Södertörns högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi
Kandidatuppsats 10 poäng
Tema: Entreprenörskap
Handledare: Besrat Tesfaye och Karl Gratzer
Höstterminen 2005

Affärsänglars riskhantering

– Risk och osäkerhet i samband med företagsinvesteringar

Författare:
Åsa Lewenhagen
Micael Pyke

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till alla de personer som under uppsatsarbetets gång har bidragit med kunskap och information. Ett tack till Marcus Zackrisson på ITPS, Göran Stålberg på Almi Företagspartner, Birgitta Österberg och Karin Östberg på Nutek samt Maria Nilsson på Svenska Riskkapitalföreningen, för att ni tog er tid att träffa oss inför vår förundersökning.

Vi vill även sända ett speciellt tack till de affärsänglar som bidragit med den empiri som återfinns i uppsatsen. Utan er medverkan hade vi inte haft möjlighet att färdigställa denna uppsats.

Ett tack till våra handledare för all den vägledning vi erhållit under arbetets gång och till våra opponenter för er kritiska synvinkel.

Slutligen vill vi avsluta med ett tänkvärt citat:

”*Motgången är snillets barnmorska*” (Napoleon Bonaparte).

.....	.....
Åsa Lewenhagen	Micael Pyke

Sammanfattning

Affärsänglar är inget nytt fenomen på dagens globala marknad. Enda sedan Columbus tid har affärsänglar investerat kapital i företag och stöttat nya idéer. Idag har begreppet affärsänglar fått en mer framträdande roll i vårt alltmer komplexa samhälle, vilket tyder på att politiker och företagare har fått en större förståelse för affärsänglarnas betydelse för företagstillväxt och företagsutveckling. Affärsänglarnas verksamhet är emellertid fortfarande relativt outforskat. Affärsänglar definieras som privatpersoner vilka investerar eget kapital i form av kunskap och pengar i företag genom ett aktivt eller passivt deltagande. Området kring hur affärsänglar hanterar risk och osäkerhet i samband med företagsinvestering har inte tidigare belysts tillräckligt, varför det kom att bli uppsatsens syfte.

För att besvara syftet genomfördes fallstudier där tre affärsänglar intervjuades via personliga möten. De tre affärsänglarna representerade olika kategorier av affärsänglar och gav oss möjligheten att urskilja likheter och skillnader. Som grund har vi använt oss av teorier och tidigare forskning för att få en bättre helhetsbild av affärsänglarnas risk och osäkerhetshantering.

Det framkom att riskbenägenheten varierar och att de affärsänglar som är mer riskbenägna än andra accepterar det på grund av möjligheten att erhålla större avkastning. Genom en omfattande *due diligence* har affärsängeln större möjlighet att bättre hantera risk och osäkerhet. Det framkom även att informella och formella nätverk har en avgörande roll i riskhanteringsprocessen och att ett aktivt engagemang minskar den upplevda osäkerheten i samband med företagsinvesteringar.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING 7

1.1 PROBLEMBAKGRUND 7
1.2 PROBLEMFORMULERING 8
1.3 SYFTE 9
1.4 UNDERSÖKNINGSFRÅGOR 9
1.5 AVGRÄNSNING 9
1.6 BEGREPPSFÖRKLARING 9

2. METOD 11

2.1 VAL AV ÄMNE 11
2.2. VAL AV METOD 12
2.3 DATAINSAMLINGSMETODER 13
2.4 GENOMFÖRANDE 13
2.4.1 Intervjuer som undersökningsform 13
2.4.2 Formalia inför intervjuerna 14
2.4.3 Intervjuteknik 15
2.4.4 Val av respondenter 16
2.4.5 Intervjuerna 17
2.5 VALIDITET OCH RELIABILITET 17
2.6 METODKRITIK 18
2.7 KÄLLKRITIK 18
2.8 DISPOSITION 19
2.8.1 Kapitel I och II; Inledning och förutsättningar 20
2.8.2 Kapitel III och IV; Modellvärlden 20
2.8.3 Kapitel V; Faktavärlden, det empiriska underlaget 20
2.8.4 Kapitel VI och VII; Studiens kunskapsbidrag 20

3. TEORI 21

3.1 VAD ÄR RISK OCH VAD ÄR OSÄKERHET 21
3.1.1 Entreprenöriell risk 22
3.2 RISK MANAGEMENT 23
3.2.1 Struktur för riskbedömningsprocessen 25

4. TIDIGARE FORSKNING 26

4.1 RISKKAPITAL 26
4.2 RISKKAPITALMARKNADEN 27
4.3 VENTURE-CAPITALBOLAG 27
4.4 AFFÄRSÄNGLAR 28
4.5 AFFÄRSÄNGLAR – ETT NAMN, MÅNGA KATEGORIER 28
4.5.1 Kategorier av affärsänglar 29
4.5.2 Roller 29
4.6 AFFÄRSÄNGELNÄTVERK 30
4.6.1 Formellt nätverk 30
4.6.2 Informellt nätverk 31
4.7 DUE DILIGENCE 31
4.8 KRITERIER FÖR UTVÄRDERING 32
4.8.1 Entreprenören och teamet 32
4.8.2 Förtroende 33

4.8.3 Affärsängelns bakgrund ... *33*
4.8.4 Affärsmöjligheten ... *34*
4.8.5 Ekonomiska kriterier ... *34*
4.9 FÖRHANDLING OCH AVTAL ... 35

5. EMPIRI ... 37

5.1 INTERVJU MED AFFÄRSÄNGEL 1 (A1) ... 37
5.1.1 Bakgrund ... *37*
5.1.2 Används risk management för att hantera risk och osäkerhet ... *37*
5.1.3 Utvärderingskriterier ... *38*
5.1.4 Förhandling och avtal ... *39*
5.1.5 Aktiv versus passiv roll för att säkra investeringen ... *39*
5.2 CHRISTIAN HEDBORG ... 40
5.2.1 Bakgrund ... *40*
5.2.2 Används risk management för att hantera risk och osäkerhet ... *40*
5.2.3 Utvärderingskriterier ... *40*
5.2.4 Förhandling och avtal ... *42*
5.2.5 Aktiv versus passiv roll för att säkra investeringen ... *43*
5.3 KATARINA BONDE ... 43
5.3.1 Bakgrund ... *43*
5.3.2 Används risk management för att hantera risk och osäkerhet ... *44*
5.3.3 Utvärderingskriterier ... *44*
5.3.4 Förhandling och avtal ... *46*
5.3.5 Aktiv versus passiv roll för att säkra investeringen ... *46*

6. ANALYS OCH RESULTAT ... 48

6.1 RISK MANAGEMENT ... 48
6.2 UTVÄRDERINGSKRITERIER ... 49
6.2.1 Entreprenören och teamet ... *49*
6.2.2 Förtroende ... *50*
6.2.3 Affärsängelns bakgrund ... *51*
6.2.4 Affärsmöjligheten ... *52*
6.2.5 Ekonomiska kriterier ... *53*
6.3 FÖRHANDLING OCH AVTAL ... 54
6.4 AKTIV VERSUS PASSIV ROLL ... 55

7. SLUTSATSER ... 57

7.1 SLUTSATSER ... 57

8. AVSLUTNING ... 59

8.1 AVSLUTNING ... 59
8.2 FORTSATTA STUDIER ... 60

REFERENSER ... 61

BÖCKER ... 61
ARTIKLAR ... 62
INTERNETLÄNKAR ... 63
MUNTLIGA KÄLLOR ... 63

Figurförteckning

Figur 1: Disposition……..19

Figur 2: Vad den informelle riskkapitalisten anser viktigt att reglera i kontraktet……..24

Figur 3: Beståndsdelarna av riskhanteringsprocessen …….……35

Figur 4: Viktiga beståndsdelar i affärsängelkategoriernas riskhanteringsprocess…….……..56

Bilagor

Bilaga 1: Förundersökning…….…….....64

Bilaga 2: Intervjufrågor……67

1. Inledning

I detta kapitel behandlar vi problembakgrund, problemformuleringen och uppsatsens syfte. Vidare klargör vi de avgränsningar som gjorts inför uppsatsen. Avslutningsvis finns en begreppsförklaring i kapitlet för att förenkla för läsaren.

1.1 Problembakgrund

Sedan 1990-talet har det i Sverige varit en ständig debatt om den alltmer ökande arbetslösheten. Hög arbetslöshetsnivå innebär stora kostnader för samhället och långvarig arbetslöshet leder även till att den sociala utslagningen ökar (Bergman, 1999). En viktig fråga som politiker i Sverige och runt om i världen försöker finna lösningen på är hur man ska motverka den höga arbetslösheten. Förhoppningen är att nyföretagande och företagstillväxt ska vara lösningen på problemet. Genom att skapa gynnsamma institutioner[1] och tillvägagångssätt för entreprenörer och investerare hoppas politiker på att nya arbetstillfällen ska bli en realitet. En förutsättning för att detta mål ska kunna realiseras är att det finns lättåtkomligt riskkapital att tillgå för företagare, entreprenörer och kreativa människor med goda affärsidéer (Bergman, 1999). Problemet för nya företag är att de är väldigt unga och inte har den ekonomiska historiken som i vissa fall krävs för att få tillgång till kapital. Eftersom deras framtid dessutom är osäker kan de inte förlita sig på finansiering från banker (Sørheim, 2005). Inte heller kan de försäkra sig om att få externt riskkapital från Venture-capitalbolag. Nya företag befinner sig i de tidiga faserna av sin livscykel och deras finansiella situation är fortfarande ansträngd, vilket gör att Venture-capitalbolagen oftast väntar med att investera. Svårigheterna med att hitta riskkapital gör att nya företag står inför ett finansiellt gap. Ett finansiellt gap kan hindra utvecklingen för företaget eftersom företaget då får svårt att dra till sig andra nödvändiga resurser för företagets fortsatta överlevnad (Bruno & Tyebjee, 1984; Sørheim, 2005).

På en kapitalmarknad kan det finansiella gapet motverkas av informellt riskkapital. Informellt riskkapital är till skillnad från formellt riskkapital, kapital som satsas i tidiga faser av livscykeln. Det innebär en större risk och osäkerhet för den enskilda investeraren. Enligt många författare och samhällsaktörer är informellt riskkapital den viktigaste formen av finansiering för nya företag i tidiga skeden och den viktigaste källan till kapitaltillväxt och

[1] Institutionerna är detsamma som spelreglerna i ett samhälle eller, mer formellt uttryckt, de restriktioner som människan sätter upp för att ange formerna för spelreglerna (North, 1991).

nyföretagande (Bergman, 1999). Informella investerares roll som finansiärer åt nya företag tycks vara det vanligast dokumenterade området. I kretsen av informella investerare ingår de så kallade affärsänglarna. De är enligt många studier viktigare för nya företag än Venture-capitalbolagen (Mason och Harrison, 1994). Detta beroende på att informella investerare, trots att de tillhandahåller mindre kapital än Venture-capitalbolagen, tillhandahåller externt riskkapital i lägen då andra kapitalister avstår på grund av hög risk och osäkerheter kring investeringen (Sørheim, 2005).

Investeringar i nya företag leder till att informella investerare ställs inför problematiken att bedöma och hantera risker samt osäkerheter. Mycket forskning har bedrivits om affärsängeln som person och hur affärsänglar investerar. Däremot har lite forskning skett om hur de bedömer risker som uppstår i samband med ett investeringsförslag och hur de sedan hanterar riskerna för att investeringen ska bli lyckad. Om affärsänglarna lyckas med sina investeringar ökar förutsättningarna för att fler företag överlever och växer. Detta leder på sikt till fler arbetstillfällen och fler entreprenörer, vilka i sin tur kan bidra med kunskap och erfarenheter genom att själva bli affärsänglar.

