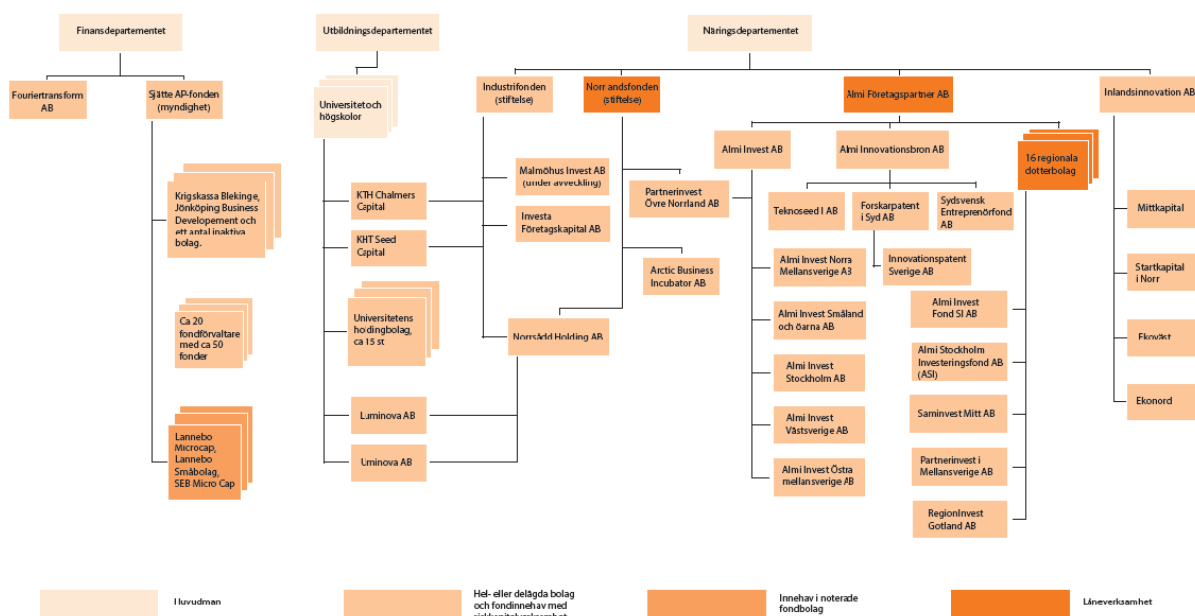
<sup>4</sup> Regeringen. Inlandsinnovation AB (Inlandsinnovation).2015-02-04.

lyckas med.<sup>5</sup> Detta uttrycks exempelvis i regeringens senaste budgetproposition där man ämnar åt att lägga större fokus på de företag som befinner sig i tidiga skeden. Genom att bistå unga företag med kapital anser man att det i sin tur kan främja jobbskapande och innovation, vilket kan bibehålla och förstärka konkurrenskraften i Sverige.

Inlandsinnovation AB, Almi Invest AB och Fouriertransform AB är några exempel på befintliga riskkapitalbolag som investerar i ägarkapital och verkar utefter statliga direktiv idag. Dessa bolag har upprättats med det främsta målet att förse huvudsakligen unga bolag med kapital i deras sådd -och start-upfas. Dock så lyckas inte bolagen fullt ut med att efterleva dessa riktlinjer, istället har det uppstått en ineffektivitet som råder i dagsläget där statligt investerat kapital inte uppfyller sin viktigaste funktion. Ett exempel är att koncentrationen av statligt kapital har skiftats allt mer till bolag i mogna faser av olika anledningar. Riktlinjer som låga avkastningskrav till exempel som vissa av de statliga aktörerna tvingas efterleva skiljer sig från deras privata jämlingar med marknadsmässiga avkastningskrav och kan verka motsägelsefullt i en bransch där aktörerna strävar efter största möjliga avkastning på investerat kapital. Målet med det låga avkastningskravet är att gynna nystartade och mindre bolag och förhoppningsvis underlätta deras förmåga att skapa tillväxt.

Kritik framförs också för att det statliga regelverket för dessa riskkapitalbolag är allt för otydligt och som även kan skapa konflikter med det privata riskkapitalet.<sup>6</sup>

**Figur 1: Översikt av statliga riskkapitalbolag och stiftelser i Sverige.**



Källa: Riksrevisionen, 2014, [www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se)

En av de branscher som riskkapitalbolagen tenderar att dra sig för att göra en investering i är life science-branschen. Inom denna bransch i Sverige idag finns det vissa segment som upplever brist på kapital. Branschen omfattar idag ca 1500 bioteknik, medicin -och

<sup>5</sup> Riksrevisionen. Riksrevisionen granskar: Offentliga finanser. Statens insatser för riskkapitalförsörjning– i senaste laget.2014. s. 10

<sup>6</sup> Ibid s. 58-59



läkemedelsföretag som år 2014 hade över 40 000 anställda.<sup>7</sup> Läkemedelsindustrin där medicinska och farmaceutiska produkter ingår utgör en viktig del i den svenska exporten. Ett exempel på detta är värdet på exporten av läkemedel som uppgick till 53,5 miljarder kronor för de tre första kvartalen för år 2015 vilket till slut resulterade i en nettoexport på drygt 29 miljarder kronor.<sup>8</sup>

De flesta av life science-bolagen är lokaliserade i storstäderna samt i närheten till högskolor. Det har på så vis uppstått en klusterbildning av dessa typen av bolag som föga konstigt strävar efter att utnyttja kompetensintensiva platser samt också den omfattande infrastrukturen. Bristen på investerare i life science-bolag som grundar sig i sämre kunskap och erfarenhet av branschen är en ytterligare faktor som gör att närvaron av bolagen i exempelvis Norrland är betydligt mindre jämfört med storstäderna i södra och mellersta Sverige.<sup>9</sup>

Life science-bolag verkar i en bransch där det är extra viktigt med tillgången till kapital i uppstartsfasen, detta med tanke på att utvecklingen med att ta fram en produkt är en komplex process som tar lång tid och är kapitalkrävande.<sup>10</sup> Det är de små och medelstora life science-bolagen som främst bedriver den tidiga fasen av forskningen med att ta fram nya produkter, därefter överlåter dessa bolag sina projekt till större globala life science-bolagen som vanligtvis handskas med de resurskrävande slutfaserna av forskningen.<sup>11</sup>

Det är också främst de små bolagen i tillväxtfasen som har störst efterlysning av kapital och det är därför viktigt att nya unga bolag inom denna bransch förses med det man efterfrågar för att utveckla sina produkter och driva en lönsam verksamhet. Att det finns en omfattande närvaro av mikroföretag inom life science-branschen gör det därför viktigt att lösa kapitalbehovet i dessa företag som sedan kan främja innovationen samt dynamiken inom denna bransch.

### 1.1.2 Riskkapitalbolag

Riskkapitalbolag investerar i företag med huvudsyftet att erhålla en hög avkastning på ens investering. Nystartade företag har oftast behov av kapital för att komma igång med sin verksamhet och uppnå tillväxt. De vanligaste finansieringsformerna som de nystartade företagen använder sig av är antingen via banklån eller interninvestering såsom återinvestering av den egna vinsten, så kallad bootstrapping. Riskkapital är dock viktigt för enskilda företag som exempelvis saknar egen vinst att återinvestera eller har problem att erhålla banklån. Men även för företag som har ambitionen att växa snabbare än vad deras egna resurser tillåter kan riskkapital vara ett intressant alternativ.<sup>12</sup> Det är därför inte ovanligt

---

<sup>7</sup> Sweden Bio. En innovativ bransch som gör människor friskare. <http://swedenbio.se/om-life-science/>

<sup>8</sup> Kommerskollegium. Sveriges utrikeshandel med varor och tjänster samt direktinvesteringar-utrikeshandeln för kvartal 1-3 2015. <http://www.kommers.se/verksamhetsomraden/Utrikeshandel/Handelsutveckling-och-statistik/Kvartalsrapporter/>

<sup>9</sup> Olausson, Erik. Life science tjänar minst på kluster. Life Science Sweden. 2015-04-13. <http://www.lifesciencesweden.se/jobb-karriar/life-science-tjanar-minst-pa-kluster/>

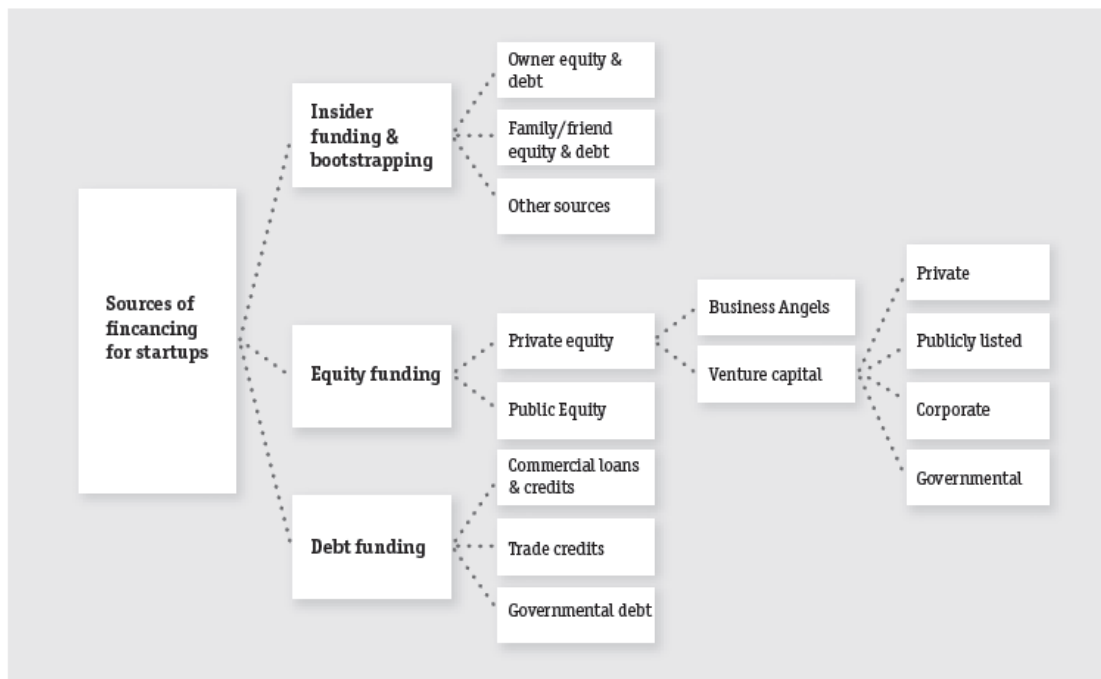
<sup>10</sup> Lindbom Sierakowiak, Erika. Vill ha skraddarsytt riskkapital. Life Science Sweden. 2015-05-07. <http://www.lifesciencesweden.se/jobb-karriar/vill-ha-skraddarsytt-riskkapital/>

<sup>11</sup> Sweden Bio. Översynen av det statliga riskkapitalet- förslag för att ge life science växtkraft. 2015-05-06. <http://swedenbio.se/wp-content/uploads/2015/06/SwedenBIOs-f%C3%B6rslag-f%C3%B6r-att-ge-life-science-v%C3%A4xtkraft-via-det-statliga-riskkapitalet.pdf>

<sup>12</sup> Riksrevisionen. Riksrevisionen granskar: Offentliga finanser. Statens insatser för riskkapitalförsörjning– i senaste laget. 2014. s. 21

att riskkapitalbolag fungerar som en attraktiv källa av finansiella medel för dessa unga företag.

**Figur 2. Finansieringskällor/metoder för startup bolag.**



Källa: Entreprenörskapsforum, 2012, <http://entreprenorskapsforum.se/>

Investeringar med benämningen riskkapital sker vanligtvis i onoterade bolag (private equity) och är tidsbegränsade där finansiering sker med eget kapital. Det förekommer också två olika investeringsformer där den ena sker genom så kallad venture capital (VC) och som investeras i form av såddkapital i nybildade företag. Den andra formen är finansiering genom buyout och sker oftast i mer mogna bolag som befinner sig i en tillväxtfas. Det särskiljande för dessa två investeringsformer är att den senare karaktäriseras av majoritetsinvesteringar som sker mindre frekvent jämfört med VC-investeringar som sker oftare, dock är den investerade summan i VC betydligt mindre.<sup>13</sup>

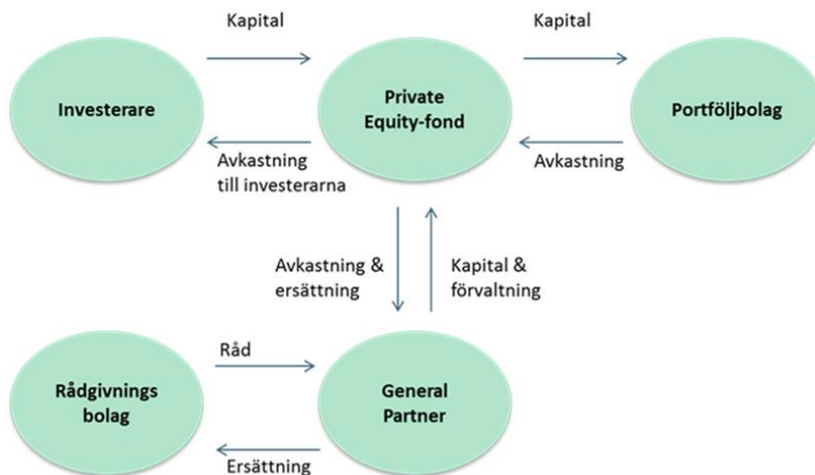
I gengäld mot investerat kapital får riskkapitalbolag vanligtvis en plats i portföljbolagets styrelse. Detta karaktäriseras oftast av ett aktivt ägarengagemang från riskkapitalistens sida som kan bidra med värdeskapande utöver den finansiella aspekten, såsom nya kontakter med omvärlden tack vare det breda nätverk man har. Styrelseposten för riskkapitalisten underlättar också att det uppstår ett eventuellt opportunistiskt beteende från entreprenörens sida efter inskjutet kapital, där målet är att kapitalet ska förvaltas på ett effektivt sätt och generera hög avkastning.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Riksrevisionen. Riksrevisionen granskar: Offentliga finanser. Statens insatser för riskkapitalförsörjning– i senaste laget. 2014. s. 17

<sup>14</sup> Landström, Hans. *Småföretaget och kapitalet*. Stockholm: SNS Förlag, 2003. s. 227-228

Ursprunget till kapitalet i riskkapitalbolag kommer från de fonder som upprättas av en sponsor, en form av rådgivare, som i sin tur använder sig av ett förvaltarbolag (general partner) som tillsammans med externa investerare (limited partners) står för investeringarna och även kapitalet i fonderna. Utifrån det avtal som finns mellan dessa parter bestäms sedan livslängden på fonden, som vanligtvis brukar sättas till tio år.<sup>15</sup>

**Figur 3. Fondstrukturen i ett riskkapitalbolag.**



Källa: SVCA, [www.svca.se](http://www.svca.se)

Det kan också förekomma så kallade hybrid-fonder när det sker saminvesteringar mellan privata och statliga riskkapitalbolag. En hybrid-fond består av statligt och privat kapital och drivs till huvudsakligen av privata investerare. Genom saminvesteringar delar de privata och statliga bolagen risken vid en investering och även den eventuella vinsten.