Helle (2004) anser att informella investerare måste säkra ett visst antal parametrar när de investerar kapital i små och unga företag. För det första anser Helle (2004) att allt som är viktigt för att genomföra en utvärdering och bedömning finns med samt att de är täckta och behandlade. Produkten ska vara väl genomtänkt, kunderna listade och entreprenörsteamet namngivet. Dessutom måste personernas bakgrund och erfarenhet tydligt visa att målen för företaget går att genomföra. Allt för att visa på att inget kan gå fel (ibid.). När man ska titta närmare på begreppet affärsänglar är det viktigt att ta hänsyn till att det finns olika kategorier av affärsänglar. Enligt Helle (ibid) finns det tre olika kategorier av affärsänglar på den svenska marknaden. Få studier har genomförts om hur de olika affärsängelkategoriernas riskhanteringsprocess ser ut och om den skiljer sig åt sinsemellan. Därför anser vi att det är intressant att titta närmare på deras riskhanteringsprocess. Går det att urskilja ett mönster för hur en affärsängel bäst kan hantera eventuella risker och osäkerheter i samband med företagsinvesteringar.

1.2 Problemformulering

”Vad är viktigt för affärsänglar att beakta när de ska hantera risk och osäkerhet i samband med företagsinvesteringar?”

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka i vilken utsträckning affärsänglar använder sig av riskhanteringsprocesser för att identifiera, bedöma samt hantera risker i samband med företagsinvesteringar. Genom att beskriva affärsänglars utvärderingskriterier är avsikten att identifiera affärsänglarnas tillvägagångssätt vid hantering av risk och osäkerhet samt att se om strategin skiljer sig åt mellan olika kategorier av affärsänglar.

1.4 Undersökningsfrågor

För att kunna besvara uppsatsens problemformulering och syfte har vi ställt upp ett antal frågor:

I) I vilken utsträckning använder sig affärsänglar av riskhanteringsprocesser för att identifiera och hantera risk och osäkerhet?

II) Vilka utvärderingskriterier använder sig affärsänglar av vid företagsinvesteringar?

III) Finns det några likheter och skillnader i hur olika kategorier av affärsänglar utför en riskbedömning och riskhantering?

1.5 Avgränsning

Vi har valt att avgränsa vår undersökning till tre affärsänglar som representerar olika kategorier av affärsänglar och som intar olika roller i företagsinvesteringar. På grund av lättillgänglighetsaspekten har det geografiska urvalet begränsats till Stockholmsområdet. Någon branschavgränsning har inte varit möjlig på grund av svårigheten att få tag i affärsänglar då de håller hårt på sin integritet. När det gäller utvärderingskriterier har vi valt att titta på entreprenören och teamet, förtroendet, affärsängelns bakgrund, affärsmöjligheten, ekonomiska kriterier, förhandling och avtal samt vilken roll affärsängeln intar i företaget som investeringen sker i.

1.6 Begreppsförklaring

För att göra det lätt att läsa uppsatsen definierar vi de nyckelbegrepp som uppkommer allt eftersom. Med anledning till att vissa av de uttryck som förekommer inte har någon allmängiltig svensk motsvarighet kommer vi att blanda både svenska och engelska ord.

Riskkapital – Omfattar alla investeringar i ett bolags egna kapital. Det innefattar alla externa tillskott som inte är lån, det vill säga private equity, venture capital och informellt venture capital. (Helle, 2004)

Private equity – Avser riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag med ett tidsbegränsat engagemang. Private equity är investeringar som sker i ett företags senare utvecklingsfaser. (Helle, 2004)

Venture capital – Inbegriper investeringar i onoterade bolag som befinner sig i tidigare stadier i livscykeln. Dessa stadier kan vara såddfas, start-up och expansion[2] (Helle, 2004).

Informellt venture capital – Är riskkapitalinvesteringar där informella investerare är aktiva i företaget och har en begränsad tidshorisont och där det ska vara möjligt att göra en exit. Den informella investeraren bidrar med erfarenheter och kompetens under förvaltningstiden (Helle, 2004).

Mikro och små företag – Är företag som omsätter upp till 10 miljoner euro om året och sysselsätter upp till 49 anställda (EU:s definition från 1 januari 2005).

Entreprenör – En företagsam person som i konkret handling skapar nytt användarvärde genom ny affärsverksamhet (Nationalencyklopedin, 2004).

[2] Såddfas: Finansiering till att testa en idé eller koncept för att utveckla en produkt innan företaget har etablerats. Start-up: Finansiering som används till produktutveckling eller inledande marknadsföring. Expansion: Finansiering till företag vid tidig expansion då tillverkning och försäljning ökar stadigt och företagen är i behov av ytterligare kapital för att klara av expansionen (Isaksson, 2000).

2. Metod

I detta kapitel redogör vi för det tillvägagångssätt som vi valt för att besvara uppsatsens frågeställning och syfte. Vidare förklarar vi vilka datainsamlingsmetoder vi använt och slutligen också uppsatsens disposition.

2.1 Val av ämne

Som studenter vid den företagsekonomiska institutionen vid Södertörns högskola har vi under studietiden lärt oss hur företag fungerar och vilka dess viktigaste komponenter är. En av komponenterna utgörs av den finansiella kraft som företagen har och som också är en av de nödvändiga styrkorna för att överleva på en hårt konkurrerande marknad. Företagens relation till dess investerare är något som bidrar till förmågan att finna vägar att uppnå ökad tillväxt. En viktig form av investerare utgörs av affärsänglarna. Affärsänglarnas bidrag till företag har inte presenterats närmare under utbildningen och därför ville lära oss mer om hur de agerar och vilken roll de spelar för arbetsmarknaden och för företagen. I jämförelse med den litteratur som finns om Venture-capitalbolag som också agerar på riskkapitalmarknaden var litteraturen begränsad och det gjorde också att det kändes mer intressant och spännande att titta närmare på affärsänglar.

Efter en litteraturundersökning[3] framkom det att lite forskning utförts kring hur affärsänglar hanterar risker och hur de gör en riskbedömning inför nya investeringar. Vi bestämde oss därför för att titta närmare på hur affärsänglarna hanterar dessa processer och belysa vilka utvärderingskriterier som är viktigast i investeringsprocessen.

Inför uppsatsen ville vi skaffa oss en bättre förståelse om vilka affärsänglarna var för att kunna göra en avgränsning mot det område som vi ansåg intressant och outforskat. Vi kontaktade därför Almi[4], Nutek[5] och Svenska Riskkapitalföreningen[6] och stämde möte med dem för att diskutera fram ett intressant ämnesområde (se förundersökning bilaga 1). Det

[3] Artiklar och litteratur söktes igenom på området.
[4] Almis verksamhet består av finansiering och affärsutveckling för både nya och etablerade företag. Deras roll är att tillhandahålla kapital utan säkerhet till företag runt om i Sverige och att fungera som en mellanhand för entreprenörer och affärsänglar (se bilaga 1).
[5] Nutek är Sveriges nationella myndighet som har hand om frågor som berör näringslivets utveckling. Syftet är att bidra till fler nya företag, fler växande företag och att fler starka regioner skapas. Målet är därmed att främja till en hållbar nationell tillväxt i hela landet (se bilaga 1).
[6] Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) är en obunden intresseorganisation vars uppgift är att i olika sammanhang verka för en väl fungerande private equity-marknad i Sverige samt bland allmänheten sprida kunskap och utbildning som främjar entreprenörskap (SVCA, 2005) (se bilaga 1).

visade sig att fokus mest låg på policy-frågor (skattebarriärer), men att det var ett område som det redan hade gjorts en del arbeten om. Detta medförde att vi var mer intresserade av att förstå och kartlägga affärsänglarnas verksamhet. Även om intervjuerna inte direkt anknöt och ledde oss in på vårt uppsatsämne anser vi att de var viktiga för att vi skulle få en kartläggning och bättre bild av affärsänglarna. Efter ett samtal med våra handledare kom vi fram till att vi skulle avgränsa uppsatsen till att behandla hur affärsänglar hanterar risker och osäkerheter i samband med företagsinvesteringar. Vi valde att inte fokusera på några i förväg utvalda risker, som att fråga exempelvis hur affärsängeln hanterar risker och osäkerheter med att förlora investerat kapital, eftersom det skulle kunna komma att styra affärsängelns svar. Istället valde vi att berätta för respondenterna att vi ämnade undersöka deras riskbedömning och hantering och ställde sedan övergripande frågor som de kunde svara på för att i högre utsträckning låta affärsänglarna komma in på det som för dem var det mest relevanta beträffande risker och osäkerhet vid investeringar.

2.2. Val av metod

Vid valet av metod utgick vi ifrån den pragmatiska ansatsen, vilket innebär att metoden grundar sig på vad som är mest lämpligt för frågeställningen (Kvale, 1997). Eftersom vi i uppsatsen utgått från att se hur något förhåller sig till teorin på området anser vi att undersökningen var av explorativ art (Wallén, 1996). Resultatet av den genomförda undersökningen låg sedan till grund för analysen och skapade förutsättningar för att dra slutsatser. För att göra uppsatsen relevant och få fram giltig information användes en kvalitativ metod som innebar att vi använde oss av intervjuunderlag (Patel och Davidson, 1994). Anledningen var att vi ansåg den mest lämplig då vi vill få en djupare inblick i hur affärsänglar gör en riskbedömning och hur affärsänglar hanterar risker och osäkerheter i samband med nya företagsinvesteringar. Centralt för kvalitativa studier är att de grundas på forskarens egna iakttagelser och tolkningar av den information som samlas in (Holme och Solvang, 1991). Meningen med studien var inte främst att lösa några problem utan att belysa den verklighet som är. En ansats fanns dock att försöka se om förbättringar gick att urskilja och i så fall vilka.

För att på bästa sätt få bättre kännedom om det valda problemområdet valde vi fallstudier som undersökningsmetod. Det är vanligt att använda fallstudier i samhällsforskning, i synnerhet är fallstudier lämpliga för småskaliga undersökningar (Patel och Davidsson, 1994). Fallstudier är ofta användbara när processer och förändringar ska studeras (ibid.). Generaliserbarheten

hos de resultat som erhålls vid en fallstudie beror på hur urvalet utförts (ibid.). Därför var det svårt att dra generella slutsatser eftersom vi inte visste om det var det bästa urvalet för undersökningen.

Enligt Yin (1994) är fallstudier en lämplig modell när undersökningsfrågan behandlar hur något är eller varför något är på ett visst sätt. Detta stämmer in på vårt syfte, eftersom vi ämnade undersöka hur affärsänglarnas riskhantering ser ut och varför den ser ut som den gör. Vidare säger Yin (1994) att en fallstudie passar bra när studien avser samtida händelser. Affärsänglarna intervjuades under månadsskiftet november december 2005.

2.3 Datainsamlingsmetoder

Vid insamlandet av data skiljer man mellan primär- och sekundärdata. Primärdata bygger på information som forskaren själv samlar in och analyserar, exempelvis i form av intervjuer (Wiedersheim – Paul och Eriksson, 2001). Sekundärdata innebär insamlande av tidigare utgivningar av tidskrifter, avhandlingar, böcker och Internet (ibid.).

Studiens primärdata bestod av material från tre intervjuer med affärsänglar. Sekundärdata samlades in för de resterande delarna i uppsatsen och upptar den största delen av arbetet. Eftersom affärsänglarnas verksamhet fortfarande är ett relativt outforskat område sökte vi information på ett flertal företagsekonomiska databaser för att finna relevanta forskningsrapporter och artiklar. Några av de databaser som vi använde var JSTOR, Business Source Elite och Emerald. De sökord som vi använde frekvent var venture capital, business angels, investeringsbeslut, informal venture capital, affärsänglar, företagsänglar, riskbedömning, riskhantering. Vi har också använt oss utav Internet för att samla information om de företag och personer vi intervjuat inför uppsatsen samt för att hitta telefonnummer till potentiella affärsänglar att intervjua.

2.4 Genomförande

2.4.1 Intervjuer som undersökningsform

Intervjuer som undersökningsform ansågs som lämpligast för att få en flexiblare informationskälla. Intervju som metod gav oss bättre möjligheter att tolka informationen och ställa följdfrågor om så krävdes. Dessutom kunde vi som intervjuare tolka respondentens tonfall, mimik och pauser som annars inte skulle vara möjligt vid exempelvis en

enkätinsamling. Nackdelen med intervjuer som metod är att det tar lång tid att samla in informationen och att intervjuerna är subjektiva vilket gör att risken för skevheter blir stor. Det tar även längre tid att analysera och tolka svaren än att samla in svar från en enkät (Bell, 1993).

Eftersom det är bra att vara förberedd till en intervju beaktade vi följande för- och nackdelar som Yin (1994) tagit upp.

Fördelar med intervju som metod:

- Fokusering direkt på målet med fallstudieämnet.
- Insiktsfull – tillför förståelse till slutsatsen.
- Tillhandahåller förståelse för slumpvis slutledning.

Nackdelar med intervju som metod:

- Risk för fördomar/förutfattade meningar som inte har någon saklig grund till följd av dåligt konstruerade frågor.
- Felaktigheter i dokumentationen på grund av att intervjuaren inte kommer ihåg rätt från intervjun.
- Respondenten ger det som intervjuaren vill höra.

För att i större utsträckning undvika de negativa aspekterna av intervjun som Yin (1994) beskrivit försökte vi vara så objektiva som möjligt när frågor ställdes till respondenten för att inte något felaktigt skulle tolkas in. Det säkerställdes genom att inte lägga in några subjektiva värderingar i frågorna. Intervjusvaren dokumenterades direkt efter intervjun och en kort analys utfördes också för att vi skulle se vad som kunde göras bättre till nästföljande intervju.

2.4.2 Formalia inför intervjuerna

För att ta hänsyn till respondenternas integritet frågade vi före intervjun om de önskade vara anonyma. Vidare gav vi varje respondent möjligheten att läsa igenom materialet och komma med synpunkter innan uppsatsen publicerades. A1 ville vara anonym och det har vi därför tagit hänsyn till.

Vi förde en diskussion huruvida vi skulle använda diktafon eller inte för att inte missa något från intervjuerna. För att få en bättre stämning mellan oss och respondenten tog vi risken att

avstå från diktafon, vilket kan ha lett till att viss information inte nedtecknades vid intervjuerna. Trots det tror vi så här i efterhand att det var ett klokt val att avstå från diktafon, då affärsänglar inte gärna vill bli identifierade för allmänheten i någon större utsträckning. Det var då inte lämpligt att få med den berördes röst på band, eftersom vi inte med hundra procents säkerhet kunde garantera att den inte hamnade i fel händer. Det hade även funnits en risk att svaren påverkats av diktafonens närvaro och därmed även slutresultatet. Dessutom ville vi att affärsänglarna skulle få fullt förtroende för oss redan från början. Nackdelarna är dock att viss information kan ha gått förlorad på grund av att allt inte dokumenterats samt att missförstånd kan ha uppstått.

2.4.3 Intervjuteknik

Intervjun startade med ett antal neutrala frågor för att respondenten skulle känna sig bekväm. Därefter gick vi över till mer omfattande frågor där respondenten fick möjligheten att svara mer fritt. Intervjufrågorna återfinns i bilaga 2.

En låg grad av standardisering valdes, där vi gav oss själva som intervjuare stort ansvar att formulera och ställa frågorna i den ordning som passade respondenterna och situationen bäst. Låg grad av strukturering var passande eftersom frågorna då ställdes på ett sådant sätt att respondenterna kunde svara fritt (Patel och Davidsson 1994). När respondenten behövde vägledning eller precisering ställdes mer ingående frågor för att på så sätt få ut mer av respondenten än om denne fått tala helt fritt. Det begränsade också risken att respondenten skulle komma bort från ämnet eller tappa tråden.

För att motivera respondenterna till att genomföra en bra intervju klargjordes syftet och vikten av respondenternas insats (Patel & Davidsson, 1994). Frågorna ställdes i en följd som för intervjun passade bra för att få ut det mesta av frågorna. Inledande frågor för att ge rika beskrivningar avlöstes av uppföljningsfrågor för att respondenterna skulle få chansen att utveckla innehållet i de svar som givits (Kvale, 1997). För att ytterligare detaljera beskrivningen av vad som framkommit i intervjun användes sonderande frågor och för att få respondenten att återge vad denne upplevt användes specificerade frågor (ibid.).

Vi försökte också så långt det var möjligt med vår begränsade erfarenhet av intervjuer bedöma svarens innebörd genom att titta på kroppsspråket. Samtidigt var vi noga med att inte

själva göra det möjligt för respondenten att väga in några antaganden på grund av vårt kroppsspråk. För att vi skulle uppfattas som neutrala och objektiva höll vi en låg profil.

Under arbetets gång dokumenterade vi alla tankar som uppkom före, i samband med och efter intervjutillfällena för att successivt kunna göra analyser som vi ansåg betydelsefulla för slutresultatet av uppsatsen. Vi använde oss utav denna metod för att lätt kunna gå tillbaka och se hur uppsatsen utvecklats. Det har varit viktigt för oss att utföra analyser efter varje intervju för att kunna gå vidare med de svar som inkommit.

2.4.4 Val av respondenter

Undersökningen krävde en del utmaningar när det gällde hur vi skulle få tag i de affärsänglar som behövdes för att genomföra arbetet. Tillgängligheten av affärsänglar är begränsad då de håller hårt på sin integritet och inte vill vara offentliga (Helle, 2004). Av den anledningen är det dessutom svårt att säkerställa hur många affärsänglar det finns på den svenska riskkapitalmarknaden. Vi fick genom vår förstudie hos Almi, Nutek och Svenska Riskkapitalföreningen både en inblick i affärsänglarnas arbetssätt samt en inkörsport till affärsänglarnas nätverk. Vidare gick vi igenom en hel del litteratur, både engelsk och svensk, för att få en bättre bild av affärsänglar och för att ta reda på hur man på bästa sätt kunde komma i kontakt med dem utan att ha en affärsidé att presentera, vilket är affärsänglarnas mest naturliga kontaktvägar (Helle, 2004). Den svenska litteraturen gav mest hjälp i det här fallet eftersom några affärsänglar var publicerade med namn. Svenska Rikskapitalförening hade också ett par affärsänglars namn publicerade på sin hemsida vilket också utnyttjades. De namn som vi fått fram sökte vi efter på Google och i bästa fall fann vi ett direktnummer och i värsta fall fick vi leta oss fram via projekt och andra personer som affärsängeln arbetet med tidigare. Denna tidskrävande och mödosamma process sträckte sig över tre veckor och cirka hundra telefonsamtal och ledde fram till nio stycken affärsänglar som var beredda att ställa upp. Tre av de intervjuer vi genomförde valde vi senare att ta bort eftersom de personer som intervjuades inte stämde helt överens med vad litteraturen definierar som affärsängel. Vi valde senare att även att ta bort några med kort erfarenhet av riskkapitalmarknaden. Hade vi gjort ett annat urval än det vi gjorde skulle det kanske ha gett ett annat resultat.

Urvalet var något vi hade svårt att styra över själva på grund av att vi inte kunde bestämma vilka som skulle ställa upp av alla de vi kontaktade, varför urvalet till viss del styrdes av de som var villiga att medverka. Av de sex affärsänglar vi valde ut från början fanns två

representanter från varje kategori av affärsänglar. Kategorierna är nätverksängel, den ensamma affärsängel och kunskapsängel. Slutligen valde vi emellertid att endast ta med en affärsängel från varje kategori. En ytterligare anledning till att inte alla sex affärsänglar togs med i undersökningen var att det skulle ha blivit för mycket empiri att behandla. Vi tog med de tre affärsänglar som enligt vår bedömning gav oss mest material att arbeta med. Om alla sex intervjuer tagits med, skulle uppsatsen antagligen resulterat i ett mer tillförlitligt resultat. Urvalet bestod av två män och en kvinna. Erfarenheten som affärsängel bland de intervjuade affärsänglarna varierade mellan fem till femton år och samtliga hade drivit ett företag och gjort en lyckad exit. Alla var bosatta i Stockholmsområdet vilket underlättade intervjuerna. De utvalda affärsänglarna (respondenterna) är aktiva i olika branscher och har skilda erfarenheter från tidigare engagemang.

2.4.5 Intervjuerna

Intervjun med affärsängel A1 ägde rum på en avskild plats i DN-huset, fredagen den 25 november 2005 och varade i 60 minuter. Christian Hedborg intervjuades på Holländargatan 13, onsdagen den 7 december 2005 och höll på i 60 minuter. Katarina Bonde träffade vi för en intervju på Grev Turegatan 18, fredagen den 9 december 2005 och intervjun varade i 60 minuter.

2.5 Validitet och Reliabilitet

Enligt Wallén (1996) är skillnaden mellan validitet och reliabilitet i vilken mån mätningen är fri från systematiska fel (validitet) och slumpmässiga fel (reliabilitet). För intervjuer kan slumpmässiga fel undvikas genom att intervjupersonerna är tränade (Patel och Davidson, 1994). Eftersom vi inte har någon längre erfarenhet av intervjuer och intervjuteknik kan vissa fel ha uppstått vid intervjuerna med respondenterna. Vi gjorde emellertid en jämförelse mellan våra anteckningar för att försäkra att vi båda uppfattat respondentens svar på samma sätt. Vilket är ett sätt att mäta reliabilitet som kallas interbedömarreliabilitet (Patel och Davidson, 1994). Vidare har vi dokumenterat och sparat allt material från undersökningen för att en likadan undersökning ska vara möjlig att göra igen. Alla intervjuer utfördes dessutom inom en begränsad tidsperiod, vilket ökar validiteten för undersökningen (Yin, 1994).

2.6 Metodkritik

Det är önskvärt att resultatet från en forskning blir generaliserbara (Patel och Davidson, 1994), men det finns brister i detta arbete som gör det svårt att dra alltför generaliserande slutsatser. Yin (1994) påpekar att fallstudier kan användas till att generalisera resultat i en så kallad analytisk generalisering. Genom en sådan strävar man efter att generalisera ett antal empiriska resultat mot teorierna, vilket skulle ha varit möjligt att göra i denna uppsats. Men eftersom uppsatsen bara bygger på information från tre respondenter kunde dock bara försiktiga slutsatser dras. Vidare säger Yin (1994) att när fallstudier görs är det viktigt att genomföra fallstudier så att en annan forskare kan genomföra en likadan studie och komma fram till samma resultat. Vi har försökt att i mesta möjliga mån beskriva hur vi har gått tillväga för att det ska vara möjligt, men då en av intervjupersonerna valt att vara anonym kan den respondenten inte användas igen vid ett senare tillfälle. Vår förhoppning är dock att samma resultat skulle gå att utläsa även med andra respondenter än de som deltog i undersökningen. Vidare kan vårt urval från tre olika kategorier av affärsänglar vara svårbedömt, då affärsänglarna antar olika roller beroende på investering. Om vi tagit hänsyn till alla möjliga kombinationer av roller skulle vi ha behövt betydligt fler affärsänglar, vilket även hade gett oss ytterligare dimensioner till resultatet.