Riskkapitalbolag kan vara en viktig finansieringskälla för främst unga innovativa startup företag i den absolut tidigaste fasen med inskjuten kapital. En riskkapitalist kan förutom finansiering bidra med ett brett nätverk och kunskap om marknaden, vilket kan främja och underlätta nybildade företag med att uppnå tillväxt. Det gör att möjligheterna för avkastning därmed blir större om man investerar i rätt företag, något som inte alltid är ett enkelt val. Riskkapitalbolag är därför som namnet antyder bolag som alltid utsätter sig för höga risker i samband med en investering.

Efter investerat kapital brukar riskkapitalbolag under sitt innehav genomföra olika värdeökande satsningar i komponenter som inte enbart begriper finansiella sådana, utan det kan till exempel även vara sociala och humana.<sup>16</sup> Ett visst antal år efter portföljinnehavet brukar riskkapitalbolag vilja genomföra en exit och avyttra bolaget som man har investerat i. En exit kan ske på olika sätt där de vanliga tillvägagångssätten kan ske genom:

- Börsintroduktion, Initial Public Offering (IPO)

<sup>15</sup> Riksrevisionen. Riksrevisionen granskar: Offentliga finanser. Statens insatser för riskkapitalförsörjning– i senaste laget.2014. s. 17-18

<sup>16</sup> Landström, Hans. *Småföretaget och kapitalet*. Stockholm: SNS Förlag,2003.s. 218-219

- Buyback eller MBO, att styrelsen eller entreprenören köper tillbaka riskkapitalbolagets aktier i bolaget
- Riskkapitalbolagets försäljning av hela portföljbolaget till ett annat bolag
- Secondary sale, där riskkapitalbolaget säljer enbart sin andel i portföljbolaget
- Att riskkapitalbolaget låter portföljbolaget gå i konkurs, likvidation eller genomförandet av en rekonstruktion.<sup>17</sup>

## 1.2 Problemdiskussion

Fenomenet statliga riskkapitalbolag verkar i en marknad som just namnet antyder är riskfylld. Det är därför av intresse att undersöka hur effektivt de statliga riskkapitalbolagens verksamhet och deras förvaltning av de offentliga medlen är. Att staten ska verka som riskkapitalist på marknaden kan ha både för och nackdelar. En av fördelarna är just möjligheten att tillgodose kapitalbehov i mindre lönsamma sektorer inom ekonomin och de områden på marknaden som det privata kapitalet inte når till. Det finns exempelvis statliga riskkapitalbolag idag som Almi Invest vars investeringar har överstigit 1,2 miljarder i över 400 bolag där investeringar i kunskapsintensiva branscher som ICT (Informations and Communication Technology) och life science utgör lejonparten av den summan.<sup>18</sup> Detta är ett bra exempel på när de statliga riskkapitalbolagen kan fungera som ett gott komplement på marknaden till de privata. I och med uppmärksamheten kring bristen på kapital i nystartade bolag finns det genom de statliga riskkapitalbolagen nu ett alternativ som kan vara lockande för de unga bolag som de privata aktörerna har förbisett. Privata riskkapitalbolag försöker nämligen noggrant utvärdera portföljbolagets ledning och dess kompetens före en investering. Det tenderar på så vis att missgynna unga företag med en oerfaren ledning som de privata riskkapitalbolagen kan uppfatta ha ett sämre utgångsläge vad gäller förmågan att skapa tillväxt och generera avkastning.

Det förekommer även negativa aspekter med de statliga bolagens verksamhet. Även om det har investerats miljarder kronor är problemen fortfarande närvarande där de statliga bolagens verksamhet får kritik som exempelvis att dessa bolag saknar en helhetssyn av hur man verkar effektivt i marknaden och hittar innovativa bolag. De bolag man investerar i resulterar sällan i långlivade framgångar och staten anses idag ha en tämligen förenklad bild av en komplex marknad.<sup>19</sup> Problemet med de statliga riskkapitalbolagens investeringsverksamhet i Sverige idag är att de inte uppfyller sin viktigaste funktion som en marknadskompletterande aktör på ett effektivt sätt. Det grundar sig främst i de otydliga riktlinjer som staten förmedlar.

Vad gäller tillväxtaspekten är life science-branschen som nämnt tidigare en bransch som utgör en viktig del i Sveriges ekonomi med dess stora bidrag till landets export. För att behålla nettoexporten som mellan 2009-2014 sjönk varje år förutom ett och öka life science-branschens bidrag till den totala exporten borde det därför vara av hög prioritet för staten att utveckla denna bransch genom direkta och indirekta stödformer.<sup>20</sup> Det direkta stödet kan vara

<sup>17</sup> Anders Isaksson. Studies on the venture capital process. Diss., Umeå Universitet, 2006.

<sup>18</sup> Byttner, Karl-Johan. Så kammar du hem statliga riskkapitalpengar. VA. 2015-03-11.

<http://www.va.se/nyheter/2015/03/10/sa-kammar-du-hem-statliga-riskkapitalpengar/>

<sup>19</sup> Engblom, Hans. Det statliga lapptäcket hämmar svenska innovationer. VA. 2015-05-29.

<http://www.va.se/nyheter/2015/05/29/det-statliga-lapptacket-hammar-svensk-innovation/>

<sup>20</sup> Kommerskollegium. Sveriges utrikeshandel med varor och tjänster samt direktinvesteringar-utrikeshandeln för kvartal 1-3 2015. <http://www.kommers.se/verksamhetsomraden/Utrikeshandel/Handelsutveckling-och-statistik/Kvartalsrapporter/>

just finansiering av unga bolag i branschen i form av riskkapital. Eftersom den kliniska prövningen är en viktig del i processen med att ta fram nya produkter som kräver höga kostnader borde det därför vara av högsta intresse för staten att förmedla dessa bolag i life science-branschen med nödvändigt kapital. Investerare som exempelvis privata riskkapitalbolag tenderar att vara reserverade när det kommer till investeringar i life science-branschen. Just den långa tiden det tar för forskning och kostnadskrävande tester att genomföras kan vara några av skälen till deras försiktighet. De statliga riskkapitalbolagen kan därför stå inför en svår utmaning när man måste agera som en marknadskompletterande aktör i detta fall och förse dessa bolag med kapital. Life Science är nämligen en bransch som kräver att investeraren har tillräckligt med kunskap om t.ex. läkemedelsindustrin och därför vet vilka faktorer som man bör ta i beaktande inför en investering.

### **1.3 Problemformulering**

De statliga riskkapitalbolagens funktion på marknaden är att vara en marknadskompletterande aktör. Det finns dock skäl till en del misstro på hur effektiva dessa bolag är med att nå ut till mindre bolag i exempelvis branscher som life science. Branschens bidrag till den svenska exporten samt de mindre bolagens samarbete med stora bolag är därför en viktig anledning för att investeringarna i de mindre bolagen blir lyckade. Studiens fokus kommer därför att ligga i de statliga riskkapitalbolagens investeringar och hur väl dessa aktörer lyckas med att nå ut till viktiga branscher såsom life science. Vidare kommer även arbetet med de värdeskapande aktiviteterna i portföljbolagen belysas.

### **1.4 Undersökningsfrågor**

*Hur går själva utvärderingen av de bolag man eventuellt ska investera i till, förekommer det med andra ord specifika faktorer som det läggs vikt på i samband med val av portföljbolag?*

*Förekommer det ett specifikt tillvägagångssätt vad gäller värdeökande aktiviteter i portföljbolagen från de statliga riskkapitalbolagens sida, utöver den finansiella komponenten?*

*Vilka faktorer kännetecknar investeringar i life science-branschen?*

### **1.5 Syfte**

Syftet är att undersöka de statliga riskkapitalbolagens investeringsstrategier och värdeökande arbete, samt deras arbete med att nå ut till kunskapsintensiva branscher där life science-branschen ligger i fokus.

### **1.6 Avgränsningar**

Studien avgränsar sig till de största svenskägda statliga riskkapitalbolagen och deras portföljbolag som verkar i högteknologiska branscher. På grund av tidsbrist och eventuell motvilja att ställa upp på en intervju finns det dock risk att studien inte når representanter för de primära och rikstäckande statliga riskkapitalbolagen.

## 2. Teoretisk referensram

*Under denna rubrik följer de teoretiska referensramar som användes, det vill säga de verktyg vi använder till intervjuerna.*

### 2.1 Agentteori och Informationsasymmetri

Agentteorin behandlar relationen mellan principal (ägare) och agent (ledning) och den inkongruens som kan uppstå mellan parterna kring uppsatta mål. Det är nämligen inte alltid självklart att agenten agerar utmed principalens egna intressen. Därför tillkommer det så kallade agentkostnader, som avser att kontrollera agenten och dennes förehavanden i bolaget.

När en extern finansiär som exempelvis ett riskkapitalbolag skjuter in kapital blir denne som ägare i bolaget ansvarig för att säkerställa att entreprenören (agenten) agerar utefter principalens intressen och inte missköter riskkapitalistens pengar. Riskkapitalbolaget kan genom upprättande av olika övervakningsmekanismer utöva kontroll över företagsledningen i det berörda bolaget. Det är därför viktigt att man har en aktiv ägarroll i det investerade bolaget, till exempel genom styrelseposter vilket gör att man därmed kan motverka entreprenörens eventuellt opportunistiska beteende. På så vis kan riskkapitalisten reducera risken för att användningen av ens insatta kapital sker på ett ineffektivt sätt som kan missgynna ägarna.<sup>21</sup>

Styrelsepost och en aktiv ägarroll kan utöver funktionen som en kontrollmekanism också ha en servicefunktion för principalen. Det innebär exempelvis att ett riskkapitalbolag som investerar i ett ungt bolag kan bidra med kunskap som kan professionalisera dess verksamhet. Det kan till exempel handla om kompetensutveckling med fokus på företagsstyrning eller också kännedom om den specifika marknaden portföljbolaget verkar i. Unga företag kan generellt sett uppleva svårigheter vad gäller kännedom om marknaden och inneha bristande kompetens som hämmar tillväxtskapande, vilket riskkapitalisten med sitt breda nätverk kan förändra genom sitt styrelsearbete.<sup>22</sup>

Informationsasymmetri innebär att den ena parten har mer kunskap om företaget och dess verksamhet än den andra. Fenomenet kan därför vara vanligt förekommande inom riskkapitalbranschen just med tanke på att på unga bolag som investeringarna riktas till varken har en erfaren styrelse samt inga meriter inom branschen man verkar i. Asymmetrin vad gäller information karaktäriseras framför allt inom teknikföretag som verkar i en bransch där produkter kan vara komplexa och obeprövade. Detta kan därför medföra flera typer av risker för en riskkapitalist som vill investera i till exempel ett It-bolag där man inte har tillräckligt med information och förståelse för hur produkten exakt fungerar. Riskerna kan förutom den teknologiska aspekten inkludera även en marknads, lednings -och finansiell risk. Just bolag i sådd -och start-up fasen som har en kort historia och liten erfarenhet har ingen kvantifierbar data tillgänglig som möjliggör beräkningen av risken inför en investering i

---

<sup>21</sup> Landström, Hans. *Småföretaget och kapitalet*. Stockholm: SNS Förlag, 2003.s. 227

<sup>22</sup> Landström, Hans. *Småföretaget och kapitalet*. Stockholm: SNS Förlag, 2003.s. 227-228

bolaget. Dessa faktorer bidrar därför till att privata riskkapitalbolags investeringar oftast styrs mot mer mogna bolag.<sup>23</sup>

## 2.2 Befintliga studier och forskning

### 2.2.1 When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes

I artikeln som är skriven av Josh Lerner påpekas det att även om statlig riskkapitalverksamhet har blivit större och vanligare på senare tid, återstår det trots allt en problematik kring hur man designar en effektiv sådan verksamhet.

Den ökade mängden investeringar från offentliga institutioner i unga teknikföretag behandlas, vilket har blivit allt vanligare på senare tid. Informationsasymmetri och agentkostnader karaktäriserar dock den osäkerhet kring ledningen i dessa företag som potentiella investerare står inför och därför har varit väldigt reserverade inför en investering. Staten har i denna situation valt att gå in med kapital utifrån två huvudmotiv; att förse de nystartade företag med kapital som privata aktörer inte lyckas med, samt att genomföra investeringar som kommer generera hög social alternativt finansiell avkastning och på så vis uppmuntra andra aktörer att investera i just dessa företag.

#### Hur teorin kommer att användas:

Informationsasymmetri kan vara en viktig faktor som gör att privata aktörer avstår från att investera i life science-bolag. Branschen karaktäriseras liksom den tekniska av en komplex natur. I life science är det dock extra svårt för en investerare att gå in med kapital med tanke på att man oftast måste besitta relativt mycket kunskap inom ämnet. Det krävs också mycket tålamod eftersom mycket tid går åt forskning och utveckling för att ta fram en produkt i dessa bolag. Det kan på så vis vara av intresse att lyfta fram eventuella metoder som statliga riskkapitalbolag använder för att attrahera privat kapital i life science bolag.

### 2.2.2 The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds

Luigi Buzzacchi, Giuseppe Scelleto och Elisa Ughetto har genomfört en studie för att se effekterna på investeringsstrategierna hos hybrid-fonder i europeiska länder där privat och statligt kapital blandas för att användas som riskkapital. Det författarna kommer fram till är att beroende på hur stor del av en fond som består av statligt kapital påverkar därefter i vilka typer av investeringsstrategier som fonden använder sig av. Ju större del av fonden som består av statligt kapital desto mindre är omfattningen avskrivningar av portföljbolag hos fonden. Om det finns en stor del av statligt kapital i fonden är även oftast investeringarna mer långsiktiga i framförallt bolag som varken har låg eller hög avkastning. Detta stämmer enligt

---

<sup>23</sup> Landström, Hans (redaktör). *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2007. s. 119-120



författarna överens med det statliga riskkapitalets roll att utgöra ett marknadskomplement till privat riskkapital. Det visar sig i att fonder som består av en större grad statligt kapital har en större grad av tålmodighet för sina portföljbolag det vill säga att bolagen förblir portföljbolag under en längre tid jämfört med fonder som endast består av privat kapital.

### **Hur teorin kommer att användas:**

Fonder som har en stor del statligt kapital har enligt ovanstående artikel alltså ett längre ägandeskap i sina portföljbolag jämfört med fonder som har en större del privat kapital. Det bör även gå att applicera på statliga riskkapitalbolag vilket avses i denna studie. Om man ser på The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds resultat bör det även vara så att de statliga riskkapitalbolagen borde vara mer tålmodiga i sitt ägande än privata riskkapitalbolag. Om ett statligt riskkapitalbolag genomför en saminvestering med ett privat riskkapitalbolag borde det visa sig att investeringens varaktighet förändras. Eftersom att det skulle förändra sammansättningen av det ägandet i portföljbolaget. Det finns även en möjlighet att gå djupare i denna The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds studien genom att försöka se om det finns skillnader vad gäller ägartiden i life science - branschen jämfört mot andra branscher.

### **2.2.3 The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds**

Terttu Luukkonen, Matthias Deschryvere och Fabio Bertoni skriver i artikeln att riskkapitalbolag (Venture Capital) har flera värdeskapande aktiviteter för bolagen de investerar i utöver den rent pengamässiga delen. Värdeskapandet hos en riskkapitalinvesterare består enligt författarna till den första delen av finansiellt, administrativt, strategiskt och marknadsföringsstöd till portföljbolaget från en investerare. Dessa delar är något som saknas hos många små och unga företag som verkar i framförallt olika former av högteknologiska segment. Till den andra delen så består det i en fostran av professionalism i det unga företaget. Även tillgång till sociala nätverk samt specialiserade professionella tjänster är även det en del i värdeskapandet. Riskkapitalbolaget kan också ge ett positivt intryck av portföljbolaget hos tredje part, det vill säga kunder, arbetare och potentiella partners.

Riskkapitalbolagens förmåga att ge dessa värdeökande komponenter varierar mellan riskkapitalbolagen vilket beror på flera variabler. Den första är att en del riskkapitalbolag inte besitter det humankapital som krävs för att ge högkvalitativt och värdeökande stöd som portföljbolaget kräver. Den andra beror på vilket investeringsmotiv som riskkapitalbolaget har, detta styr hur mycket tid och engagemang de lägger ned i portföljbolaget. Det tredje är att riskkapitalbolagens investeringsmönster ser olika ut beroende på vilken typ av bolag som riskkapitalbolaget investerar i. Bolag som befinner sig i tidigare stadier får mer tid och expertis än vad bolag som befinner sig i senare stadie får från riskkapitalbolagen. Bolag som befinner sig i tidigare faser har oftast en större strävan i sitt sökande efter mer innovativa strategier. Det fjärde är att riskkapitalbolag har olika tidsaspekter på sina investeringar vilket påverkar hur pass aktiva riskkapitalbolag är i sitt engagemang i portföljbolagen.

Det författarna har gjort är att de har jämfört vad dessa värdeökande strategier statistiskt har för påverkan mellan privata riskkapitalbolag och statliga riskkapitalbolag i europeiska länder.



Det författarna kommer fram till är att värdeskapandet mellan statliga och privata riskkapitalbolag inte skiljer sig så mycket åt. Denna slutsats skiljer sig enligt författarna mot tidigare studier som visat att portföljbolag som ägs av privata riskkapitalbolag överträffar markant de bolag som ägs av statliga riskkapitalbolag när det kommer till försäljning, anställda och tillgångar. Däremot har de privata riskkapitalbolagen en överlägsen roll när det kommer till professionaliseringen av portföljbolagen.

Variabler som påverkar värdeökning och strategierna hos riskkapitalbolag:

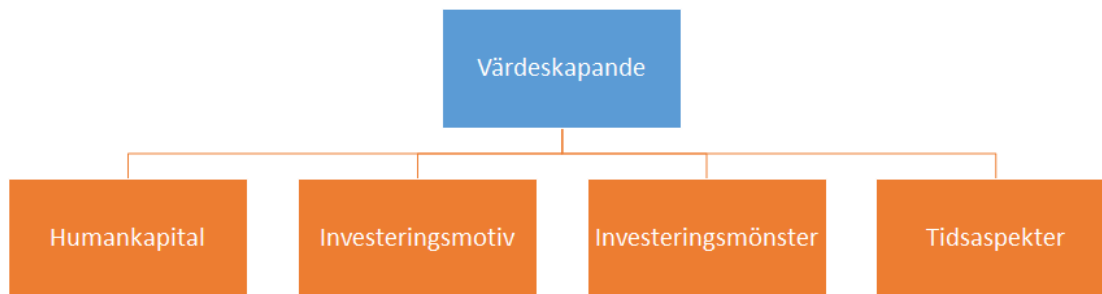
1. Humankapital
2. Investeringsmotiv
3. Investeringsmönster
4. Tidsaspekter

### **Hur teorin kommer att användas:**

Vid en investering i ett portföljbolag finns det möjligheter för ett ägarbolag att inte bara bidra med pengar utan även bidra med värdeökande aktiviteter eller komponenter i ett portföljbolag. Tanken med dessa aktiviteter eller komponenter är att bidra med något som portföljbolaget saknar eller behöver mer av.

Av det som framkommer av studien finns det flera sätt att tillföra värde till ett portföljbolag genom olika komponenter. Det framgår också att det är framförallt bolag som befinner sig i en tidig fas som saknar det som dessa aktiviteter eller komponenter har att erbjuda. Eftersom att det i denna studie bland annat avses att undersöka om och i sådana fall vilka av dessa värdeökande aktiviteter och komponenter som de statliga riskkapitalbolagen har att erbjuda sina portföljbolag. Speciellt att se om det finns speciella värdeökande komponenter och aktiviteter som portföljbolag i life science-branschen får av sina portföljbolag. Life Science-branschen karaktäriseras oftast av att vara en bransch med relativt komplexa produkter jämfört med andra branscher vilket kan ha en påverkan på vad de statliga riskkapitalbolagen kan erbjuda bolag i denna bransch. Men även om de statliga riskkapitalbolagen erbjuder samma typer av aktiviteter eller värdeökande komponenter som de privata riskkapitalbolagen gör eller om det skiljer sig åt.

**Figur 4. Variabler som påverkar statliga riskkapitalbolagens förmåga att bidra med värdeökning.**



### 2.2.4 Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria

I artikeln analyserar Tobias Kollmann och Andreas Kuckertz om osäkerheten i beslutsprocesser hos riskkapitalbolag och hur denna osäkerhet utvecklas över tiden samt relationen mellan riskkapital och ekonomisk information. Underlagen i artikeln baseras på 81 riskkapitalbolag från tysktalande länder. De beskriver "venture capital cycle" som etablerades av Tyebjee och Bruno (1984) och som innebär att riskkapitalister investerar i fem olika steg.

Steg 1: Deal origination, vilket är upptäckandet av lovande och relevanta projekt.

Steg 2: Deal screening, man sällar bort projekt för att göra mängden projekt mer hanterbar.

Steg 3: Deal evaluation, det genomförs noggranna analyser om det eventuella portföljbolaget.

Steg 4: Deal structuring, riskkapitalbolaget och entreprenören kommer överens om villkoren som ska gälla för investeringen.

Steg 5: Post- investment activities, efter investeringen så kan riskkapitalbolaget genomföra olika aktiviteter för att öka värdet i portföljbolaget.

Tobias Kollmann och Andreas Kuckertz fokuserar på beslutsprocesserna i steg två, tre och fyra. De använder sig också av en studie genomförd av MacMillan (1985) som kom fram till att fem av de tio viktigaste beslutskriterierna är relaterade till personligheten eller erfarenheten hos entreprenören. Dessa fem kriterier delas då in i fem olika kategorier vilka är följande:

Kategori 1: Personligheten hos entreprenören

Kategori 2: Kvalifikationer och erfarenhet hos entreprenören

Kategori 3: Produkten eller tjänsten

Kategori 4: Marknadskaraktären

Kategori 5: Finansiella karaktären

Till dessa fem ovanstående kategorier har Tobias Kollman och Andreas Kuckertz kopplat tre olika investeringskriterier till var och en av de fem kategorierna.

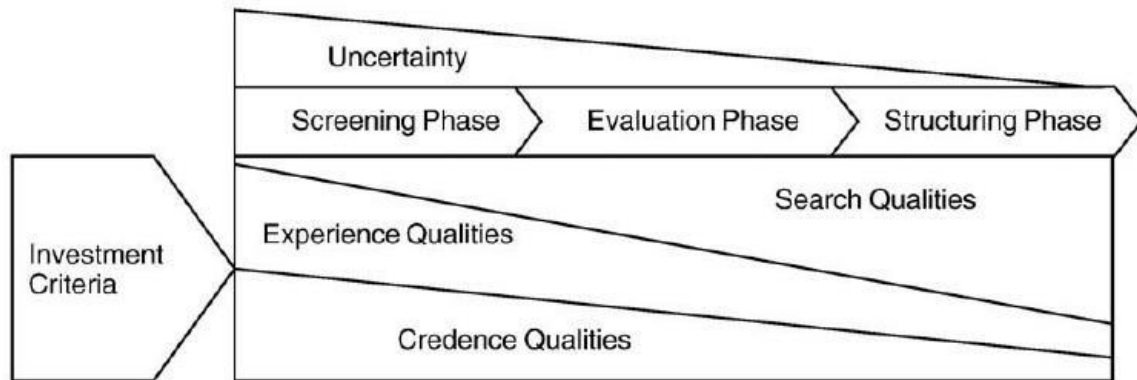
**Figur 4: Investeringskriterier hos riskkapitalbolag**

Factor	Investment criteria	Evidence of criterion's relevance
Personality of the entrepreneur	"VC character"	Pretest
	Leadership capabilities	MacMillan et al. (1985), Robinson (1987)
	Commitment	Dixon (1991), Muzyka et al. (1996)
Experience of the entrepreneur	Track record	Flynn (1991)
	Technical qualification	Shepherd (1999b) Franke et al. (2006)
	Business qualification	Shepherd (1999b) Franke et al. (2006)
Product or service	Innovativeness	MacMillan et al. (1985) Mason and Stark (2002)
	Patentability	Tyebjee and Bruno (1984) MacMillan et al. (1985)
	Unique selling proposition	Mason and Stark (2002)
Market characteristics	Market volume	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2002)
	Market growth	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2002)
	Market acceptance	Tyebjee and Bruno (1984), Mason and Stark (2002)
Financial characteristics	Fit to investment strategy	Muzyka et al. (1996), Mason and Stark (2002)
	Return on investment	Tyebjee and Bruno (1984), MacMillan et al. (1985)
	Exit possibilities	Muzyka et al. (1996); Mason and Stark (2002)

Källa: Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria, Tobias Kollmann, Andreas Kuckertz (2009)

Vidare skriver Tobias Kollmann och Andreas Kuckertz att varje investeringsbeslut bygger på kvalitén i entreprenörens förslag och att det därför behövs ett till verktyg till den teoretiska referensramen vilket är the concept of search, experience och credence qualities. Detta kallas för SEC qualities och kan användas när man vill mäta osäkerheten i en subjektiv utvärdering av olika varor. Search qualities är det som är känt redan innan man går in i ett projekt någon som följs av experience qualities vilket är vad kostnadsfritt är vad som är känt om varan men kostnadsfritt först efter köpet. Sist kommer credence qualities vilket är dyrt att ta reda på även efter själva köpet. SEC- modellen är applicerbar på alla typer av ekonomiska gods eller varor även på investeringsförslag gällande riskkapital. Search qualities i fallet riskkapital är exempelvis att riskkapitalbolaget ser på en gång om det eventuella portföljbolaget verkar i en relevant och intressant marknad men det är först med experience qualities som riskkapitalbolaget ser vilka typer av insatser som kommer att krävas för att förmå portföljbolagen att stiga i värde på avsett vis samt hur mycket arbete sådana insatser skulle kräva. Den sista delen i SEC- modellen vilket är credence quality beskriver artikelförfattarna är det konkreta engagemanget eller åtagandet som portföljbolaget går in i ett samarbete med riskkapitalbolaget. Hur stort detta är kommer riskkapitalbolaget aldrig helt att veta. SEC- modellen används sedan av artikelförfattarna för att undersöka de olika investeringskriterierna.

**Figur 5: SEC- modellen**



Källa: Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria, Tobias Kollmann, Andreas Kuckertz (2009)

När det gäller investeringskriterierna så varierar tyngden av dessa beroende på vilken bransch det gäller exempelvis tar författarna upp att i biotech-branschen så är forskarlagets anseende av stor vikt när man överväger en investering vilket inte är lika viktigt i andra branscher.

**Figur 6: Resultat från Kollmann och Kuckertz studie avseende viktiga kriterium**

Deviation of investment criteria from the overall assessment of an investment proposal's search qualities (SQ), experience qualities (EQ) and credence qualities (CQ) – results of the Wilcoxon Test (n = 81).

Factor	Criterion	Screening phase (%)			Evaluation phase (%)			Structuring phase (%)		
		SQ	EQ	CQ	SQ	EQ	CQ	SQ	EQ	CQ
Personality of the entrepreneur	"VC character"	1.9	-6.1*	4.3	2.4	-0.1	-2.3*	-0.6	1.1	-1.5
	Leadership capabilities	-4.7***	-1.4	6.2***	-0.5	1.1	-0.5	0.2	0.2	-0.6*
	Commitment	-5.8***	-8.8***	14.6***	-5.9**	1.8	3.5*	-3.8*	2.8**	1.2
Experience of the entrepreneur	Track record	1.4	6.5**	-8.1***	4.1	1.1	-4.5***	5.3***	0.1	-5.3***
	Technical qualification	-2.7**	1.5	1.3	-3.1	5.0**	-1.8**	2.4**	-0.3	-2.0***
	Business qualification	-3.5***	3.3**	-0.2	2.4	0.7	-2.9***	1.5	0.3	-1.7**
Product or service	Innovativeness	3.2*	6.2***	-9.6***	3.1	0.2	-3.4***	2.1**	-1.0**	-1.1**
	Patentability	-5.9***	2.0	4.0	-5.5*	7.9***	-2.1***	3.9***	-0.7*	-3.6***
	USP	-1.4	4.5*	-2.9	0.5	-0.9	0.1	0.9	-0.9	0.1
Market characteristics	Market volume	5.6**	0.5	-6.1***	0.9	1.3	-2.3***	0.6**	-2.3***	0.7
	Market growth	2.4	0.7	-2.8*	-0.4	0.4	-0.2	2.1*	-2.2**	1.0
	Market acceptance	-5.1***	-3.9*	8.6***	-10.8***	-0.6	11.5***	-11.3***	1.2	9.9***
Financial characteristics	Fit to investment strategy	20.8***	0.6	-21.3***	22.1***	-13.5***	-8.4***	10.5***	-3.0***	-7.4***
	Return on investment	-8.5***	-5.0	13.5***	-8.4***	-1.5	9.5***	-9.8***	2.5	7.4***
	Exit possibilities	2.3	-0.6	-1.6	-0.8	-2.9*	3.8*	-5.3***	2.2	2.9*
Global assessment		18.7	49.5	31.8	48.7	39.9	11.2	81.1	9.5	9.3

\*\*\*p ≤ 0.001, \*\*p ≤ 0.01, \*p ≤ 0.05. Negative numbers indicate a relatively lower amount of a particular SEC quality compared to the overall assessment at a given stage of the venture capital process, whereas positive numbers indicate a relatively higher amount of a particular SEC quality.