Ett misstag som begicks i uppsatsen var att vi bokade in intervjuerna med respondenterna för tidigt och kom därmed in med teorier allteftersom och mestadels när intervjuerna var slutförda. Anledningen till att det inträffade var att vi lade ner mycket tid och kraft på att få tag i affärsänglar, tid som vi hade behövt för att få bättre förståelse för ämnet.

2.7 Källkritik

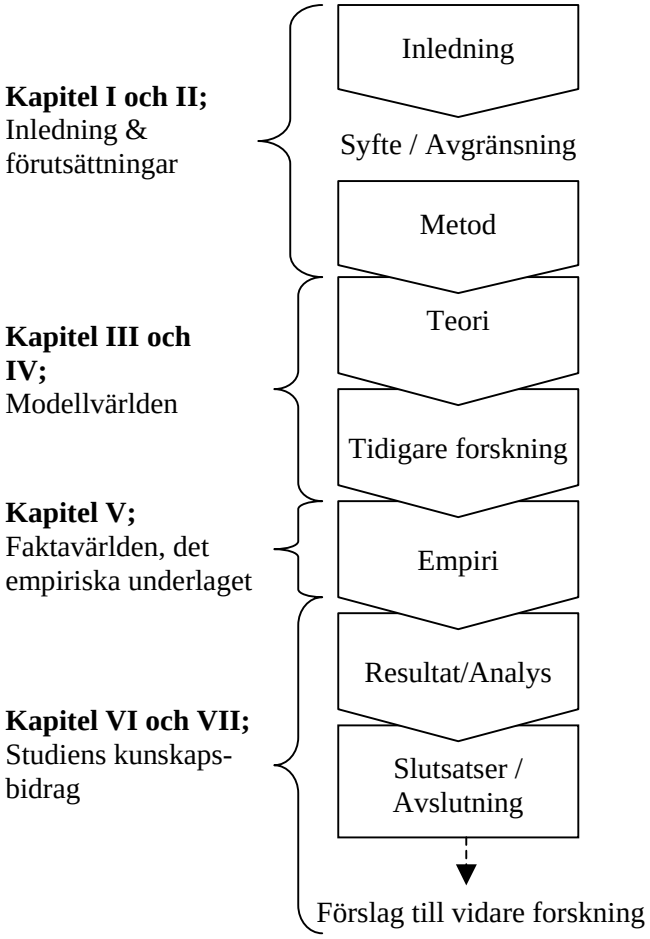
Då man som skribent samlar in och behandlar information måste en kritisk hållning intas. Den information och det material som ingår i studien bör ifrågasättas och källor bör kontrolleras i den mån det går. Informationen som används kan innehålla oriktigheter och resultera i feltolkningar och felaktiga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

Den kritik vi kan rikta mot källorna är att de inte alla gånger var relevanta för vårt ämne. Som vi tidigare nämnt är det inte mycket forskning som gjorts avseende det vi ämnade undersöka,

vilket gjorde det svårt för oss att hitta relevant litteratur trots att en del forskning gjorts om affärsänglar och Venture-capitalbolag. Eftersom vi i studien använde oss av intervjuer och insamlat material i form av artiklar och böcker var det viktigt att ta hänsyn till trovärdigheten i det vi samlat in. Respondenternas svar bestod av ögonvittnesskildringar och fel kan ha uppstått på grund av minnesfel. Vad gäller de artiklar som samlats in kan begrundas huruvida det resultat som framkommit i materialet gjorts på ett korrekt sätt (Patel och Davidsson, 1994).

2.8 Disposition

Dispositionen är till för att beskriva hur uppsatsen är strukturerad och vi ser det som ett verktyg i uppsatsprocessen. Med detta menas att vi under arbetets gång har kunnat gå tillbaka och på det sättet lättare hittat tillbaka till den röda tråden. Dispositionsavsnittet används även för att läsaren lättare ska kunna förstå uppsatsens uppbyggnad och hur varje kapitel leder vidare till nästa. Nedan kan man få en mer övergripande bild över hur varje del hänger ihop.



Figur 1: Uppsatsens disposition Källa: Egen utformad modell.

2.8.1 Kapitel I och II; Inledning och förutsättningar

I den inledande delen beskrivs bakgrunden till uppsatsämnet och hur ämnet behandlas ute i samhället. Det kommer leda in på vad uppsatsens syfte består utav och hur avgränsningen gjorts för att så precist och specifikt som möjligt ge ett svar på frågeställningen. För att göra det enkelt för läsaren att förstå de nyckelbegrepp som nämns i uppsatsen anges definitioner löpande på de begrepp som är av stor vikt för uppsatsen. Vidare går del ett in i metodkapitlet. Metoden är den del som visar tillvägagångssättet för att besvara frågeställningen.

2.8.2 Kapitel III och IV; Modellvärlden

Här framkommer de teorier och den teoretiska bakgrunden som valts. Den teoretiska referensramen ska utgöra en sammanhängande helhet med vilken vi en så stor mängd av existerande data och information som möjligt förklaras (Patel och Davidson, 1994). Det är teorierna som tas upp där som kommer att användas i analysen, för att så småningom dra generella slutsatser.

2.8.3 Kapitel V; Faktavärlden, det empiriska underlaget

Del tre handlar om det empiriska underlaget som framkommit under de intervjuer som genomförts. I kapitlet återfinns en sammanställning av intervjuerna med affärsängel A1 som ville vara anonym, Christian Hedborg och Katarina Bonde.

2.8.4 Kapitel VI och VII; Studiens kunskapsbidrag

Slutligen kommer vi fram till det bidrag som uppsatsen har gjort. Först kommer en analysdel där teori och empiri sammanförs genom att vi resonerar och drar slutsatser kring vårt problemområde. Vidare presenteras resultatet och de slutsatser som undersökningen ledde fram till. Avslutningsvis framförs en kort avslutning och förslag till vidare studier inom ämnet.

3. Teori

I detta kapitel beskriver vi vad risk och osäkerhet är. Vi avser att redogöra för vad som uppfattas som risk vid investering i företag. Dessutom kommer vi att närmare förklara vad risk management är.

3.1 Vad är risk och vad är osäkerhet

Knight (1921) gör en åtskillnad mellan risk och osäkerhet. Osäkerheten är okontrollerbar och kan inte uppskattas i sannolikheter medan risken är kalkylerbar. Genom att hantera osäkerheten kan risken minskas vilket beror på aktörens skicklighet i att hantera osäkerheten. Knight (ibid.) analyserar vidare företagen utifrån mängden tillgänglig information för ägare och ledning eftersom det i samhället pågår ständiga förändringar vilket gör att det råder stor osäkerhet inför framtiden. Knight (ibid.) skiljer på entreprenöriell och kontraktuell vinst. Den entreprenöriella vinsten uppstår vid genuint osäkra förhållanden, medan den kontraktuella vinsten närmast betraktas som en ränta. Företagandet utmärks av osäkerhet och den entreprenöriella förtjänsten är entreprenörens belöning för de beslut som denne fattat i situationer som präglas av osäkerhet. Entreprenörens huvudsakliga skicklighet är följaktligen förmågan att hantera osäkerhet. Entreprenören kan göra det genom två olika strategier; portfölj- och specialiseringsstrategi.

- *Portföljstrategi* innebär att osäkerheten är mindre i en grupp av händelser än enskilt, vilket gör att osäkerheten kan hanteras genom att gruppera osäkra fall på ett gemensamt sätt (Knight, 1921).
- *Specialiseringsstrategi* innebär att aktören genom specifik kunskap inom ett område minimerar den upplevda osäkerheten före ett beslut (Knight, 1921).

Entreprenören tillhör den grupp i samhället som tar på sig ansvaret att hantera osäkerhet och även tar ansvar för de beslut de fattar. Genom vinst i form av belöning är entreprenören beredd att fatta svåra beslut under osäkerhet. Entreprenören utövar sålunda både en ansvarsfylld kontroll och "försäkrar" ägarna av produktionsresurserna mot osäkerhet.

Utifrån den studerade litteraturen har vi antagit en ståndpunkt beträffande vad vi lägger i begreppet risk och osäkerhet. Vi menar att risk kan innebära något negativt som företag måste undvika eller reducera, men även att den kan innebära något positivt. Om ett företag

ska kunna överleva och generera vinster menar vi att de måste ta risker, och genom att omvända riskerna till möjligheter utnyttja dess positiva sida. En effektiv riskhantering ställer krav på att företaget skapar sig en helhetsbild över sina risker. Genom att skapa en medvetenhet om företagets samtliga risker och hur de bör hanteras menar vi att osäkerheten i företaget vad gäller beslutsfattande och agerande minskar. För att möjliggöra detta krävs det att företag har en strukturerad riskhanteringsprocess där de tar hänsyn till många olika faktorer för att hantera risker och osäkerheter i sin omgivning.

3.1.1 Entreprenöriell risk

Risk är inget nytt fenomen för affärsänglar eftersom de före sin tid som affärsänglar har utsatt sig för risker som aktiva entreprenörer (Landström, 1997). Det kan därför vara svårt att direkt dra en gränslinje mellan vad som kan uppfattas som risk för affärsänglar och den entreprenöriella risken, eftersom det i mångt och mycket är den entreprenöriella risken de utsätter sig för. För att bringa förståelse för resonemanget ovan har vi tagit del av Knights (1921) definition av den entreprenöriella risken; *I ett samhälle där osäkerhet existerar blir funktionen att hantera osäkerhet viktig*. Denna funktion är enligt Knight (Ibid.) koncentrerad till en liten grupp människor, nämligen entreprenörerna. Och eftersom företagande enligt Knight (Ibid.) i huvudsak präglas av osäkerhet är vinsten den belöning som erhålls för att fatta beslut under osäkerhet (Landström, 2000). Skickligheten ligger därmed i att hantera osäkerheten på bästa sätt, vilket affärsänglar kan göra genom att minska de risker som kan uppstå vid investeringar.

Likheten mellan affärsänglars och entreprenörens risktagande är att affärsängeln i viss mån agerar på samma sätt som en entreprenör då affärsängeln sätter sin tid, pengar och ryckte på spel. Eftersom affärsängeln oftast satsar på företaget i dess tidigare skeden tar de en större risk med högre osäkerhet inför eventuell utdelning precis som Knight (Ibid.) beskriver att entreprenören gör.

Att sätta in affärsänglarna i ett eget fack som risktagare är lite vågat, istället har vi identifierat dem som delvis entreprenöriella, vilket är logiskt med tanke på deras bakgrund. Därmed vågar vi oss på att säga att det är en entreprenöriell risk som delvis liknar den risk som entreprenören utsätter sig för. För att utveckla detta hänvisar vi till de fem entreprenöriella roller som nationalekonomerna tar upp; I) entreprenören som risktagare, II) entreprenören som kapitalist III) entreprenören som innovatör IV) entreprenören som alert möjligsökare och

V) entreprenören som koordinator av begränsade resurser (Landström, 2000). Risk är således ett kännetecken för entreprenörer och så också för affärsänglar. Enda skillnaden är att affärsänglar har lagt mer tyngd på att satsa kapital, men likväl är det en entreprenöriell funktion, i alla fall om man tolkar entreprenörskap enligt nationalekonomerna (Ibid.). Med andra ord är affärsängeln en disponibel aktör av riskkapital som är villig att riskera sitt kapital i entreprenörers affärsidéer.

3.2 Risk management

Risk management handlar om att reducera framtida skador eller förluster i ett företag. Målsättningen är att minska den totala kostnaden (Hamilton, 1996). För att lösa en risk kan man antingen förebygga eller lösa varje krissituation var för sig när den dyker upp.