Källa: Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria, Tobias Kollmann, Andreas Kuckertz (2009)

I den ovanstående modellen visas resultaten som Tobias Kollman och Andreas Kuckertz kommer fram till och kan man se att två kriterier står ut i screening-fasen det första är hur

pass innovativ produkten som riskkapitalisten möter det vill säga riskkapitalisten är redan tidigt i investeringsprocessen ganska säker på om graden av innovation är tillräcklig för att projektet ska vara intressant. Det andra kriteriet som står ut i screening-fasens search quality är det kriteriet som visar om projektet passar riskkapitalbolagets investeringsstrategier här vet riskkapitalisten till stor del redan till början om projektet passar in eller inte. På andra sidan spektrumet kan man se fyra investeringskriterier som står ut åt andra hållet vilka är engagemanget från entreprenören, entreprenörens ledarskapsförmåga, marknadens acceptans och avkastningen på projektet. Dessa fyra kriterier är svåra för riskkapitalisten att veta om i början av screening-fasen och är därför högre representerat när det gäller credence qualities.

I evaluation-fasen fortsätter marknadens acceptans och avkastningen på projektet vara svårare att veta än andra kriterier medan kriteriet om hur pass bra projektet passar riskkapitalbolagets investeringsstrategier fortsätter att vara starkt. Det kriteriet som har blivit lättare för riskkapitalisten att utvärdera i evaluation-fasen jämfört med screening-fasen är hur pass patentierbar produkten eller tjänsten är. I den sista fasen som är structuring-fasen sker det endast marginella förändringar jämfört med den evaluation-fasen.

### **Hur teorin kommer att användas:**

För att de statliga riskkapitalbolagen ska kunna välja ut specifika bolag som är mer intressanta att investera i än andra krävs det någon form av urvalsram eller kriterium som de kan följa. Tobias Kollman och Andres Kuckertz studie Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria har undersökt 15 st kriterium som är etablerade som viktiga kriterier. I studien har även aspekten kring osäkerheten i utvärderingen av dessa kriterier tagits och studien visar även vid vilka faser i en investering osäkerheten kring vissa kriterier försvinner. Något som gör Kollman och Andres Kuckertz arbete extra intressant för denna studie är att de kommer fram till att det finns kriterium inom exempelvis life science - branschen som är viktigare i life science-branschen än andra branscher. Forskarlaget bakom ett life science projekt har visat sig vara ett väldigt tungt kriterium när man undersöker ett projekt i life science-branschen. Studien som genomfördes av Kollman och Kuckertz är gjord på tysktalande länder men resultatet från Kollman och Kuckertz kommer i denna studie att jämföras med svenska statliga riskkapitalbolag. Då framförallt med hänsyn till att försöka se hur de statliga riskkapitalbolagen värderar olika kriterium och om de lägger vikt på samma kriterium som studien från Kollman och Kuckertz eller om det skiljer sig åt. De statliga riskkapitalbolagen borde också anse att vissa kriterier som de tycker är svårare att utvärdera än andra kriterium därför kommer det i denna studie undersökas om det är samma kriterium som framkommit i studien från Kollman och Kuckertz.

### 3. Metod

*Denna del kommer att behandla tillvägagångssättet för uppsatsen. Valet av metod och varför de specifika metoderna har valts kommer det att redogöras för. Det följer även information om vilka respondenterna är och var de arbetar. Även hur de har kontaktats samt hur varje individuell intervju har gått till.*

#### 3.1 Kvantitativ och kvalitativ metod

Det förekommer ett flertal metoder vid genomförande av en studie, däribland en kvantitativ och en kvalitativ. Den kvantitativa metoden karaktäriseras av en mer statistisk tillvägagångssätt där främsta syftet är att kunna mäta och kvantifiera den data som erhålls, exempelvis försöker man hitta en korrelation mellan olika variabler. I en kvantitativ ansats använder man sig huvudsakligen av en deduktiv teoriprövning, det vill säga man utgår från en teori där man genom härledning av hypoteser undersöker dess förhållande till verkligheten.

Den kvalitativa metoden bygger på en mer social tolkning av en studie. Förutom det kvantifierbara data som erhålls försöker man även att ha en tolkande utgångspunkt där man försöker förstå respondenternas svar genom analyser. Den kvalitativa ansatsen bygger huvudsakligen på ett induktivt synsätt där man genererar teorier utifrån erfarenheter.<sup>24</sup>

Det har till följd av de typer av frågor som ställs och de svar som söks ansetts lämpligare att använda en kvalitativ metod i studien.

#### 3.2 Vald metod i denna studie

Metoden som användes i studien var en kvalitativ studie med deduktivansats vilket innebär att den insamlade data testas mot teorier.<sup>25</sup> Det genomfördes därför semi-strukturerade intervjuer vilket även gav respondenten möjligheten att formulera öppna svar. De utvalda intervjufrågorna som ställdes ämnade åt att ge en inblick i respondenternas personliga erfarenheter och synpunkter på olika genomförda investeringar samt deras syn på investeringsstrategier.

Valet att använda sig av kvalitativa metoder i form av intervjuer framför kvantitativ datainsamling beror på att genom kvalitativa metoder kan man generellt sett i en större grad gå in på djupet i problemet. En kvalitativ metod är bättre lämpad till den typ av frågor som ställs i undersökningen då en kvalitativ intervju är mer passande när man söker svar som avser respondentens egna tankar, erfarenheter och upplevelser vilket är i högsta grad det som har frågats.<sup>26</sup> Problemformulering och undersökningsfrågorna i kapitel 1.3 respektive kapitel 1.4 rörande de statliga riskkapitalbolagen är i sin karaktär inriktade på kvalitativa frågor om hur människor upplever att området ser ut. Det är därför viktigt att gå in på just hur den

---

<sup>24</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder.2: a* upplagan. Stockholm: Liber, 2013. s. 49-50

<sup>25</sup> Boolsen, Merete Watt. *Kvalitativa analyser*. Första upplagan. Köpenhamn: Hans Reitzels forlag, 2011.s. 14

<sup>26</sup> Dalen, Monica. *Intervju som metod*. Andra upplagan. Oslo: Universitetsförlaget, 2011.s. 14

enskilda individen uppfattar problematiken vilket gör att ett kvalitativt förhållningssätt är ett bättre metodval för den relativt lilla population som de statliga riskkapitalbolagen utgör.<sup>27</sup>

För att samla in ytterligare data i framförallt life science-branschen har två av respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen kontaktats en andra gång. Men vid den datainsamlingen bedömdes det att strukturerade intervjuer skulle utgöra ett bra komplement till de tidigare genomförda semi-strukturerade intervjuerna. Det var då av större intresse att hålla respondenten inom det avsedda området vilket är life science-branschen. Det är oftast önskvärt att låta respondenterna fritt få röra sig i olika riktningar under intervjuerna.<sup>28</sup> Den första omgången av semi-strukturerade intervjuerna tillät respondenten att uttrycka sig och tänka fritt kring en bredare bild av riskkapitalmarknaden. De uppföljande strukturerade intervjuerna ska ses mer som uppföljningsfrågor till de semi-strukturerade intervjuerna istället för en helt fristående intervju.

### 3.2.1 Fallstudie

Denna studie inriktar sig på statliga riskkapitalbolag och deras portföljbolag med ett fokus på investeringar i life science-branschen vilket är en av de branscher som tar emot flest riskkapitalinvesteringar från de statliga riskkapitalbolagen. Därför har det genomförts en fallstudie på life science-branschen. En fallstudie karaktäriseras av forskning kring komplexiteten och naturen och de unika drag som finns i ett specifikt fall vilket i detta fall är den statliga riskkapitalverksamheten i life science-branschen.<sup>29</sup> Fallstudien har genomförts med hjälp av semi-strukturerade intervjuer och insamling av data från olika rapporter och från en del av de berörda bolagens hemsidor.

### 3.2.2 Intervjuer

Det genomfördes ett flertal intervjuer med representanter för de aktörer som är av intresse för studien, i detta fall representanter för de primära statliga riskkapitalbolagen såsom Almi Invest AB, Fouriertransform AB och Industrifonden. En del av intervjuerna skedde på plats i respektive bolags kontor medan andra skedde istället över telefon på grund av att respondenten efterfrågande det istället för att upprätta ett fysiskt möte. Telefonintervjuerna hade även den fördelen att det har upplevts som lättare att få till en intervju på det sättet då respondenterna i många fall har sagt att de skulle få svårt att få tid för intervjuer.

Intervjuerna följde en intervjuguide som skapades utifrån tanken att tillföra intervjuerna mer struktur men som samtidigt gav respondenterna möjligheten att utforma sina svar med en relativt stor frihet.<sup>30</sup>

Intervjuerna inleddes med semi-strukturerade intervjufrågor, detta för att ge respondenterna en möjlighet att på ett friare plan ge sina egna synpunkter kring verksamheten och dess eventuella brister som man skulle kunna tänka sig att förbättra. Intervjuerna spelades in i de flesta fallen förutom när respondenten själv har bett om att en inspelning inte skulle genomföras. Inspelning av intervjuer är att föredra för att göra det möjligt att genomföra intervjuerna utan några distraherande avbrott då man annars hade varit tvungen skriva ned

---

<sup>27</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1:2. Stockholm: Liber, 2005. s. 105

<sup>28</sup> Ibid s. 361

<sup>29</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2: a upplagan. Stockholm: Liber, 2013. s 85

<sup>30</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1:2. Stockholm: Liber, 2005.s. 263



vad respondenterna sade vilket hade kunnat störa tempot i intervjuerna. Med hjälp av inspelningarna blev det även möjligt att gå tillbaka till intervjuerna och lyssna igenom dem flera gånger, detta säkerhetsställer också att all data kunde utvinnas.<sup>31</sup>

Respondenterna har givits möjligheten att självständigt avgöra hur länge intervjuerna varade samt möjligheten att diktera sina egna villkor om deltagandet något som är viktigt för att få till en bra intervju.<sup>32</sup> Som följd till det har en del av intervjupersonerna haft krav om att deras medverkan ska anonymiseras på grund av att det enligt respondenterna finns en viss känslighet inom branschen. En del av respondenterna har kontaktats direkt via mail eller telefon medan andra respondenter har kontaktats via chefer och annan personal. Respondenterna från de statliga riskkapitalbolagens portföljbolag har valts ut på ett slumpmässigt sätt och hittades via de statliga riskkapitalbolagens respektive hemsidor.

### **3.2.3 Intervjurespondenter**

Vid valet av intervjurespondenter är det mycket viktigt att det sker ett lämpligt urval vilket innebär att respondenterna måste vara ganska insatta i ämnet. Det är därför viktigt att upprätta urvalskriterier för att få en tydlig ram för vilken typ av respondenter man ska intervjua.<sup>33</sup> Som följd till det har det därför upprättats ett antal urvalskriterier:

- Respondenten ska arbeta på något av de största statliga riskkapitalbolagen
- Respondentens ska vara involverad i investeringsprocessen, exempelvis vid utvärderingen av ett potentiellt portföljbolag eller arbete med befintliga portföljbolag

Till följd av ovanstående urvalskriterier har det kommit fram att det är lämpligt att intervjua personer vars yrke är investment manager. Detta beror på att det under studiens gång upptäcktes att investment managers vid de statliga riskkapitalbolagen i sitt dagliga arbete träffar potentiella portföljbolag samt utför arbete med befintliga bolag. För att få ett annat perspektiv på de statliga riskkapitalbolagens värdeökande arbete väcktes idén om att utvidga studien till att även inkludera portföljbolagens perspektiv. Till följd av detta upprättades nya separata urvalskriterier för portföljbolagen, vilka är:

- Bolaget ska för närvarande vara ett befintligt portföljbolag hos något av de statliga riskkapitalbolagen
- Bolaget ska ha varit ett portföljbolag i åtminstone ett år, detta anses därmed underlätta eventuella relevanta svar angående de olika värdeökande komponenterna som investeraren kan ha bidragit med under denna tid i portföljbolaget

## **Representanter för statliga riskkapitalbolag**

### **Magnus Engevik**

Investment Manager på Almi Invest i Uppsala. Kontaktades direkt via mail och intervjun genomfördes därefter på Almi Invests kontor i Uppsala. Magnus jobbar ofta med bolag i Life

---

<sup>31</sup> Dalen, Monica. *Intervju som metod*. Andra upplagan. Oslo: Universitetsförlaget, 2011.s. 120

<sup>32</sup> Ibid s. 25

<sup>33</sup> Ibid s. 58



Science-sektorn men även med bolag i andra branscher. I sin roll som Investment Manager träffar han ofta entreprenör samt bedömer vilka investeringar som kan vara intressanta.

Intervjun ägde rum onsdagen den 2:a december.

### **Allan Asp**

Investment Manager på Almi Invest i Uppsala. Kontaktades direkt via mail och även denna intervju genomfördes i Almi Invests uppsalakontor. Intervjun med Allan skedde en annan dag men samma vecka som intervjun med Magnus Engevik. Varken Magnus Engevik eller Allan Asp var inför respektive möte medvetna om att den andra deltog i undersökningen. Tanken med detta var att de inte skulle diskutera frågorna med varandra innan intervjuerna och därmed påverka varandra.

Intervjun ägde rum fredagen den 4:e december

Allan har vid ett senare tillfälle svarat på ett antal frågor som förmedlades via mail vilket skedde den 20:e januari.

### **Representant från Industrifonden**

Respondent från Industrifonden i Stockholm. Kontakt etablerades genom mail samt telefon. På respondentens önskan skedde intervjun via telefon.

Intervjun ägde rum tisdagen den 8:e december

### **Representanter för portföljbolag**

#### **Nils Edlund**

VD på Applied Nano Surfaces. Nils har tidigare jobbat på ABB, SAAB och Sandvik. Applied Nano Surfaces grundades 2008 och arbetar med ytbehandlingar som minskar friktion mellan metalkomponenter. Bolaget har sedan 2010 varit ett portföljbolag till Fouriertransform med en ägarandel på 40 % och Sjätte AP- fonden med 20 % av bolaget.

Intervjun ägde rum måndagen den 21:a december

#### **Anders Åberg**

VD på Sprint Bioscience AB. Anders har bakgrund bland annat i Astra Zeneca och mindre biotech bolag. Sprint Bioscience bildades januari 2009 och registrerades som ett aktiebolag september samma år. Man har varit portföljbolag till Almi Invest sedan 2010 då Almis initiala investering i Sprint Bioscience ägde rum. Privata investerare som Första Entreprenörsfonden hade dock genomfört investeringar i bolaget före Almi Invest. Bolaget är börslistad på First North sedan november 2014. Sprint Bioscience huvudsakliga

verksamheten går ut på att man startar läkemedelsprojekt och driver dem fram tills produkten är färdig att testas på människor.

Intervjun ägde rum måndagen den 21:a december

### 3.3 Urval

Populationen i studien är samtliga statliga riskkapitalbolag i Sverige. Ett icke-sannolikhetsurval användes där studien begränsar sig till och utgörs av de primära statliga aktörerna som står för lejonparten av de statliga riskkapitalbolagens investeringar. Dessa bolag anses utgöra ett representativt urval då deras investeringar sker med offentliga medel och styrs utifrån statliga direktiv och krav. De portföljbolag som valdes i studien skedde även det genom ett icke-sannolikhetsurval där kontakt etablerades utifrån de geografiskt lättillgängliga portföljbolagen till de primära statliga riskkapitalbolagen.

### 3.4 Alternativa metoder

Detta avsnitt avser att förklara för läsaren varför nedanstående alternativa metoder inte användes i denna studie. Detta för att tydligare motivera varför vald metod är bättre.

Ett alternativ till denna kvalitativa studie hade varit ett kvantitativt komplement i form av en enkätstudie. Frågorna i en enkät bör formuleras för att vara slutna eftersom det oftast är betydligt lättare att svara på den typen av frågor. En enkät ska också byggas upp på det sättet att det är lätt för respondenten att följa och förstå frågorna, detta är mycket viktigt för att svaren i enkäten ska besvara undersökningsfrågorna.

Med enkäter tillkommer en del nackdelar där en del av problemet utgörs av att man inte kan ställa allt för många frågor till respondenterna. Detta på grund av att respondenter tröttnar ganska fort och blir lätt uttråkade på enkäten om den är allt för lång. Vissa typer av frågor blir också svåra att ställa, särskilt den typ av frågor som kan vara svårformulerade samt de frågor som kräver ganska omfattande svar. Enkäter medför även en viss risk gällande saknaden av fullständig information. Detta eftersom det inte finns samma möjlighet att hjälpa respondenten med tolkning av frågor jämfört med intervjuer vilket kan medföra att svar på vissa frågor kan saknas.<sup>34</sup> Svaren som erhålls i en enkät riskeras att inte direkt vara svaren på de frågor som ställdes på grund av feltolkning av frågorna respektive svaren från antingen respondenternas eller datainsamlarens sida.

Enkäter lider oftast av risken med ett relativt stort bortfall i jämförelse med intervjuer. Om bortfallet är för stort blir det svårt att dra generella slutsatser på populationen vilket gör att en av fördelarna med intervjuerna på så sätt försvinner. Eventuella uppföljningsfrågor blir också svårt att genomföra vilket gör att det uppstår en risk, nämligen att man inte får med all väsentlig information. I en enkätstudie är det även svårt att avgöra exakt vem det är som

---

<sup>34</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1:2. Stockholm: Liber, 2005. s. 161

svarar på enkäten samt möjligheten att ställa många frågor begränsas när insamling sker i enkätform.

Ett annat problem som uppstått om enkäter hade genomförts är att antalet bolag som arbetar med riskkapital under statligt ägande är ganska litet till antalet vilket skulle göra det svårt att samla in den mängd data som krävs vid en kvantitativ enkätinsamling. Ett ytterligare problem med enkäter i detta sammanhang är att det också skulle medföra svårigheter att gå in på djupet i problematiken. Enkäter försvårar till mycket stor grad möjligheten till att följa upp frågor samt svar med följdfrågor, vilket skulle minska respondentens möjlighet att dela med sig av hela sin bild av det undersökta problemet.

Ett annat metodval som hade kunnat användas är strukturerade intervjuer vilket delar vissa likheter med enkäter. Dessa båda delar den väldigt slutna strukturen där frågorna tenderar till att vara av en relativt mer lättbesvarad karaktär än kvalitativa metoder. Men något som skiljer sig de strukturerade intervjuerna och enkäterna åt är att det krävs att en intervjuare är med respondenten när denne svarar på frågorna. Detta medför att ett av problemen som enkäterna medför försvinner vilket var problemet med assistans vid tolkning av frågorna. Något som skulle minska risken att respondenten missförstår frågorna. Det är även till skillnad från enkäterna möjligt att se vem det är som besvarar frågorna vilket gör att det finns stor möjlighet att de personer som är avsedda att svara på intervjun är de som faktiskt svarar på intervjun.<sup>35</sup> Men eftersom att de strukturerade intervjuerna fortfarande är av en mer sluten karaktär har det ansetts vara en sämre metod i denna studie än en kvalitativ metod. Eftersom en kvalitativ metod har större möjlighet att gå in på djupet av ett problem.

Det hade även varit möjligt att genomföra intervjuerna som öppna intervjuer men det hade samtidigt inneburit en risk att den insamlade data hade varierat mycket mellan respondenterna. Det semi- strukturerade tillvägagångssättet har setts som mest lämplig i denna studie då dessa ger en viss struktur som säkerhetsställer att frågorna som ställs till respondenterna är lika varandra mellan intervjuerna. De semi- strukturerade intervjuerna gör att de specifika teman som studien berör verkligen tas upp vilket säkerhetsställs tack vare att intervjuerna följer en tydlig intervjuguide.<sup>36</sup>

### 3.5 Validitet

Eftersom att intervjuerna i de flesta fall har spelats in bidrar det till en starkare validitet vad gäller datamaterial då det underlättar intervjuarens möjligheter att få ut maximalt med data från intervjuerna. Risken för intervjuaren att missa information från respondenten minskas därmed tack vare inspelningarna.<sup>37</sup>

Extern validitet här frågar man sig om de resultat som kommit fram i undersökningen är generaliserbar. I denna undersökning finns det kritik att framföra mot denna punkt då undersökningen ämnar åt att hitta ett generaliserbart resultat för statliga riskkapitalbolag och deras mål samt strategier. Undersökningen inkluderar dock inte samtliga statliga riskkapitalbolag utan endast de som räknas som de primära. Risken finns därför att de bolag som inte undersöks har en annan förmåga att nå eller inte nå den målsättning de har fått av staten vilken kan medföra vissa problem i generaliserbarheten.

---

<sup>35</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1:2. Stockholm: Liber, 2005. s. 163

<sup>36</sup> Ibid s. 363

<sup>37</sup> Dalen, Monica. *Intervju som metod*. Andra upplagan. Oslo: Universitetsförlaget, 2011.s. 120

### 3.6 Reliabilitet

I begreppet reliabilitet inkluderar man även stabilitet som är ett mått på hur mycket svaren fluktuerar över tiden. Tanken är som oftast att ha ett stabilt mått där svaren i princip blir det samma oavsett när frågorna ställs. Stabiliteten i detta sammanhang kommer med stor sannolikhet att bero på hur de statliga riskkapitalbolagens strategier förändras med tiden. Sådana förändringar kan ske snabbt om exempelvis direktiven från staten skulle förändras. Därför är det då viktigt att säkerhetsställa sig att grundförutsättningarna fortfarande är det samma med avseende på direktivförändringar. Vid en sådan förändring kan det ske en förändring av hur de statliga riskkapitalbolagen agerar mot sina portföljbolag.

### 3.7 Metodkritik

De intervjuade representerar företag vilket kan ge en ensidig och färgad bild av problemet. Det finns en risk att respondenterna har underdrivit eventuella problem som föreligger i de statliga riskkapitalbolagens förmåga att nå de mål och direktiv som staten har utformat för dem. Samtidigt kan det också ha skett en överdrift av det positiva som det statliga riskkapitalbolaget har åstadkommit med sin verksamhet. Eftersom att datainsamlingen sker genom intervjuer går det medför det även svårigheter att mäta hur pass effektiva de statliga riskkapitalbolagens verksamhet faktiskt är. Det finns en väldigt stor mängd portföljbolag till de statliga riskkapitalbolagen då medför intervjuer att det är svårt att nå ut till en så pass stor del av portföljbolagen för att det ska gå att generalisera resultatet över hela populationen. Svaren som ges av en respondent kan skilja helt mot svaren som en annan respondent kan ge vilket då försvårar ett generaliserbart resultat.<sup>38</sup> Kvalitativ forskning är generellt sätt ganska subjektiv i sin karaktär det är forskaren som är det viktigaste verktyget i datainsamlingen. Om denna studie skulle replikeras finns det en risk att andra resultat kan förekomma något som skulle kunna bero på att vad forskaren tycker är viktigt kan variera från person till person.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Bryman, Alan och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1:2. Stockholm: Liber, 2005. s. 320

<sup>39</sup> *Ibid* s.319

## 4. Empiri

*I detta avsnitt presenteras de intervjuer som genomfördes och de svar som erhöles. Det ges en närmare beskrivning av de statliga riskkapitalbolagens investeringsmetoder där beskrivning ges på hur en investeringsprocess går till, arbetet med att analysera olika investeringsalternativ före en finansiering, arbetet med olika värdeökande aktiviteter under ett innehav samt bolagens tillvägagångssätt vid en exit.*

### 4.1 Almi Invest

Almi Invest är en del av Almi Företagspartner AB som förser bolag med lån, rådgivning och riskkapital. Riskkapitalverksamheten hos Almi Företagspartner utgörs av Almi Invest som i sin tur är uppdelad i åtta olika regioner som täcker hela Sverige. Almi Invest har idag en verksamhet som täcker de flesta branscher och har ett innehav bestående av 330 st portföljbolag, varav 65 av dessa bolag verkar i life science-branschen.

### 4.2 Industrifonden

Industrifonden är en statlig stiftelse som bildades 1979. Idag investerar man i unga och medelstora tillväxtföretag antingen i form av ägarkapital eller via lån. Industrifonden investerar i bolag som befinner sig i antingen teknologi eller life science-branschen. Industrifondens investeringar sker i bolag från hela Sverige och bolaget har idag en portfölj bestående av 59 bolag där 14 av dessa är bolag i life science-branschen.

### 4.3 NABC- Modellen

NABC: Under intervjuerna med representanter för de statliga riskkapitalbolagen lyftes NABC- modellen fram av samtliga representanter vilket utgör den första riktiga gallringen av potentiella portföljbolag. NABC- modellen utvecklades i USA av Stanford Research Institute och står för need, approach, benefit och competition. Tanken med modellen är att man ska kunna applicera den på en produkt och därmed se om den uppfyller de olika kriterier i modellen som finns beskrivna nedan.

- **Need:** Det ska finnas ett tydligt behov av produkten vilket kan innebära att den ska lösa ett problem som befintliga produkter inom ett segment inte kan lösa. Det kan utgöra en tydlig förbättring av en produkt eller en helt ny produkt.
- **Approach:** Själva utformningen av produkten eller vilket tillvägagångssätt som används för att nå en lösning av behovet. Det kan vara vilka typer av funktioner som gör att det klarar av att fylla behovet och lösa problemet som fanns. Det är de särskiljande komponenterna som skiljer den från tidigare produkter som möjliggör problemlösningen. Det kan också bestå av att produkten är billigare att tillverka än liknande produkter. Det kan vara något som kompletterar en befintlig produkt
- **Benefits:** Här beskriver man fördelar ur två perspektiv där den första är Customer Benefits, det vill säga fördelar för kunden. Fördelarna kan vara att den löser det

problem kunden har. Det kan även vara att produkten håller en högre kvalitet eller möjliggör att kunden kan på ett bekvämare sätt använda produkten. Den andra delen som finns beskriven är Company Benefits vilket visar vilka fördelar som bolaget får av sin produkt. Det kan utgöras av möjlighet till ökade intäkter eller att det finns en växande marknad samt vilket risk det finns att ta fram och leverera produkten.

- **Competition:** Är den sista delen i NABC- modellen och visar var konkurrenterna står när det gäller liknande produkter. Konkurrenter kan ha en liknande lösning men den produkten är exempelvis svårare för kunden att hantera och kräver mer tid eller den kanske kostar mer samt att konkurrentens produkt inte håller samma kvalitet.

När det kom entreprenörer med förslag om en ny investering till någon av respondenterna från något av de statliga riskkapitalbolagen framkom det under intervjuerna att modellen utgör en viktig del i deras arbete och att det är ett verktyg de använder under varje nytt investeringsförslag. Det är därför viktigt att entreprenören som söker kapital kan beskriva sitt förslag på ett så sätt att entreprenören kan uppfylla NABC- modellens kriterier. Enligt respondenterna händer det ganska ofta att entreprenörer kommer till dem med ett investeringsförslag som saknar ett tydligt behov, det vill säga need saknas. Det är därför vanligt att man från det statliga riskkapitalbolagets sida frågar entreprenören om denne har pratat med eventuella kunder. Anledningen till att man frågar det är för att tydliggöra om det finns något behov, det vill säga need. Enligt respondenterna är det ganska bra att göra på det sättet för att det eventuella kundbehovet blir lättare att utvärdera om entreprenören faktiskt kan visa på att det finns ett behov. Om entreprenören inte sen tidigare har genomfört detta sökande efter potentiella kunder är det vanligt man senare lägger mötet med entreprenören tills att denne har kontaktat eventuella kunder.

#### 4.4 Team

Något samtliga respondenter från de statliga riskkapitalbolagen lyfter som ett viktigt kriterium för ett potentiellt investeringsprojekt är teamet. Under intervjuerna har respondenterna flera gånger tryckt på teamet som något väldigt viktigt för att få ett projekt att fungera. En av respondenterna upplevde när ett projekt gått snett var det i nio av tio fall på grund av att teamet inte fungerat. Det är exempelvis inte ovanligt att en statlig representant har avstått från en investering på grund av att man ansett att teamet hos de kapitalsökande entreprenörerna har bristfällig kompetens eller brist på samarbetsvilja, trots att produkten i sig inte nödvändigtvis var dålig och till och med uppfyllde de kriterier som man har satt upp i samband med en investering. Det har även förekommit fall där samarbetet inom portföljbolagen helt kraschar och slutar med att grundarna stämmer varandra vilket är ett av exemplen på varför respondenterna tycker att teamet är så viktigt.