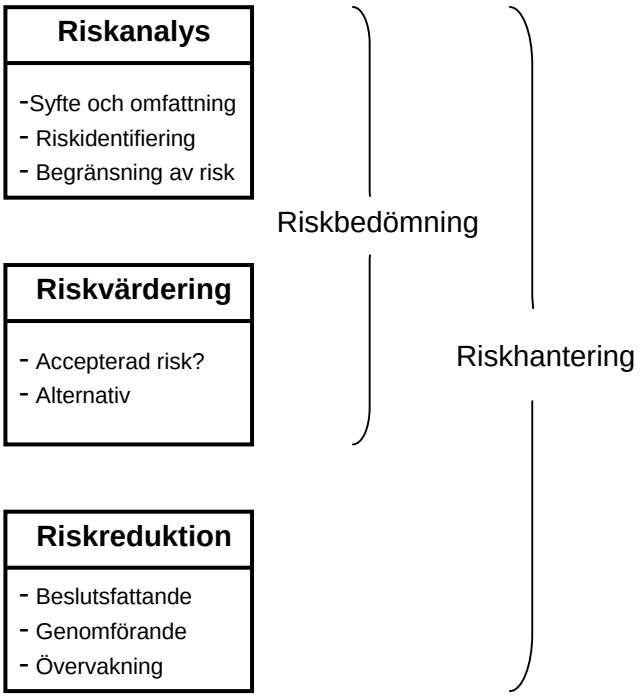
Det finns många modeller och teorier om hur man kan bygga upp en riskhanteringsprocess. Vi har valt den vi anser mest lämpad för vår uppsats och gjort en egen modell för att förtydliga sambandet mellan de olika delarna. Riskhanteringsprocessen kan delas upp i tre steg: riskanalys, riskvärdering och riskreduktion (Figur 2). Enligt Ingvarson och Roos (2003) är en riskanalys en systematisk kartläggning av risker i ett system samt beräkning eller uppskattning av riskernas omfattning och konsekvenser. Vaughan (1997) menar att riskanalysen är till för att man vill strukturera upp de risker som identifierats. Detta kan göras genom att använda sig utav de medverkandes erfarenheter, kunskaper och kreativitet. Dessutom vill man med analysen av risker få förslag på eventuella åtgärder (Vaughan, 1997). Syftet med riskanalysen är att minska osäkerheten av en eventuell olyckssituation och att ställa till förfogande ett ramverk för att systematiskt undersöka alla olägenheter som skulle kunna inträffa (Holmgren, 2003). I riskanalysen tittar på vad som har inträffat och vad som kan inträffa i framtiden.

Riskvärdering sker allteftersom riskerna uppskattas i riskanalysen. Huvudsyftet är att bedöma om riskerna är acceptabla eller inte. Enligt Holmgren (2003) ska riskanalysen tillsammans med riskvärderingen utgöra den bedömning av riskerna som en speciell aktör är i behov av. Om risken är förenad med nytta eller nöje är individen beredd att utsätta sig för större risker (Hamilton, 1996). En risk anses vara mer acceptabel om personen i fråga själv kan kontrollera risken än om någon annan svarar för kontrollen. Ovanstående är bara några exempel på faktorer som kan styra riskvärderingen, dock måste man ta hänsyn till dessa faktorer och försöka använda dem för att få bättre information angående risken.

Riskreduktion däremot har att göra med hur man minimerar eller överför riskerna (i den grad det är möjligt) då de är identifierade. Man ska i detta steg minska omfattningen och uppkomsten av risken (Ingvarson & Roos, 2003).

I rikshanteringsprocessen ställs syftet och omfattningen av en investering i förhållande till risken. Nästa steg är att identifiera risker och osäkerheter inom organisationen samt riskfaktorer och grad av exponering. Riskerna analyseras sedan genom mätning och bedöms utifrån sannolikheten för att olika följder ska inträffa och hur pass acceptabla riskerna är. Därefter sker kontroll av risken för att hantera eller reducera osäkerheten. Det innebär att beslut fattas om lämpligast handlingsalternativ för att kunna övervaka risken.

Då riskbedömning ofta ligger till grund för beslutsfattande är besluten relaterade till frågor som acceptansen av risk i vissa specifika situationer, prioriteringar som associeras till viss riskreduktion och hänsyn till olika lösningar för att uppnå riskreduktion (Hurts, 1998).



Figur 2: Beståndsdelarna av riskhanteringsprocessen.
Källa: Egen bearbetad modell.

Modellen ovan är en förenkling av företagens riskhanteringsprocess. Riskanalysen består av tre parametrar som innebär att företagens risk och dess omfattning identifieras. Riksvärdering som även den ingår i riskbedömningsprocessen innebär att risken utvärderas och frågan ställs huruvida den är acceptabel och om handlingsalternativ finns för att hantera risken. Slutligen när riskbedömningen är slutförd ska ett beslut fattas för att reducera den uppkomna risken. För att kunna ta rätt beslut måste den upplevda risken övervakas och en genomförandeplan måste tas fram som underlättar riskhanteringsprocessen. Vi kommer nedan att förklara företagens riskbedömningsprocess mer utförligt.

3.2.1 Struktur för riskbedömningsprocessen

Det viktigaste enligt Larsson och Söderhjelm (1998) vid riskbedömningsprocessen för företag är; marknadsbedömning, försäljningsstrategi, konkurrensanalys, finansiell analys, ”management” och teknik. Vid marknadsbedömningen utförs en undersökning om det finns kunder, ett marknadsbehov för produkten/tjänsten samt en bedömning av marknads-segmentets storlek och potential. Risken vid marknadsbedömning är påståendet om att just företagets produkt/tjänst är så bra att den är självsäljande. Beträffande försäljningsstrategi ska det finnas en klar och tydlig åtskillnad mellan marknadsföring och försäljning samt en medvetenhet om att vara uppmärksam för eventuella konflikter eller intressemotsättningar inom företaget. Vid konkurrensanalyser identifieras olika konkurrenter och en pålitlig analys genomförs avseende respektive konkurrents styrkor och svagheter. Vanliga problem är att företaget negligerar konkurrenter och att företaget utgår från att större konkurrenter inte förstår tekniken.

4. Tidigare forskning

I fjärde kapitlet beskriver vi vad tidigare litteratur och forskning om affärsänglar lett fram till. Bland annat beskriver vi vad riskkapital är, hur riskkapitalmarknaden ser ut, vilka aktörer som finns på riskkapitalmarknaden, vilka kategorier av affärsänglar som finns samt vilka roller de kan inta. Vidare förklarar vi vilka investeringskriterier affärsänglar har och hur de bedömer ett investeringsförslag.

4.1 Riskkapital

Venture Capital benämns ofta synonymt med riskkapital i olika samanhang vilket skapat förvirring kring begreppet (Isaksson, 2000). Det amerikanska begreppet Venture capital direktöversätts ofta till riskkapital, vilket är felaktigt. På grund av denna felöversättning används begreppet riskkapital i situationer när man istället menar Venture capital (Isaksson, 2000). Av denna anledning anser vi det viktigt att förklara vad som menas med begreppen.

Riskkapital omfattar enligt Isaksson (2000) företagets egna kapital samt mellankapital[7]. Att eget kapital ingår i begreppet riskkapital beror på den genuina risk som företagsägare tar i förhållande till övriga finansiärer (långivare) av företaget. Det är det egna kapitalet som först förbrukas i händelse av obestånd[8]. Då även aktieköp på till exempel Stockholms Fondbörs är riskkapitalinvesteringar så kan man säga att merparten av investeringarna i riskkapital inte är Venture capital (ibid.). Största skillnaden mellan lånekapital och riskkapital är att den som satsar riskkapital tar en högre risk men även har en förväntad högre avkastning än övriga finansiärer.

Venture capital är investeringar som Venture-capitalbolag gör i onoterade företag. En Venture-capitalinvestering innebär således att investeraren blir (eller har möjlighet till att bli) delägare i företaget. Genom innehav av poster i företagets styrelse får Venture-capitalbolagen ett aktivt ägarengagemang under en tidsbegränsad period. Dessa investeringar avyttras ofta inom fem till sju år vid en så kallad exit[9] (Helle, 2004). Isaksson (2000) menar genom att ansluta sig till detta resonemang att Venture capital är en form av riskkapital.

[7] Mellankapitalet är det kapital som satsas i ett senare skede av investeringen (Isaksson, 1999).
[8] Obestånd innebär ekonomiska svårigheter som exempelvis stundande konkurs (Nationalencyklopedin, 2006).
[9] En exit innebär att det ska vara möjligt att sälja eller avveckla investeringen för att få tillbaka investerat kapital och eventuell vinst (Helle, 2004).

4.2 Riskkapitalmarknaden

Riskkapitalmarknaden kan sägas vara en "mötesplats" för entreprenörer och företag där de kan få tag i riskkapital till företagets verksamhet. Att finna riskkapital är speciellt viktigt vid investeringar där risk har stor påverkan. Investeringar med hög risk behöver expertrådgivning för att reducera osäkerheten och de risker som kan uppstå i och med investeringar (Fredriksen, 1997). Det finns två olika typer av riskkapitalinvesterare som förvaltar kapital på den svenska riskkapitalmarknaden, dels de informella och dels de formella. Informellt riskkapital tillhandahålls från affärsänglar och formellt riskkapital från organiserade bolag som är specialiserade på Venture capital investeringar. Här ingår statliga och privata Venture-capitalbolag (Zetterberg, 1999).

4.3 Venture-capitalbolag

Venture-capitalbolag investerar i andra intressen och kan struktureras på två sätt, antingen via banklån och aktiekapital eller via managementbolag och fonder (Isaksson, 2000). Risken för ett Venture-capitalbolag är att det inom högteknologiska och forskningsbaserade branscher kan vara svårt för företaget att hantera osäkerheter så som exempelvis oförutsedda händelser i produktutvecklingen, politiska beslut, konjunkturförändringar och ledningsbeslut. (Wellcome Trust, 2005).

Venture-capitalbolag är företag som aktivt satsar på affärsutvecklingsstöd (riskkapital och kompetens) till företag med utvecklingspotential (Isaksson 2000). De företag i vilka Venture-capitalbolagen investerar benämns vanligen portföljföretag på grund av att Venture-capitalbolagen brukar sprida sina risker i en portfölj av investeringar (ibid.).

Venture-capitalbolagen brukar inrikta sig på tre olika faser. Den ***tidiga fasen****;* företaget har precis startat eller drivit sin verksamhet under en kortare period. ***Expansionsfasen***, vilken kan delas upp i tidiga och senare expansion (Isaksson 2000). I den tidiga expansionsfasen har företaget ökad tillverkning och försäljning, men är fortfarande i behov av rörelseresultat eftersom inga vinster uppkommit än (ibid). I den senare expansionsfasen har företaget kraftig ökad försäljning och företaget är lönsamt, men kapital behövs för utbyggnader, marknadsföring eller produktförbättringar. I den ***mogna fasen*** behöver företaget hjälp att stabiliseras, konsolideras eller rekonstrueras (ibid).

4.4 Affärsänglar

Det finns en rad olika definitioner på vad som kännetecknar en affärsängel. Exempelvis definierar EU-kommissionen en affärsängel som en förmögen person som överför erfarenhet och investerar kapital i företag med tillväxtpotential. Definitionen utesluter dock personer som investerar i ett företag men som inte har entreprenörskapsbakgrund, inte är aktiva och heller inte tillför kompetens (Helle, 2004). Göran Stålberg[10] (Almi Företagspartner) definierar en affärsängel som en person som själv har startat, byggt upp och sålt ett företag framgångsrikt, men som idag både vill hjälpa andra entreprenörer med deras drömmar och få avkastning på sitt eget satsade kapital. Det andra kännetecknet enligt Stålberg är att affärsängeln bistår med kompetens och kontakter. Affärsängeln har många gånger inte haft affärsmässiga relationer med företaget i fråga (Lindström och Olofsson, 2002). De investerar mindre belopp i nystartade och unga företag och ofta sker investeringen i det geografiska område där affärsängeln är hemmastadd (Mason och Harrison, 1994).

Aernoudt (1999) liknar affärsänglarnas investering med en kapplöpning. Affärsängeln drivs av sin tro på jockeyn, det vill säga entreprenören, och jockeyns kapacitet att driva hästen, i detta fall företaget. Det är risken, som är beroende av entreprenörens kapacitet, som affärsänglarna fokuserar på. Enligt Aernoudt (1999) är avkastningen på investeringen endast en del av skälet till att de väljer att genomföra en investering. Huvudskälet är ofta en önskan att leda och kontrollera ett projekt, samt utmaningen att vinna tävlingen tillsammans med sin jockey.

4.5 Affärsänglar – ett namn, många kategorier

Den största delen av all litteratur om affärsänglar beskriver många olika kategorier av affärsänglar och hur de investerar. Vi kommer därför att redogöra för de tre kategorier som finns i Sverige och vilka olika roller som dessa affärsänglar kan anta. Vad som är viktigt att ha i åtanke är att en affärsängel oftast intar flera roller genom olika företagsinvesteringar. De nedanstående kategorierna och rollerna har definierats av Peter Helle (2004) och gäller generellt i Sverige.

[10] Intervju med Göran Stålberg på Almi Företagspartner (se bilaga 1).

4.5.1 Kategorier av affärsänglar

Den ensamma affärsängeln – Fördelen med att vara ensam investerare är att affärsängeln inte behöver kompromissa med andra investerare vad gäller investeringsobjekt eller hur aktiva de ska vara i företaget. Vidare är ängeln ensam om att ta del av det eventuella positiva utfallet och behöver på det sättet inte bli beroende av i vilken ekonomisk situation som andra medinvesterare befinner sig i.

Kunskapsängeln – Det finns en kategori av affärsängel som inte så ofta uppmärksammas, men som är en viktig resurs för projekt och företag i de tidiga utvecklingsfaserna. Varken kontanter eller andra tillgångar tillförs, istället bistår ängeln med eget arbete, det vill säga konsultinsatser (i de anglosaxiska länderna kallar man detta för sweat equity). Kunskapsängelns insatser kan lyfta företaget till en nivå som attraherar mer finansiellt riskkapital. Som kompensation för sitt arbete vill kunskapsängeln ha del av ägandet.

Nätverksängeln – att investera genom nätverk– Det som på senare år har blivit mer och mer populärt är att engagera sig genom affärsängelnätverk. På det sättet knyter affärsängeln viktiga kontakter och byter erfarenheter och kunskaper med andra affärsänglar. Oftast är nätverken koordinerade av en kontaktperson (även kallad gatekeeper) som entreprenörerna/företagen hänvisas till när de har behov av nytt riskkapital. En första utsållning sker av kontaktpersonen, sedan sker en gemensam utvärdering av resterande förslag och slutligen träffas affärsängeln och representanter för de utvalda förslagen för en närmare presentation. Därefter är det upp till affärsängeln att ta kontakt med det projekt den anser är intressant.

4.5.2 Roller

Passiv roll – I samband med att en passiv affärsängel investerar i ett företag gör han/hon även sin utvärdering, därefter engagerar sig inte affärsängeln särskilt aktivt i företagets skötsel. Många investeringar görs gemensamt med andra affärsänglar eftersom många ofta vill arbeta i nätverk tillsammans med andra affärsänglar. I dessa fall kallas den som engagerar sig mer aktivt för lead eller leadangel. De mindre aktiva litar då på att den aktiva kontrollerar att företagets ledning sköter sig och att investeringen går i rätt riktning.

Styrelseroll – För att få engagemang från både affärsängeln och entreprenörens sida är det mest fördelaktigt att ängeln tar en plats i styrelsen. Det visar omvärlden att affärsängeln är

engagerad i företaget. Styrelseplatsen ger affärsängeln möjlighet att påverka företaget och agera på önskvärt sätt. Det är direkt olämpligt att undvika en plats i styrelsen eftersom lagstiftningen om aktiebolag ger styrelseledamöterna maktbefogenheter.

Aktiv roll – Definieras som affärsänglar som arbetar mer som entreprenörer. De tar i samband med eller före investeringen en temporär plats i företaget med en operativ roll. Det kan vara som verkställande direktör, ansvarig för försäljning eller liknande. Affärsängeln intar oftast den ansvarsroll som denne själv har erfarenhet från. Ofta använder affärsängeln det väl utvecklade nätverk som han/hon byggt upp genom tidigare arbeten. Genom att arbeta på detta sätt lyckas affärsängeln ta till vara på intressant forskning och kommersialisera den. En aktiv roll innebär vanligen att arbetstiden överstiger en normal heltid under start-upfasen till dess att andra intressenter tar över.

4.6 Affärsängelnätverk

4.6.1 Formellt nätverk

Affärsängelnätverk har blivit allt vanligare och ett stort antal har startats i Sverige under de senaste åren (Helle, 2004). Studier på området visar att det avgörande för bildandet av nätverk är att det finns någon som agerar som sponsor för nätverket. Det kan vara en högskola, teknikpark eller någon som har intresse av att samla ihop kompetent kapital för att forma ett nätverk (ibid.). Affärsänglar ingår många gånger i nätverk som är en kombinationskanal mellan privata riskkapitalinvesterare och entreprenörer som söker riskkapital (Mason och Harrison, 1997). Nätverken erbjuder kommunikation via Internet, möten och olika publikationer. Genom att synliggöra entreprenörer och affärsänglar för varandra förenklas matchningsprocessen på riskkapitalmarknaden. I en studie gjord av Osnabrugge och Robinson (2000) framgår att affärsänglar i nätverk kommer i kontakt med fem till tio procent av de totala affärsängelinvesteringarna som görs årligen i USA. I Sverige finns ingen liknande studie tillgänglig.

I Sverige träffas investerare och knyter kontakter via formella nätverk som exempelvis Almi. Almi har en väl fungerande organisation för att matcha ihop rätt affärsängel med rätt entreprenör. Interaktionen går till så att ett potentiellt företag får kort redogöra för sin affärsidé. När detta är gjort får entreprenören eller företaget hjälp med att förbättra sin affärsplan och kan på så sätt locka till sig fler affärsänglar. Almi ser sedan till att företaget får träffa affärsänglarna via ett personligt möte för att se om intresse uppstår. Om företaget och

affärsängeln kommer överens är Almis del i arbetet avslutat (Stålberg, 2005-11-03[11]). Alla formella nätverk fungerar inte på samma sätt, men deras övergripande metoder är tämligen lika.

4.6.2 Informellt nätverk

Affärsänglar som investerar via informella nätverk investerar ofta i vänners och familjers företag. Dessa företag är ofta små och har inte alla gånger en hög tillväxtpotential (Kaarlgard, 1998) Det informella nätverket består inte enbart av vänner och familj, även advokater, revisorer och aktiemäklare kan ingå. Entreprenörer söker många gånger riskkapital via sitt personliga nätverk. Genom att söka via sina personliga kontakter kan affärsidén presenteras för en potentiell affärsängel. Även affärsänglar söker investeringsförslag via informella nätverk. Det positiva med ett informellt nätverk är enligt Osnabrugge och Robinson (2000) att det är det lättaste sättet att komma i kontakt med en samarbetspartner.

4.7 Due Diligence

Due Diligence innebär att affärsängeln gör en ingående förundersökning för att utvärdera investeringsförslag och för att bestämma om kapitalinvestering ska ske. Denna process inkluderar att affärsängeln tittar på ledningsteamet, marknaden, konkurrenter, företagshistoria och finanser (Amis och Stevenson, 2001). Få affärsänglar förstår vilka dessa baskriterier är och därför fattar de dåliga investeringsbeslut anser Amis och Stevenson (ibid.). En väl utförd *due diligence* kräver tillgång till expertis. För att göra en ordentlig bedömning av investeringsmöjligheten måste affärsängeln ha tillgång till experter som bättre förstår vidden av affärsmöjligheten och har erfarenhet från de olika kunskapsområdena som behandlar den aktuella investeringen (Bradley, Benjamin och Margulis, 2002).

Att täcka alla tänkbara delar som omfattar en *due diligence* och ta in kvalitetsexpertis kan bli väldigt kostsamt. Revisorer, advokater, industriexperter samt bakgrundskontroll av investeringsmöjlighetens huvudfokus bidrar alla till en dyrbar nota. Även om *due diligence* rekommenderas och är värd varje krona kommer det att ge avtryck i affärsängelns plånbok (Bradley, Benjamin och Margulis, 2002).

Due diligence kan sägas vara en plan för bedömning, försiktighet, aktsamhet samt

[11] Intervju med Göran Stålberg på Almi Företagspartner (se bilaga 1).

beslutsunderlag som en person förväntas utföra under specifika förhållanden. Vid en *due diligence* undersöker och granskar affärsängeln det företag som denne är intresserad av att investera i. Det finns olika former av *due diligence*, exempelvis finansiell *due diligence* som innebär att affärsängeln tittar på företagets finansiella historik samt nutida situation. Sedan finns även en affärsinriktad *due diligence*, vilken är mer använd av affärsänglar. Denna innebär att affärsängeln undersöker branschen. Bland annat undersöks då hur konkurrensen är, vilken möjlighet till nyetablering som finns och därtill även den förhandlingsstyrka som köpare och leverantörer kan tänkas ha (ibid.). Denna *due diligence* process kan liknas vid företagens riskbedömningsprocess som återfinns i figur 2.

4.8 Kriterier för utvärdering

För att finna den mest lämpade företagsinvesteringen finns det en rad olika kriterier som måste utvärderas och bedömas. Genom att affärsänglarna investerar sitt egna kapital bär de själva ansvaret och risken för hur en investering lyckas. Av denna anledning menar Mason och Stark (2004) att affärsänglar kan ha olika utvärderingskriterier. De flesta affärsänglar har ett antal uppställda utvärderingskriterier som de tittar på när de bedömer ett investeringsförslag (Osnabrugge och Robinson, 2000). Beroende av hur väl investeringsförslaget stämmer överens med affärsängelns utvärderingskriterier accepteras eller avvisas investeringsförslaget. Nedan kommer några av de utvärderingskriterier som framkommit enligt undersökningar av Landström (1997) och Helle (2004) att tas upp.

4.8.1 Entreprenören och teamet

Det dominerande kriteriet vid investeringsbedömning är entreprenören enligt en undersökning gjord av Landström (1997). Entreprenörens egenskaper och förmåga att göra rätt saker och leda företaget mot tillväxt ligger till grund för ett beslut om att investera (Landström, 1997; Helle, 2004). I de flesta fall investerar en affärsängel kapital i ett företag under en längre period, detta innebär att entreprenören måste ha den kompetens som krävs och att entreprenören delar samma åsikter som affärsängeln (Osnabrugge och Robinson, 2000).

Risken att entreprenören är asocial och inte kan samarbeta med andra undviks genom att det finns ett bra och väl fungerande team (Helle, 2004). Dessutom kan affärsängeln se det som ett kvalitetsmärke om ett projekt samlar flera människor som tror tillräckligt på företagets

framgång för att vilja satsa tid, energi och i vissa fall även kapital i företaget (ibid.). Det förutsätter naturligtvis att alla i teamet har rätt erfarenheter och kompetens. Aernoudt (1999) anser att det är viktigt med en god personkemi mellan affärsängeln och entreprenören i ett nära samarbete. När en affärsängel ska söka en potentiell affärsidé är det entreprenörens kvalitet som är det kritiska och inte själva affärsidén.