#### 4.5 Exit

Almi Invest är i och med sina 300- 400 portföljbolag ett av de statliga riskkapitalbolag som investerar i absolut flest bolag. Respondenterna från Almi Invest berättar att de har varit duktiga på att investera i nya bolag men att de samtidigt har varit sämre på att lämna bolag eller göra en exit. Respondenterna berättar att i en ideal investering ska portföljbolagen förbli

portföljbolag i fem till sju år men i verkligheten förblir bolagen portföljbolag i närmare tio år. Framförallt så är det investeringar i life science-branschen som tar längre tid innan man når en exit. Det har därför blivit allt viktigare för Almi Invest på senare år att se till att försöka lämna portföljbolag vilket respondenterna benämner som exit-strategi. Det har därför för Almi Invests del blivit viktigt att se till att det redan innan man investerat i en entreprenör ha ett tydligt mål om en exit ur bolaget. Det ställs därför krav på entreprenören att denne måste vara öppen för en exit och att en exit kan innebära att hela bolaget säljs vidare. Respondenterna för samtliga statliga riskkapitalbolag berättar att det inte finns några speciella mål om hur en exit ska se ut och kan därför gå ut på att bolaget antingen säljs tillbaka till entreprenören. Det kan även se ut på sådant sätt att bolaget säljs till ett annat bolag men även att det statliga riskkapitalbolaget säljer vidare sin del till ett privat riskkapitalbolag som tar över.

#### *4.6 Investeringsprocessen*

För att de statliga riskkapitalbolagen ska kunna utvärdera potentiella portföljbolag måste de först komma i kontakt med dem och det kan enligt respondenterna se ut på många olika sätt. En del entreprenörer känner sedan innan till de olika statliga riskkapitalbolagen och kontaktar dem för att se om det finns något intresse hos det statliga riskkapitalbolaget. Det händer också att entreprenören sedan innan träffat på riskkapitalisten i något annat sammanhang och det finns där någon form av en personlig kontakt dem emellan. Det är inte heller särskilt ovanligt att respondenterna får tips genom kontakter om eventuella portföljbolag. Det kan exempelvis inom Almi Invest ske på sådant vis att en annan del av Almi Företagspartner tipsar någon på Almi Invest om någon entreprenör. Men respondenternas kontakter kan också bestå av personer på andra riskkapitalbolag, affärsänglar eller andra kontakter. En av respondenterna vittnar om att det är lättare att nå entreprenörer som kommer till dem genom den akademiska världen. Det beskrivs dock som svårare att nå uppfinnare på stan, det vill säga folk som på sin privata tid hittar på nya produkter.

#### *4.7 Regionindelning*

Som finns beskrivet tidigare i kapitlet är Almi Invest indelat i åtta olika regioner vilket respondenterna från Almi Invest hade synpunkter på. En av de synpunkterna var att en av respondenterna tyckte att regionindelningen verkade hämmande på Almi Invests förmåga att nå bolag som befinner sig i tidiga faser. Anledningen till detta beror enligt den intervjuade på att de som arbetar på Almi Invest är helt låsta till regionerna vilket gör att man inte får investera i bolag som befinner sig i en annan region. Problemet med det är att enligt respondenten finns det inte tillräckligt med personal i varje region för att kunna täcka in alla olika branscher. Alla respondenter från de statliga riskkapitalbolagen vittnar nämligen om att det finns svårigheter att genomföra investeringar i bolag som verkar i branscher som respondenten saknar kunskap i. Det är svårt för en investeringsansvarig att se hur produkten uppfyller NABC- modellen om personen i fråga har relativt liten kunskap om vad det är för produkt och vad som skiljer den från befintliga produkter. Life Science-branschen är speciellt utsatt för denna typ av problem eftersom att produkter inom denna bransch är väldigt komplicerade och kräver oftast ett stort kunnande inom life science området men även ett stort kunnande i biologi är att föredra. En investeringsansvarig kan inte vara expert i alla

områden vilket gör att om man vill täcka ett stort antal branscher blir det svårt och detta försvåras ytterligare av regionindelningen i Almi Invest. Det har funnits flera tillfällen där en viss region saknar kunskap i en viss bransch och att den personen som är investeringsansvarig där känner att han eller hon inte kan tillföra något till ett eventuellt projekt. I dessa fall har det enligt respondenten varit önskvärt att kunna gå över regiongränsen för att ta en investering i den regionen.

#### **4.8 Bidrag**

Vid årsskiftet 2012/2013 slogs Innovationsbron och Almi ihop för att bilda det nya bolaget Almi Invest AB. På Innovationsbron fanns möjligheten att ge kapitalstöd till entreprenörer i form av ett bidrag på cirka tvåhundra tusen kronor vilket är en mindre summa än vad en vanlig investering brukar ligga på. Efter sammanslagningen försvann dock bidragsmöjligheten som stödform vilket enligt en respondent har bidragit till att det har blivit svårare att nå ut till bolag som befinner sig i den absolut första fasen. Detta har enligt respondenten inneburit en försämring i deras mål om att försöka nå ut till unga bolag som det privata riskkapitalet missar och har därför inneburit en försämring av statliga riskkapitalbolagens marknadskompletterande målsättning. Dessa relativt små bidrag kunde enligt respondenten göra en väldigt stor nytta i de bolagen som är väldigt små och inte har hunnit etablera sig ännu. Trots den framförda kritiken tycker inte respondenten att man bör återgå till att använda sig bidrag då det skulle kunna utgöra en konkurrens inom Almi mellan riskkapitaldelen och lånedelen av bolaget.

#### **4.9 Saminvesteringar**

Det finns oftast en önskan om att de statliga riskkapitalbolagen ska genomföra investeringar tillsammans med privata riskkapitalbolag, affärsänglar eller andra investerare. Vilket även har visat sig i form av faktiska målsättningar hos en del av de statliga riskkapitalbolagen. I en saminvesteringsprocess behöver man ha i åtanke flera intressenters intressen, det ska därför vara tydligt i kontrakten vad som gäller för investeringen. Respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen anser också att det är av stor vikt att man ser till att den privata saminvesteraren på inget sätt försöker lura entreprenören. De statliga riskkapitalbolagen arbetar oftast efter tydliga modeller samt ett utarbetat regelverk i ett försök att på så vis standardisera investeringsprocessen. Respondenterna berättar att trots dessa modeller så finns det ändå möjlighet för en viss flexibilitet vid saminvesteringar med andra investerare. Men tack vare att de statliga riskkapitalbolagen har så pass utarbetade modeller och processer är det vanligt att privata investerare exempelvis använder sig av det statliga riskkapitalbolagets due diligence- rapport istället för att göra en egen. En due diligence- rapport beskrivs som en form av företagsbesiktning vilket slutförs innan en investering genomförs. Det förekommer ibland att privata riskkapitalbolag eller investerare ändrar sig under processens gång om hur stor andel av portföljbolaget de vill ha. Respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen brukar i sådana fall backa på sin ägarandel för att göra det möjligt för den privata investeraren att på så sätt öka sin andel. Ett problem som lyfts fram kring samarbetet mellan de statliga riskkapitalbolagen och privata investerare är att i vissa saminvesteringar följer den privata investeraren bara med. Vilket menas med att de ibland saknar kompetensen som krävs i life



science-branschen. Detta får till följd att den privata investeraren bara åker snålskjuts på det statliga riskkapitalbolaget.

#### *4.10 Nätverk*

De flesta respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen beskriver att de har personer bland det privata riskkapitalet som de hellre jobbar med än andra. Oftast så är det personer som de arbetat med tidigare under andra projekt och som de har fått en relation med. Relationerna är viktiga enligt respondenterna för det bygger upp ett kontaktnät som används när man ska hitta nya projekt eller hitta saminvesterare. Då de investeringsansvariga hos de statliga riskkapitalbolagen träffar många människor i sitt arbete inom olika områden medför det att de får ett ganska stort kontaktnät. Detta kontaktnät är även viktigt för portföljbolagen vilket respondenterna från de statliga riskkapitalbolagens portföljbolag intygar under intervjuerna. En av respondenterna ansåg nämligen att kunskapen bland investerarna var det inget fel på utan det var själva erfarenheten inom just life science-branschen som det saknades hos dessa. Nätverksaspekten får nog därför anses vara extra viktigt bland mindre life science-bolag. Genom den investeringsansvarige kan portföljbolagen få kontakt med personer inom samma bransch eller andra branscher som kan vara relevant till den bransch där portföljbolaget verkar i. För att förenkla förmedlingen av kontaktnäten anordnar de statliga riskkapitalbolagen speciella evenemangsdagar där portföljbolagen kan delta. Under dessa evenemang finns goda möjligheter för portföljbolagen att knyta kontakter.

#### *4.11 Tidsaspekten*

Respondenterna på portföljbolagen berättar att de uppfattar de statliga riskkapitalbolagen som mer tålmodiga i sitt ägande än vad privata riskkapitalbolag är. Enligt respondenterna från portföljbolagen är de statliga riskkapitalbolagen ganska nöjda så länge det finns en hyfsat bra progression i portföljbolagens arbete. Det ser de intervjuade portföljbolagen som en fördel med de statliga riskkapitalbolagen jämfört med privata aktörer. Två av respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen berättar under intervjuerna att projekt inom life science-branschen kan i vissa fall kräva ganska mycket tid. Detta beror på att det oftast krävs väldigt djupgående tester på produkter som exempelvis mediciner eller sjukhusmaskiner. Det kan i vissa fall ta upp till tio år innan en produkt har rört sig från start tills den kan användas, detta gör att en investerare behöver ha en viss grad av tålmod för att det ska vara intressant att stödja projektet i en tidig fas. En respondent för ett portföljbolag anger att investerare från huvudsakligen privata fonder visserligen besitter kunskap inom branschen man ska satsa i, dock har dessa egentligen ingen verklig erfarenhet inom exempelvis den komplexa och kunskapsintensiva life science-branschen vilket gör att dessa investerare inte sedan är redo för dessa portföljbolags långsamma utveckling. En annan respondent från ett annat portföljbolag uppfattar att deras ägarbolag Fouriertransform har en tålmodig investeringsstrategi gentemot dem. Portföljbolaget tycker att detta skiljer sig mycket från privata riskkapitalbolag där det finns större krav på att det ska gå relativt snabbt framåt. Representanterna från de statliga riskkapitalbolagen berättar att de ogärna försätter portföljbolag i konkurs om de verkligen inte måste. Det är enligt dem mycket vanligare att privata riskkapitalbolag försätter sina portföljbolag i konkurs för att det vid det tillfället vad de tycker passar bäst för riskkapitalbolaget. Det går enligt två av respondenterna att säga att portföljbolag med sin verksamhet i life science-branschen förblir ett portföljbolag under en längre tid än portföljbolag som verkar i andra branscher. Detta på grund av att life science-branschen

präglas av stor komplexitet i både produkterna och regler kring produkterna. Det krävs exempelvis oftast att man genomför kliniska prövningar innan produkten kan skickas ut i marknaden. Detta gör att tiden ganska oftast skenar iväg som en av respondenterna beskrev det som.

#### *4.12 Bolag i uppstartsfasen*

Förmågan hos de statliga riskkapitalbolagen att nå de bolag som befinner sig i den allra tidigaste fasen råder det delade meningar om. Respondenten från Industrifonden anser att de är mycket bra på att nå ut till bolag i den som befinner sig i den tidiga fasen. Samtidigt tycker respondenterna från Almi att det finns förbättringar inom området men det som verkligen väcker funderingar är att det råder delade meningar när det gäller de har blivit bättre eller sämre på att nå bolag som befinner sig i de allra tidigaste faserna. Det finns särskilda problem i life science-branschen där det som tidigare sagts ibland saknas rätt kompetens hos de statliga riskkapitalbolagen i vissa regioner. Detta försvårar möjligheten att nå framförallt de unga bolag som inte sedan tidigare tagit fram och sålt någon produkt. Den investeringsansvarige som saknar kompetens i life science-branschen får det då ganska svårt att se potentialen i ett projekt.

Perspektivet hos portföljbolagen uttrycks av en respondent där denne nämner att han uppfattar att det är lättare att hitta tillväxtbolag i storstadsområdena än i mindre orter. Därför anser respondenten att verksamheten hos de statliga riskkapitalbolagen är för beroende av regionalpolitik där satsningar sker utifrån tillväxtambitioner i olika regioner som nödvändigtvis inte har de mest lämpliga bolagen i behov av investering. Det sker med andra ord inte en verklig politik med målet att investera i just unga tillväxtföretag där de verkligen finns. Om staten istället undvek att präglas av de decentraliserade geografiska investeringarna och istället satsade på tillväxtbolag där de verkligen finns hade de statliga riskkapitalbolagens verksamhet kunnat förbättras, anger denna respondent. Vidare anser denne också att just med tanke på att det är hårdare konkurrens i exempelvis Stockholm jämfört med andra orter är bolagen också i större behov kapital här vilket i nuläget inte lokaliseras i de mest nödvändiga orterna, enligt respondenten.

## 5. Analys

*I detta avsnitt ska det som har framkommit utifrån intervjuerna analyseras med hjälp av det teoretiska underlaget som har presenterats sedan tidigare. Det empiriska materialet ska kopplas till teorin under respektive rubrik som följer.*

### 5.1 Hantering av informationsasymmetri och agentkostnader

NABC-modellen som har erhållits kan med återkoppling till del kapitel 2.1 och 2.2.1 sägas är ett exempel på ett verktyg som kan bryta den eventuella informationsasymmetri som råder när man ska investera i ett nystartat bolag utan någon lång bakgrund på marknaden. Den kan också sänka eventuella agentkostnader då modellen bidrar före investeringen till att entreprenören får incitament att presentera sitt bolag utförligare. Entreprenören måste exempelvis förklara de behov som finns av produkten och särskilt på hur man planerar att gå tillväga med att uppfylla dessa behov, den senare utgör approach-delen i NABC-modellen. Detta anses bidra till skapandet av kongruens kring målen i samarbetet mellan entreprenör och riskkapitalbolaget redan före en investering. Parterna kan på detta vis lära känna varandra bättre där entreprenören med det blivande portföljbolaget får information om vilka krav som ställs på en och investeraren nu därmed vet hur ledningen i portföljbolaget avser att arbeta för att uppnå de mål man har satt upp gemensamt.