4.8.2 Förtroende

Sanner (1997) uttrycker förtroende som tilltro till egenskaper, förmåga, styrka eller tillförlitlighet hos någon eller något. Vidare har förtroende enligt Huemer (1998) en betydelsefull funktion för att skapa en välmående affärsrelation. Detta gäller inte minst för affärsänglar eftersom deras investeringar handlar just om affärsrelationer. Affärsänglar som investerar i tidiga skeden av ett företags utveckling måste ha förtroende för entreprenörens förmåga att fatta rätt beslut (Helle, 2004). Om det inte finns ett ömsesidigt förtroende kommer detta påverka företaget negativt. Huemer (1998) menar vidare att risk, osäkerhet och kontroll är villkor för förtroende. Det är tvivelaktigt om risk kan skapa förtroende, men den måste tas i beaktande för att uppnå ett långvarigt förtroende. Dessutom leder ett förtroende till viljan att ta en risk (ibid.). Osäkerhet leder däremot inte automatiskt till att ett förtroende skapas. En person kan använda sig utav ett uppbyggt förtroende för att på så sätt minska risken och slutföra uppgiften denne står inför. Kontroll kan däremot minska förtroendet genom möjligheten att kontrollera entreprenören (ibid.).

Harrison, Dibben och Mason (1997) hävdar att affärsängeln anser att uppbyggandet av ett förtroende ofta är nödvändigt för att en kapitalinvestering ska ske. Detta förtroende måste finnas redan i den första bedömningen av ett investeringsförslag. Förtroende förutsätter ärlighet och ska fungera åt bägge håll. Det innebär vidare att båda parter känner sig säkra på att den andre parten handlar på ett etiskt sätt (Helle, 2004). Vidare påpekar Helle (ibid.) att det finns en risk om entreprenören och affärsängeln passar alltför bra ihop och att det då blir mer trevligt umgänge och mindre fokuserat arbete.

4.8.3 Affärsängelns bakgrund

Mason och Stark (2004) påpekade i en studie att affärsängelns bakgrund och erfarenheter är av stor vikt vid deras beslutfattande avseende investeringsförslag. De investerar oftast inom branscher och det geografiska området de tidigare varit verksamma inom. Erfarenhet inom en specifik bransch gör det möjligt för affärsängeln att identifiera framtida investeringsförslag

som har en tillväxtpotential. Anledningen är att många affärsänglar vill ge något tillbaka till det samhälle och den bransch som de själva varit lyckosamma inom.

4.8.4 Affärsmöjligheten

Vad som enligt Osnabrugge och Robinson (2000) kommit att få en sekundär roll i utvärderingen och bedömningen av ett investeringsförslag är marknaden och produkten. Anledningen är att entreprenören har fått en stor betydelse för investeringsbeslutet. När en affärsängel ska bedöma marknaden och produkten är det enligt Landström (1997) snarare potentialen som de bedömer än dess styrkor och svagheter. Det handlar dessutom enligt Helle (2004) om att affärsidén är rätt i tiden och att produkten eller tjänsten är konkurrenskraftig. Vad som gör produkten eller tjänsten konkurrenskraftig är enligt en undersökning av Osnabrugge och Robinson (2000): dess försäljningspotential och kvalitet på produkten, tillväxtpotentialen på marknaden och marknadsnischen.

4.8.5 Ekonomiska kriterier

De ekonomiska kriterierna har en varierande betydelse för affärsänglar (Landström, 1997). En kortsiktig ekonomisk bedömning såsom återbetalningstid hade enligt Landströms (ibid.) studie en liten betydelse för affärsänglarnas investeringsbedömning. Vad som däremot visade sig viktigare var ett det fanns möjlighet till avkastning på satsat kapital och att en möjlig exit i framtiden är möjlig att genomföra. Det behöver inte vara någon speciell tidpunkt för exit utan snarare en möjlig försäljning av affärsängelns andel i företaget.

För en affärsängel finns det flera alternativ att genomföra exit på. Isaksson (2000) har kartlagt de olika alternativ av exit som är mest eftersträvbara. Marknadsnotering innebär att företaget noteras på en börs eller marknadsplats, exempelvis NGM Equity[12]. För en affärsängel är denna form ett hinder för en snabb exit eftersom man vid en börsintroduktion binds med vad man kallar lock-up bestämmelser som innebär att affärsänglarna är förhindrade att sälja sina aktier under en period på mellan 6 till 12 månader (Helle, 2004). Den andra är industriell försäljning, vilket innebär att köparen i de flesta fall är en aktör inom samma bransch som företaget verkar inom och köparen ser finansiella och marknadsföringsmässiga fördelar med köpet eller vill köpa in sig på en geografisk marknad, alternativt ta över det uppköpta företagets produkter (Helle, 2004). Det finns enligt Isaksson

[12] Tidigare SBI-listan. Har numera bytt namn till NGM Equity. Alternativ till Stockholmsbörsens listor, kraven för notering liknar O-listans. Handeln var tidigare manuell men sker nu i handelssystemet Tellus. NGM Equity, ägs av bolaget Nordic Growth Market NGM AB (Finansportalen).

(2000) även exit som inte eftersträvas. En sådan är återförsäljning till entreprenören, eftersom det innebär att affärsängeln bara får tillbaka satsat kapital och en annan icke-eftersträvbar exit är konkurs.

4.9 Förhandling och avtal

När en affärsängel väl valt att investera i ett företag måste vissa affärsmässiga villkor för investeringen förhandlas om. Många gånger sker förhandling om investeringen simultant, särskilt när det gäller värdering, förhandling om investeringen och investeringens struktur (Helle, 2004). Med investeringsstrukturen menas här hur affären läggs upp, exempelvis inflytande i företaget, investera kapital som ett engångsbelopp, aktivt engagemang eller viktiga värdepapper som säkerställer affärsängelns investering. Helle (2004) nämner två grundinställningar som gäller för affärsänglar när de ska förhandla om investeringen. Antingen väljer de att förhandla eller så väljer de att inte genomföra någon förhandling. När en affärsängel väljer att förhandla beror detta många gånger på att de är mer engagerade i sina investeringar och vet genom erfarenhet vad som kan gå fel när man väljer att inte förhandla och skriva avtal (Helle, 2004). Men det finns affärsänglar som faktiskt inte förhandlar till en början. Anledningen är enligt Helle (ibid.) att de är oroliga över hur samarbetet med entreprenören kan komma att påverkas.

Landström (1992) menar att antalet affärsänglar som uppför kontrakt är oklart, men antar att det är få. I en studie som Landström (1992) genomförde visade det sig att av 45 stycken aktiva affärsänglar krävde över hälften att ekonomisk rapportering skrivs in i avtalet, nästan lika många ville ha kapitaltillförseln reglerad. Vad som däremot lades mindre vikt vid var exit-strategier och principer för hur företaget ska drivas. Nedan redovisas Landströms (1992) undersökningsresultat.

Avtalet:	**Andel ”alltid”:**
Skriftliga avtal	59 %
Krav på ekonomisk rapportering	53 %
Principerna för hantering av ägarskiften och anställningsavtal med företagaren	41%
Krav på styrelsepost	27%

Reglerna för ”exit” i företaget	27%
Principerna för hur företaget ska drivas	22%

Figur 3: Vad den informella riskkapitalisten anser är viktigt att reglera i kontraktet.

Källa: Landström, 1992

De avtal som flitigt används av företag och affärsänglar är aktieägaravtal[13] som regleras i aktiebolagslagen[14] och enkelt bolagsavtal[15]. Aktieägaravtal används för att försäkra sig om att aktierna inte får olika värde när det blir fler ägare. Risken är annars att ägarna blir osams. Enkelt bolagsavtal använder företag då målsättningen och teamet i företaget ska tydliggöras. Det enkla bolagsavtalet används för att skydda minoritetsintressen och se till att bolaget inte tar skada. Som komplement till det enkla bolagsavtalet finns ett aktieägaravtal där de externa aktieägarna finns förtydligat. De två avtalen kopplas ihop för att de externa aktieägarna ska bli lugna och känna en trygghet avseende sina investeringar.

[13] Aktieägaravtal: Avtal mellan ägare till ett bolag. Aktieägaravtalet reglerar normalt frågor om styrelsen, bolagets ledning, beslutsregler, frågor om försäljning och värdering av ägandet (Helle, 2004).
[14] Enligt aktiebolagslagen (2005:551) finns det möjlighet att ta in förbehåll i bolagsordningen (Databas: SFST).
[15] Bolagsmännens inbördes rättigheter och skyldigheter under bolagets bestånd bestäms genom avtal, jmf 2 kap. 1 § lagen (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag.

5. Empiri

I detta kapitel redogör vi för den empiriska undersökningen vilket innebär att vi kommer att skildra de intervjuer som genomfördes inför uppsatsen. De respondenter som kommer att återfinnas här är affärsänglarna A1, Christian Hedborg och Katarina Bonde.

5.1 Intervju med Affärsängel 1 (A1)

Kategori av affärsängel: *Enskild affärsängel.* ***Roll:*** *Aktiv och i vissa fall en styrelseroll.*

5.1.1 Bakgrund

A1 som endast är 34 år har framgångsrikt startat och drivit flera företag. Han har en examen från Kungliga Tekniska högskolan och har doktorerat i matematik. Idag har han allt sitt riskkapital investerat i olika företag och arbetar extra som konsult på ett företag i Stockholm. För att minska riskexponeringen och risken att hamna i svår ekonomisk kris ser han till att ha ett inflöde av kapital (inkomst i form av lön). Förutom att vara konsult är han involverad i 24 olika affärsprojekt som han investerat kapital i. Den bransch som A1 främst investerar i är inom teknologi, då han har störst kunskap om den branschen. Varför A1 valt att investera sitt kapital som riskkapital beror på att han anser att det är omväxlande, spännande och roligt. Han kan få större avkastning än aktieindexet samtidigt som han på detta sätt vill bevisa för sig själv att han kan.

5.1.2 Används risk management för att hantera risk och osäkerhet

När A1 ska bedöma och hantera osäkerheten om huruvida en investering kan gå fel är det enligt A1 viktigt att veta om han har råd att förlora de pengar som han investerar. När han bedömer detta bestämmer han även hur mycket som han kan lägga på en företagsinvestering. Efter att ha gjort denna bedömning är gjord utvärderar han ett investeringsförslag eller så söker A1 aktivt efter en investering. När ett investeringsförslag kommit A1 tillhanda är det viktigt enligt honom att bedöma om investeringen är acceptabel eller inte. Därefter fattas ett investeringsbeslut och investeringsprocessen sätts igång.

På frågan om A1 anser sig använda någon risk managementprocess när han utvärderar, bedömer och hanterar ett investeringsförslag ansåg A1 att han inte genomför en liknande process som ett etablerat företag med stora resurser gör. Advokater och revisorer med *due diligence* – kunskaper är kostsamma och det har A1 inte alltid råd med. A1 utför därför en

som han hoppas tillräcklig *due diligence* för att vara på den säkra sidan. Förklaringen till detta är enligt A1 att affärsänglar är fristående individer som inte har den tid och det kapital som behövs för att bedöma och hantera risker och osäkerheter som kan uppkomma under en investeringsprocess. Dessutom är det fråga om beslut för att investera, och enligt A1:s mening inte hur de ska lösa risken med ett framtida krigshot mot Sverige.