Modellens tyngdpunkt ligger dock mer hos själva produkten och hur den förhåller sig till marknads olika aspekter, det behöver därmed inte innebära att riskkapitalbolaget får all nödvändig information om det potentiella portföljbolaget i sig. Därför kan man antyda att den Due Diligence-process som statliga riskkapitalbolag använder sig av inför en investering förväntas ge en mer bredare bild av investeringsobjektet med fokus på själva företaget. På detta vis kan riskkapitalbolagen kalkylera de risker som ett investeringsobjekt kan medföra. I exempelvis fallet med Almi Invest anger en respondent i studien att deras modell över företagsbesiktning som man applicerar i samband med en investering nu något som fler aktörer med däribland privata riskkapitalbolag har börjat anamma. I och med att de statliga aktörerna lägger mycket fokus på att undersöka det potentiella portföljbolagets bakgrund utifrån ens standardiserade verktyg uppstår frågan om hur mycket nytta dessa tidsfördrivande processer bidrar med. Intrycket man får dock är att det ger en antydning om att de statliga riskkapitalbolagens arbetssätt och struktur karaktäriseras i större grad av riskaversion jämfört med de privata. Det kan dock också innebära att man utifrån egna erfarenheter inte alltid har kunnat hitta det mest lämpliga företaget med den mest lämpliga produkten och att man nu därför lägger mycket tid på analyser före själva investeringen vilket kan på så vis minska informationsasymmetrin.

Dessa modeller och den utvärderingsprocess som potentiella portföljbolag får utstå visar att de statliga riskkapitalbolagen är fullt medvetna om de risker kring informationsasymmetri och agentkostnader som förekommer i samband med investering i unga bolag. Det tidsfördrivande arbetet som följer med att professionalisera dessa bolag kan vara en anledning till varför de privata aktörerna undgått att investera i dessa unga bolag. Det tyder på att de statliga aktörerna åtminstone antas vara mer välvillig inställda till dessa bolag just med tanke på de omfattande verktyg man implementerat i själva utvärderingsperioden i form av NABC-modellen och ens Due Diligence-process. Det faktum att mycket fokus läggs på medarbetarna i investeringsobjektet, det vill säga teamet, visar också att de statliga bolagen är medvetna om

att det finns risk för misskötsel av pengarna från ledningens sida vid en investering vilket agentteorin sedan tidigare just behandlar.

Det har också framkommit i intervjuerna att de statliga riskkapitalbolagen arbetar med att dela med sig sina kunskaper om marknaden med portföljbolagen. Exempelvis är arbetet med att knyta kontakter och utnyttja ens nätverk något som man gärna delar med sig av under innehavet. Detta kan relateras till teorin också i delkapitlet 2.1 om principalens aktiva ägarroll och arbetet med professionalisering som i detta fall uttrycks i form av kompetensutveckling i de unga bolagen man investerat i.

Kompetensutveckling som ett exempel i life science-bolag får nog anses nämligen inte vara en huvudfokus bland de statliga riskkapitalbolagen. Orsaken är, som det sedan tidigare nämnts, till att börja med att investeraren besitter inte oftast nödvändigtvis ett högt kunnande om branschen och marknaden för life science produkter. Principalens aktiva ägarroll uttrycks istället exempelvis av att knyta kontakter och skapa ett ännu bredare nätverk åt portföljbolag inom life science-branschen. De mindre svenska life science-bolagen idag karaktäriseras nämligen redan av hög kompetens hos medarbetarna. Detta kan ge visst gehör till teorin om informationsasymmetri som råder mellan investerare och entreprenör i delkapitel 2.1 då entreprenörer inom life science besitter redan den nödvändiga kunskapen om branschen. Om man därtill har i åtanke att de små life science-bolagen också har samarbeten med större bolag kring forskning och produktutveckling kan man anta att kompetensaspekten är tämligen irrelevant i sammanhanget. Det mer relevanta i sammanhanget däremot är den finansiella aspekten vilket får anses ha en viktigare roll ur ett utvecklingsperspektiv i de mindre och medelstora svenska life science-bolagen idag.

Det verkar inte heller ställas några viktiga krav för den privata investeraren om denne vill genomföra en saminvestering med statligt kapital. Med hänvisning till teorin i 2.2.1 sker det således inget särskilt strukturellt arbete för att locka privat kapital till life science-bolagen. Istället är deras brist på kompetens om branschen och medvetenhet kring oförmågan på en snabb avkastning en faktor som gör att de privata aktörerna verkar oftast vara oengagerade vid en saminvestering och istället åker snålskjuts på det statliga kapitalet.

## *5.2 Kriterier för en investering*

I figur 6 under del kapitel 2.2.4 beskrivs en tidigare studie där man har undersökt vilka kriterier som anses vara viktiga vid en investering. Det syns efter intervjuerna ganska tydligt att de statliga riskkapitalbolagen delar många av de kriterierna som tas upp där men det är framförallt följande kriterier som det har talats mest om:

- **Teamet:** Teamet har genomgående beskrivits vara ett av fundamentalt kriterium vid en nyinvestering
- **Produkten:** Som beskrivet tidigare utgör NABC- modellen kriterierna som täcker produkten och utgör dessutom en av de viktigare kriterium
- **Marknad:** Ett viktigt kriterium som täcks av NABC- modellen

Teamet har under studiens gång upprepats flera gånger av representanterna från de statliga riskkapitalbolagen som någon som är väldigt viktigt för den investeringsansvarige. Detta

beror på att det krävs ett bra team för att kunna driva igenom ett projekt från start till slut det finns alltid människor bakom en produkt eller ett företag. Det är ofta en lång och tidskrävande process att gå från en idé till en färdig produkt vilket kräver personer som är dedikerade till sitt arbete. Respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen har under intervjuerna sagt att när något går fel i ett bolag är det sällan produkten eller pengarna som är problemet, utan det är teamet. Det kan vara så att personerna inom ett projekt drar åt olika håll för att de har olika agendor vilket gör att bolaget kan förlora nyckelpersoner som är av stor vikt för projektet. Under kapitel 2 beskrivs SEC- modellen som visar osäkerheten i olika variabler vid olika tidsfaser i ett projekt. Till följd av den empirin som samlats in kan följande utvinnas med hjälp av SEC- modellen:

- NABC- modellen är det första gallringen som genomförs inför ett eventuellt projekt. I den modellen finns som tidigare beskrivet variabler som berör produkten och marknaden. Marknadsvariabeln inkluderar kunderna till en eventuell produkt vilket är en variabel som initialt inte är särskilt osäkert för att de statliga riskkapitalbolagen uppmanar entreprenören att prata med potentiella kunder innan projekten. Detta medför att det går att visa att det finns en efterfråga av den produkten som det eventuella portföljbolaget håller på att utveckla
- En variabel som tvärtemot har en hög osäkerhet initialt är teamet. Det finns inga direkta verktyg som de statliga riskkapitalbolagen kan använda för att se om ett team kommer att prestera bra i ett portföljbolag. Respondenterna beskriver det som att de ofta får lita på sin magkänsla och erfarenhet när de ska värdera hur bra teamet kommer att fungera. Osäkerheten i denna variabel fortsätter att finnas genom hela tiden av ett portföljinnehav och försvinner aldrig helt. Även i projekt som pågått under en längre tid har det funnits fall där teamet har slitits isär eller där teamet helt enkelt inte kommer längre utan fastnar.

I studien beskrivs det att det finns en del kriterium som är viktigare än andra beroende på vilken bransch bolaget verkade i. Respondenterna för de statliga riskkapitalbolagen berättade dock att de inte såg vissa kriterier som mer viktiga i vissa branscher än andra. Detta skiljer sig alltså från Kollmann och Kuckertzs studie. Men eftersom att respondenterna berättar att de i huvudsak investerar i branscher som är ganska kunskapsintensiva kan det vara så att kriterierna de lägger vikt vid är generella för de kunskapsintensiva branscherna och framförallt life science-branschen. Huruvida kriterierna skiljer sig ifrån de som kan beskrivas som mindre kunskapsintensiva branscher kan denna studie dock inte svara på.

### *5.3 Portföljbolagets tidslängd och värdeökande komponenter*

Spridning av strukturkapitalet som en del respondenter benämner det som är viktigt om kompetensen i portföljbolaget ska utökas och breddas. Det visar sig dock så småningom att trots all daglig arbete går det inte alltid som man önskat sig. Det uttrycks exempelvis i de långa innehav av portföljbolagen där tidpunkten för en exit överstiger med ett par år mer än vad man tänkt sig. Ett längre innehav behöver sedan inte nödvändigtvis innebära att investeringen är en misslyckad sådan, tvärtom signalerar det på att de statliga riskkapitalbolagen är mer seriösa än sina privata jämlingar då fokus inte enbart är på en avyttring om ett specifikt antal år, oavsett hur det går för portföljbolaget. Istället är man medvetna om att stödet man bidragit med inte är tillräckligt för att portföljbolaget skall

överleva i andra ägandeformer och att innehavstiden därför behöver förlängas. Detta kan också samtidigt vara ett tydligt exempel på de statliga aktörernas ineffektivitet i sina investeringar där arbetet fokuseras allt för mycket på just ett innehav och resurser undgår därmed och riktas inte till nya potentiella bolag som är i akut behov av stöd.

I fallet med saminvesteringar med privata riskkapitalbolag och vilken effekt det har på innehavstiden är svaret i intervjuerna att Almi Invest och Fouriertransform inte sätter den finansiella aspekten i första hand till skillnad från sina privata kompanjoner, som oftast har en förutbestämd siffra man vill uppnå om specifikt antal år. Detta kan ge visst gehör till teorin sedan tidigare i del kapitel 2.2.2 att vid investeringar med hybridfonder där statligt kapital överstiger privat kapital tenderar innehavstiden av portföljbolaget att förlängas. Även om det till exempel diskuteras om ens optimala tillfälle för när en exit ska ske inför en saminvestering verkar inte de statliga bolagen lika fixerade vid en finansiell avkastning lika mycket som sina privata jämlingar. Man har inte ett specifikt avkastningskrav under varje år. Vid hybridfonder som källa för en investering kan det därför antas att statliga bolag framstår som mer tålmodiga i sina innehav med fokus på att göra en bra exit. Därför borde med den logiken en privat aktör inte kunna förhastat avyttringen av portföljbolaget om den statliga partnern anser att man just vid det tillfället inte skulle göra en vinst med en sådan tidig exit.

Den värdeökande komponenten karaktäriseras i empirin främst i form av nätverksarbete i portföljbolagen från de statliga riskkapitalbolagens sida. Nätverksarbetet går i huvudsak på att knyta kontakter och hjälpa de unga portföljbolagen med att få fäste på marknaden. I förhållande till teorin i del kapitel 2.2.3 kan arbetet med nätverk omfatta ett brett spektrum av de värdeskapande aktiviteter som tas upp i det nämnda del kapitlet. Nätverksarbetet kan i detta fall huvudsakligen resultera i positiva effekter när det kommer till att professionalisera det unga bolaget. Indirekt kan dock nätverksarbetet också ha positiva effekter på de andra värdeskapande komponenterna. I och med att nya kontakter knyts kan dessa så småningom bidra med rådgivning och samarbete som kan ha positiva effekter på de finansiella, administrativa, strategiska samt marknadsföringsaktiviteten i bolaget.

Variablerna som påverkar hur väl riskkapitalbolag kan bidra med dessa värdeökande aktiviteter återfinns även det i den erhållna empirin. Exempelvis är Almi Invests indelning i olika regioner ett problem som resulterar i att medarbetare med kompetens inom olika branscher nödvändigtvis inte arbetar med bolag inom de branscher man bäst kan. Bolag kan alltså inte få hjälp av en investerare som är bäst insatt i området och har den rätta bakgrunden med rätt utbildning. Det innebär med andra ord att humankapitalet riskerar att påverkas negativt vilket i sin tur kan påverka förmågan att bidra med värdeökande aktiviteter till dessa unga bolag enligt modellen i 2.2.3.

Att de statliga riskkapitalbolagen har en delad bild av hur pass bra de når bolag som befinner sig i de tidigaste faserna kan bero på att de arbetar på olika statliga riskkapitalbolag. Det kan vara så att sättet de arbetar på skiljer sig åt eller hur deras tidigare erfarenheter är i det området. Bolaget Almi Invest är inriktat på väldigt många olika typer av branscher vilket gör att det kan finnas variationer i hur pass bra de når bolag i olika branscher. Det har framkommit under intervjuerna att regionindelningen som Almi Invest arbetar under har varit negativt för bolagets förmåga att nå de eventuella portföljbolag som befinner sig i de allra tidigaste faserna. Kompetensen som finns inom bolaget delas upp mellan regionerna vilket medför att det saknas kompetens inom vissa branscher i vissa regioner. Respondenten från Industrifonden tyckte att de var duktiga på att nå de bolag som befinner sig i de tidigaste faserna. Detta kan bero på att Industrifonden i huvudsakligen investerar i två affärsområden

vilka är teknologibranschen och Life Science-branschen. Trots att dessa båda branscher är ganska breda områden blir det ändå färre än vad Almi Invest investerar i vilket med stor sannolikhet medför att Industrifonden inte behöver ha anställda med lika bred kompetens i lika många branscher. Branschkompetens har lyfts fram av respondenterna som en viktig del i arbetet det går därför att anta att det är lättare att besitta kompetens i ett fåtal branscher än att besitta kompetens i många branscher. Life Science-branschen lyfts fram som en av de svårare branscherna att verka i då den är väldigt kompetenskrävande både för entreprenören som för den investeringsansvarige. Industrifonden är heller inte uppdelat i regioner vilket också kan ha medför att de anser att de har varit bra på att nå bolag som befinner sig i de tidigaste faserna. Detta eftersom att regionuppdelningsproblemet som finns hos Almi Invest inte finns hos Industrifonden.

## 6. Diskussion

### 6.1 Kritik mot studien

Studien avser att ge en inblick i hur de statliga riskkapitalbolagen genomför sitt arbete med att förse bolag som befinner sig i en tidig fas med kapital. Studien avser även att visa om och i sådana fall vilka värdeökande komponenter som används för att höja värdet i ett portföljbolag. Det går att diskutera huruvida resultatet går att applicera på hela populationen av statliga riskkapitalbolag då alla bolag inte finns representerade i undersökningen. Det samma gäller för portföljbolagen där det finns ett väldigt stort antal portföljbolag till de statliga riskkapitalbolagen men det finns inte respondenter för samtliga. Detta medför att det finns en risk huruvida verkligheten ser ut enligt personerna på de statliga riskkapitalbolagen eller deras portföljbolag som inte deltagit i studien. Samarbetet mellan statliga riskkapitalbolag och privata riskkapitalbolag ses i undersökningen endast från de statliga riskkapitalbolagens sida. Detta kan medföra att det är en ensidig bild av saminvesteringsförhållandet mellan de statliga- och privata riskkapitalbolagen. Denna studie saknar även förmåga att visa på hur pass effektiva de statliga riskkapitalbolagen är i sitt arbete med att förse portföljbolag med värdeökande komponenter. Det beror på att studien inte kan visa om de värdeökande komponenterna faktiskt har en värdeökande effekt på portföljbolaget. Studien har under undersökningens gång tenderat till att vara riktad på investeringar som sker på bolag i life science- branschen samt teknikbranschen. Detta medför att det saknas en bild av hur investeringar ser ut och vilken problematik som finns i andra branscher något som kan innebära att det finns en problematik i generaliserbarheten när det kommer till investeringar i bolag som befinner sig i andra branscher.

### 6.2 Implikationer

Den genomförda studien har haft sitt utgångsläge att klargöra hur investeringsprocesserna ser ut i de statliga riskkapitalbolagen samt att se till hur väl deras mål från staten uppnås. Det har genom studiens gång visat sig att den empiri som har insamlats stämmer ganska bra överens med de artiklar som finns beskrivna i kapitel två. Det fanns sedan tidigare en bild av statligt riskkapital som mer långvariga och tålmodiga i sina investeringar vilket dessutom bekräftas i denna studie. Det har även visat sig att de statliga riskkapitalbolagen ser till vissa specifika kriterier inför en investering och att även dessa stämmer ganska bra överens med tidigare forskning. Vikten av personer framkommer väldigt tydligt under studiens gång det talas hela tiden om vikten av teamet bakom projektet samt om hur viktiga kontaktnät är för både portföljbolag och statliga riskkapitalbolag.

### 6.3 Rekommendationer till framtida arbeten

Som det tidigare har tagits upp i kritikdiskussionen saknas det en bild av hur de privata riskkapitalbolagen arbetar och hur deras syn på samarbete med statliga riskkapitalbolag ser ut. Det kan därför vara intressant att göra liknande intervjuer av representanter från de privata riskkapitalbolagen samt höra vad deras portföljbolag tycker om sin ägare. Det finns även ett intressant spår att gå när det gäller portföljbolag som har erfarenhet av att vara portföljbolag



till både ett statligt och ett privat riskkapitalbolag. Det skulle eventuellt då vara möjligt att konkret se hur de statliga riskkapitalbolagen och de privata riskkapitalbolagens arbete med portföljbolagen kan skilja sig eller inte.

Det kan även vara en intressant ingångsvinkel att se hur pass många portföljbolag till de statliga riskkapitalbolagen som befinner sig i de tidigaste faserna för att sedan jämföra det med hur många portföljbolag som de har totalt. Då skulle man få en bättre inblick i hur pass bra de är på att uppnå målet om att verka marknadskompletterande.

## 7. Slutsats

Efter genomförd studie går det att dra följande slutsatser om de statliga riskkapitalbolagen:

- Det absolut viktigaste kriteriet inför en investering oavsett bransch i ett portföljbolag är hur bolagets team ser ut. Det krävs att det är engagerade personer som brinner för det dem gör för att projektet ska lyckas. Men det utgör samtidigt det kriterium som är svårast att mäta och det är förknippat med stor osäkerhet genom hela innehavsperioden av portföljbolaget. Det saknas dessutom verktyg för att mäta hur bra ett team är inför en investering.
- De statliga riskkapitalbolagen investerar bara med vad de kallar intelligent kapital. Det innebär att det aldrig är så att en investering endast består av pengar utan består även av management support i form av styrelsearbete, portföljbolagen får tillgång till det nätverket med kontakter som de statliga riskkapitalbolagen har.
- NABC- modellen är det verktyg som gallrar bort de allra flesta av de eventuella portföljbolagen. Och de statliga riskkapitalbolagen lägger stor vikt på att entreprenören är väl förankrad i kundens problem och att det därför finns en efterfrågan på produkten.
- Det råder delade meningar bland respondenterna från de statliga riskkapitalbolagen om hur bra de är på att verka marknadskompletterande genom att investera i de bolag som befinner sig i de absolut tidigaste faserna.
- De statliga riskkapitalbolagen har en mer tålmodig investeringsstrategi än vad privata aktörer har vilket visar sig genom att de ogärna försätter portföljbolag i konkurs och att portföljbolagen förblir en del av de statliga riskkapitalbolagens innehav under en relativ lång tid.
- Det finns särskilda svårigheter med investeringar i life science-branschen som beror på kompetensproblem, stora kostnader och att branschen är väldigt tidskrävande

# Källförteckning

## Tryckta källor:

Landström,Hans. Småföretaget och kapitalet. Stockholm:SNS Förlag,2003

Landström,Hans (redaktör). Handbook of Research on Venture Capital. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2007

Bryman,Alan och Bell,Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber, 2005

Bryman,Alan och Bell,Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*.2:a upplagan. Stockholm: Liber, 2013

Dalen,Monica. *Intervju som metod*. Andra upplagan. Oslo:Universitetsförlaget, 2011

Riksrevisionens rapport i tryckt format. Riksrevisionen granskar: Offentliga finanser. Statens insatser för riskkapitalförsörjning– i senaste laget.2014

Boolsen, Merete Watt. *Kvalitativa analyser*. Första upplagan. Köpenhamn:Hans Reitzels forlag, 2011

## Elektroniska källor:

Entreprenörskapsforum. Nordisk riskkapitalfond löser företagens kapitalförsörjning?!.<http://entreprenorskapsforum.se/aktiviteter/genomforda-aktiviteter/nordisk-riskkapitalfond-loser-foretagens-kapitalforsorjning/>, Hämtad 2015-11-19

SVCA. Riskkapitalstatistik 2013:Venture Capital-Investeringar i svenska portföljbolag, [http://www.svca.se/wp-content/uploads/2014/12/statistik\\_2014\\_05\\_Riskkapitalstatistik-2013-Venture-Capital.pdf](http://www.svca.se/wp-content/uploads/2014/12/statistik_2014_05_Riskkapitalstatistik-2013-Venture-Capital.pdf), Hämtad 2015-11-23

Riksrevisionen. Riksrevisionen granskar: Offentliga finanser. Statens insatser för riskkapitalförsörjning– i senaste laget.2014

[http://www.riksrevisionen.se/PageFiles/18786/RiR\\_14\\_1\\_Riskkapitalf%c3%b6rs%c3%b6rjning\\_Anpassad.pdf](http://www.riksrevisionen.se/PageFiles/18786/RiR_14_1_Riskkapitalf%c3%b6rs%c3%b6rjning_Anpassad.pdf), Hämtad 2015-10-02

Fouriertransformens hemsida. En aktiv ägare som bidrar till tillväxt.

<http://www.fouriertransform.se/Om-Fouriertransform/Vart-uppdrag/>, Hämtad 2015-12-07

Regeringen. Inlandsinnovation AB (Inlandsinnovation).

<http://www.regeringen.se/myndigheter-med-flera/inlandsinnovation-ab-inlandsinnovation/>, Hämtad 2015-11-12

Doktorsavhandling av Anders Isaksson.Studies on the venture capital process. Umeå Universitet, 2006. <http://umu.diva-portal.org/smash/get/diva2:144734/FULLTEXT01.pdf>, Hämtad 2015-11-19

Byttner, Karl-Johan. Så kammar du hem statliga riskkapitalpengar. Veckans Affärer. 2015-03-11. <http://www.va.se/nyheter/2015/03/10/sa-kammar-du-hem-statliga-riskkapitalpengar/>, Hämtad 2015-12-30

Engblom, Hans. Det statliga lapptäcket hämmar svenska innovationer. Veckans Affärer. 2015-05-29. <http://www.va.se/nyheter/2015/05/29/det-statliga-lapptacket-hammar-svensk-innovation/>, Hämtad 2015-12-30

Sweden Bio. En innovativ bransch som gör människor friskare. <http://swedenbio.se/om-life-science/>. Hämtad 2016-01-15

Kommerskollegium. Sveriges utrikeshandel med varor och tjänster samt direktinvesteringar-utrikeshandeln för kvartal 1-3 2015. <http://www.kommers.se/verksamhetsomraden/Utrikeshandel/Handelsutveckling-och-statistik/Kvartalsrapporter/>. Hämtad 2016-01-19

Olausson, Erik. Life science tjänar minst på kluster. Life Science Sweden. 2015-04-13. <http://www.lifesciencesweden.se/jobb-karriar/life-science-tjanar-minst-pa-kluster/>. Hämtad 2016-01-15

Lindbom Sierakowiak, Erika. Vill ha skräddarsytt riskkapital. Life Science Sweden. 2015-05-07. <http://www.lifesciencesweden.se/jobb-karriar/vill-ha-skraddarsytt-riskkapital/>. Hämtad 2016-01-15

Sweden Bio. Översynen av det statliga riskkapitalet- förslag för att ge life science växtkraft. 2015-05-06. <http://swedenbio.se/wp-content/uploads/2015/06/SwedenBIOs-f%C3%B6rslag-f%C3%B6r-att-ge-life-science-v%C3%A4xtkraft-via-det-statliga-riskkapitalet.pdf>. Hämtad 2016-01-19

Lerner, Josh, *When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes*. 2002. The Economic Journal, vol 112, no. 477

Buzzacchi Luigi, Scelleto Giuseppe, Ughetto Elisa. *The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds*. 2013. Journal of Banking & Finance, vol 37, no. 3

Luukkonen Terttu, Deschryvere Matthias, Bertoni Fabio. *The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds*. 2013.

Technovation, vol 33, no. 4-5

Kollmann Tobias, Kuckertz Andreas. *Evaluation Uncertainty of Venture Capitalists' Investment Criteria*. 2010. Journal of Business Research, vol 63, no. 7

## Bilagor

### *Intervjuguide - statliga riskkapitalbolag:*

*Berätta lite om din bakgrund i branschen*

*Berätta lite om din roll i bolaget*

*Vilka branscher investerar ni i?*

*Vilka kriterier är viktigast för er när ni ska genomföra en investering?*

*Vilka delar/kriterier inför ett investeringsbeslut ser ni som lättare eller svårare att utvärdera?  
Exempelvis personligheten, erfarenheten, produkten, marknaden, finansiella etc.*

*Finns det branschspecifika kriterier för en investering som väger tyngre än andra?*

*Exempelvis om innovationen i en produkt väger tyngst i en bransch och kompetensen hos  
entreprenören i en annan?*

*Hur ser en generell investeringsprocess ut i ert bolag?*

*Följdfråga: Skiljer sig denna process åt jämfört med de saminvesteringar man gör med  
privata riskkapitalbolag?*

*Lägger ni vikt på särskilda värdeskapande komponenter mer än andra?*

*Förekommer det något arbete vad gäller specifika komponenter utöver pengatillförsel,  
exempelvis managementsupport bl.a.*

*Hur tycker du att ni lyckas med att nå bolag som befinner sig i uppstartsfasen?*

*Följdfråga: Finns det några förbättringar som ni eller staten skulle kunna göra för att  
nå ut till fler bolag som befinner sig i uppstartfasen?*

*Hur arbetar ni konkret med att professionalisera ledningen i portföljbolaget och deras  
dagliga arbete/beslutsfattande, förekommer det några specifika åtgärder för att effektivisera  
deras bidrag till värdeskapande i bolaget?*

*Hur ser ni på saminvesteringar med privata riskkapitalbolag, anser ni att det finns särskilda för- och nackdelar som kan gynna/missgynna en framgångsrik investering genom detta samarbete?*

***Intervjuguide - portföljbolag:***

*Berätta lite om dig själv och din roll i bolaget*

*Berätta lite om bolaget och er bakgrund, hur länge har ni funnits och vad är det för verksamhet ni driver?*

*Hur gick ni tillväga när ni sökte finansiering från ett statligt riskkapitalbolag?*

*Hade ni sökt finansiering från andra riskkapitalbolag före det?*

*Följdfråga: Var det i sådana fall en statlig eller en privat aktör?*

*(Eventuellt, beroende svaret på frågan innan)*

*Varför valde ni just ett statligt alternativ för finansiering och inte ett privat sådant?*

*Vilket år skedde den initiala investeringen/hur länge har ni varit portföljbolag till det statliga riskkapitalbolaget?*

*Vilken fas skulle du säga att ni befann er i när det statliga riskkapitalbolaget investerade i ert bolag?*

*Hur presenterade ni er verksamhet för det statliga bolaget och andra investerare (exempelvis det behov som fanns för era produkter på marknaden, dess fördelar i förhållande till konkurrenternas produkter etc.)?*

*Vilka kriterier ställde det statliga bolaget på er inför själva investeringen (t.ex. en viss omsättning inom x antal år)?*

*Kände du att dessa kriterier var realistiska och uppnåeliga?*

*Anser du att ert dagliga arbete och målsättning har förändrats efter det statliga bolagets investering (professionalisering med styrelsearbetet, avkastningskrav etc.)?*

*Anser du att finansiering från statliga aktörer är mer seriöst, d.v.s. mer utvecklande av er verksamhet än de privata? (ifall bolaget har erfarenhet med privata riskkapitalbolag)*

*Hur ser era planer ut på en eventuell exit i framtiden, hur ser ett önskvärt scenario ut för er?*

*Anser du att det finns något som statliga riskkapitalbolag kan göra bättre och nå ut till fler unga bolag inom er bransch?*

### **Frågor via mail till de statliga riskkapitalbolagen (Magnus Engevik och Allan Asp)**

*Har bolag i life-science branschen ett större behov av statligt riskkapital än bolag i andra branscher?*

*Finns det specifika svårigheter i utvärderingen vid en investering i ett life-science bolag jämfört med andra branscher (i exempelvis NABC-modellen eller andra investeringskriterier)?*

*Hur skiljer sig arbetet med de värdeökande komponenterna i ett life science-bolag jämfört med andra branscher under ett innehav (är det mer utmanande med tanke på tiden det tar för dessa bolag att framställa nya produkter t.ex.)?*

*Sker det något specifikt arbete med att locka privat riskkapital till life science-branschen, d.v.s. främjande av saminvesteringar i dessa bolag?*

*Varar innehav i bolag från life-science branschen längre tid än portföljbolag som verkar i andra branscher?*

- *och, finns det någon skillnad i längden av innehavet om det sker en saminvestering med privata riskkapitalbolag?*