5.1.3 Utvärderingskriterier

När A1 har beslutat sig för att genomföra en ny företagsinvestering är ett av de mer betydelsefulla utvärderingskriterierna entreprenörens kunskaper att driva ett företag och teamets sammansättning. Anledningen är enligt A1 att allt hänger på kombinationen av entreprenören och teamet som ska driva företaget. ”Ett bra team kan få den sämsta affärsidéen att slå igenom” påpekar A1. Efter det kriteriet är det förtroendet mellan A1 själv och entreprenören som är viktigt. Genom att se om ett förtroende kan byggas upp testar A1 hur det är att arbeta ihop med entreprenören. När ett samarbete testas på detta sätt framkommer enligt A1 mål, förväntningar och kunskaper alltmer under samarbetets gång. Utefter denna insikt om hur förtroendet fungerar fattar A1 ett beslut om en investering ska ske eller inte. Om förtroendet inte skulle infinna sig investerar inte A1, även om affärsidéen eller investeringsförslaget känns bra.

När A1 ska söka efter ett nytt investeringsförslag söker han aktivt via sitt informella nätverk som till mesta dels består av vänner och tidigare affärsbekanta. Dessutom har han kontakter på Kungliga Tekniska högskolan som han kan få investeringsförslag från. I vissa fall tar entreprenören för en affärsidé själv kontakt med A1 genom att denne haft kontakt med en av A1:s informella kontakter och på så sätt fått tag på A1:s telefonnummer. ”Genom att jag använder mig av mitt informella nätverk har jag redan det förtroende som behövs för att en investering ska bli realitet” säger A1. Att investera i vänners och familjens affärsidéer är något som A1 ogärna gör för att undvika intressekonflikter. Efter att han kommit i kontakt med en affärsidé bedömer han hur affärsidén ser ut och om den ligger rätt i tiden. Om förslaget verkar intressant kontaktar A1 entreprenören för möten där frågor som inte har blivit besvarade tas upp.

Ytterligare ett kriterium som A1 anser vara viktigt när han investerar i företag som befinner sig på den svenska marknaden är huruvida affärsidén går att internationalisera. A1 tydliggör

detta genom att påpeka att den svenska marknaden är så pass liten att ett företag i dag måste kunna ta sig ut i den stora världen, speciellt när det gäller teknologi.

När A1 har kommit en bit in i utvärderingen av investeringsförslaget är det viktigt att se om det finns en möjlig exit att genomföra. För A1 innebär en exit att han på något sätt, oavsett vilken tidpunkt eller för vilken summa som investeringen kan avvecklas för, har en större möjlighet att uppnå planerad avkastning. Men en exit är enligt A1 mycket svår att bedöma i ett investeringsförslag som ännu inte har mynnat ut i ett företag. På frågan om vad som är viktigt att tänka på som ny affärsängel påpekar A1 att ”man som affärsängel måste ha råd att förlora det kapital som man satsar”. För att sprida risken och osäkerheten med en investering, investerar A1 i flera olika företag och affärsidéer.

5.1.4 Förhandling och avtal

A1 förhandlar endast i de fall då han investerar stora belopp. Anledningen är enligt A1 själv att han väljer att inte förhandla om pris eller roll i företaget i ett tidigt skede för att han är rädd om samarbetet och förtroendet. Om företaget sedan växer och företaget blir i behov av mer kapital är det viktigt att A1 snabbt sluter ett aktieägaravtal. Detta brukar oftast inte vara ett problem för A1 eftersom han i det läget redan kommit att få en bra kontakt med entreprenören och teamet.

5.1.5 Aktiv versus passiv roll för att säkra investeringen

Den roll som A1 oftast tar är en styrelseroll. Han är aktiv i företaget under de första osäkra faserna i företagets utveckling. Genom styrelserollen får A1 större inflytande i företaget och kan vara med och fatta viktiga beslut som kommer att påverka hans investering. Om det inte är fråga om en stor kapitalinvestering antar A1 en mindre aktiv roll i företaget, anledningen är att investeringen inte kommer att påverka hans ekonomi i väsentlig grad. Genom sin investeringsstrategi som går ut på att investera i flera olika affärsidéer kan han heller inte lägga ner lika mycket tid i varje företag. ”Om man ska investera i företag som affärsänglar gör måste man ha ett bra förhållande till risk, man måste våga för att vinna”, avslutar A1 med.

5.2 Christian Hedborg (Kunskapsängel)

Kategori av affärsängel: *Kunskapsängel.* ***Roll:*** *Aktiv roll.*

5.2.1 Bakgrund

Hedborg är civilekonom från Handelshögskolan och föddes i Bryssel 1954. Hedborg började sin yrkesbana med att arbeta med försäljning på linjeflyg, därefter med internationell marknadsföring och som projektledare på ASG Transport Development. På Consultus, där han började 1985, var han managementkonsult och arbetade främst med affärsutveckling och internationalisering av tjänsteproducerande företag. I slutet av 1994 startade Hedborg företaget Next Strategies med inriktning på ”venture management” dvs. att hjälpa mindre företag med expansionsplaner. Exempel på företag som han engagerat sig i är SkandiaMäklarna och Equator European Architechts.

5.2.2 Används risk management för att hantera risk och osäkerhet

Hedborgs riskhanteringsprocess ser annorlunda ut jämfört med företag och andra affärsänglar. Eftersom det inte är kapital utan tid som Hedborg riskerar att förlora är det för honom en bedömning av affärsidén som är viktigast. Skulle han lägga ner mycket tid på något som han tror på och gillar, är det inte lika smärtsamt om det sedan går dåligt eftersom han inte investerat något kapital. Enligt Hedborg är det alltså inte någon ordentlig och utförlig riskbedömning han utför. Han gör en bedömning om han har den tid att lägga på ett aktuellt projekt, om det är tillräckligt intressant och om han kan tillföra något.

Enligt Hedborg är det egentligen alltid en risk att ge sig in i ett projekt, det kan resultera i dåligt ryckte, han kan komma i kontakt med fel personer etcetera. Detta är dock inget Hedborg tänker på i riskbedömningsprocessen, utan det är en bedömning han gör allteftersom arbetet i företaget fortgår. Det enda som han kan likna vid risk management är den *due diligence* som han utför och den är mest baserad på Hedborgs tidigare erfarenheter och upptar inte mycket resurser i tid. Han tror därmed att han skiljer sig en del från andra affärsänglar som även satsar kapital.

5.2.3 Utvärderingskriterier

För Hedborg som inte satsar kapital utan tid och engagemang är det viktigt att få en bra känsla för affärsidén. Eftersom han är väldigt intresserad av att komma i kontakt med idéer

där han kan känna att han har något att tillföra gör han en bedömning av huruvida det är relevant för honom. Om relationen med entreprenören däremot skulle visa sig vara bra kan Hedborg tänka sig att gå in i nästan vad som helst. Detta på grund av att han då känner att det finns en öppenhet som bygger på att Hedborg kan vara ärlig vad gäller kunskaper om just den branschen och produkten/tjänsten. Vad han kan tillföra är erfarenheter från andra områden som entreprenören har brister i. För att det ska vara aktuellt gör Hedborg en bedömning av entreprenörens erfarenheter, kunskap och drivkraft. Frågan han ställer sig själv är hur han känner för entreprenören, är det någon han litar på, har denne själv erfarenheter inom branschen och företagsutveckling. Om Hedborg väljer att gå in i ett projekt vill han först testa hur det är att arbeta ihop med entreprenören och om ett vidare samarbete är möjligt. Anledningen till att han väljer att göra detta är att han anser att förtroende för varandra är en viktig förutsättning för att de ska lyckas tillsammans.

Hedborg listar i följande ordning vad han anser är viktigt vid investeringar: I) Känsla för produkten/tjänsten, II) Entreprenören och III) Möjligheten på marknaden. Vad gäller marknaden går Hedborg efter vad entreprenören tror eller så förlitar sig Hedborg på sin egen efterforskning huruvida det finns möjlighet till tillväxt.

Vidare försöker Hedborg bedöma om entreprenören klarar av det som denne företagit sig. För Hedborg är det avgörande med tanke på hur han ska värdera riskerna med att gå in i start-up företag, vilket han vanligtvis inte gör. Hedborg försöker bedöma om det finns en kommersiell ådra hos entreprenören för att lättare bestämma varför han ska gå in i det aktuella projektet. När Hedborg bedömer marknaden måste branschen vara intressant och möjlighet till marknadstillväxt måste existera för att han ska vilja gå in och lägga ner tid på projektet. Hedborg påpekar att det är viktigt för honom att förstå tekniken bakom en produkt, men att helheten inte är lika viktig för att kunna förklara möjligheterna med produkten för andra intressenter. Vad som även är mindre viktigt är finansiering och kapital, speciellt i start-up företag som ännu inte har ett stort inflöde av kapital. Eftersom Hedborg oftast inte väljer att gå in i projekt där kapital krävs av honom i tidigt skede har han heller inga preferenser för exit-strategier.

Vidare nämner Hedborg att han kan tänka sig högriskprojekt (branscher som han inte har någon kunskap om) om det är ett företag/entreprenörer som han har haft kontakt med tidigare och som han litar på. Det kan då bestå av en VD eller ett företag, men där affärsidén har brister. Anledningen till detta är att han förlitar sig på just dessa entreprenörer eftersom de

lyckats tidigare och han dessutom har kunskap om hur de arbetar och att de satsat egna pengar i det aktuella företaget. I många fall där Hedborg kommit i kontakt med affärsidéer har det varit via hans informella nätverk. Bland annat berättar Hedborg om en affärsidé han för tillfället är inblandad i där han är passiv ägare. Han kom i kontakt med affärsidén genom en bekant som han tidigare arbetat med och där förtroende vuxit sig starkt med tiden. Hedborg visste även att entreprenören hade stor erfarenhet från den aktuella branschen. Eftersom han litar på att entreprenören kan sin del har han valt att endast investera tid utan någon form av aktivt deltagande. Visserligen påpekar Hedborg att detta gör att risken blir högre då han inte är helt insatt i vad som sker under processens gång och dessutom inte kan något om branschen. Men här är det personen i fråga som har lett till att han litar på sin bedömning.

5.2.4 Förhandling och avtal

Förhandling och avtal är något som Hedborg tar en extra titt på. Eftersom Hedborg oftast inte satsar något kapital är det inte viktigt för honom att förhandla och skriva avtal till en början. Han kan arbeta en längre tid med affärsidén och bistå med att svara på frågor via telefon, men när det börjar dra ihop sig till mer tidskrävande arbete ser Hedborg till att säkra upp genom att två avtal kommer till. När företaget bildas trycker Hedborg på vikten av ett aktieägaravtal då detta minskar andra aktieägares orolighet om ägarna skulle bli osams, eller hoppa av eftersom de inblandade klargjort hur stor respektive aktieandel är. Enkelt bolagsavtal används för att målsättning och roller ska bli tydliga och för att minska risken för missförstånd och konflikter.

När Hedborg ska hantera de risker som kan finnas eller som kan dyka upp under projektets gång litar han mycket på sin och sina medarbetares erfarenheter för att lösa problem i samband med risker. Han menar på att det inte finns någon anledning att oroa sig i onödan förrän problemen dyker upp. Hedborg påpekar däremot avtalets betydelse för att inte företaget ska ta skada. Finns där inga ordentligt skrivna avtal kan det bli problem om motsättningar mellan team-medlemmarna uppstår. Problem av denna art ska man lösa innan problemen dyker upp, genom att upprätta avtal för vad som gäller när tvister uppstår. Detta för att få till en snabb lösning och undgå otrevliga och långa efterföljder. Därmed är det också viktigt att göra en bra bedömning av grundarna för företaget från början för att undvika konflikter i högre utsträckning enligt Hedborg.

5.2.5 Aktiv versus passiv roll för att säkra investeringen

Personligen går Hedborg helst in i företag som kommit igång med sin verksamhet, men som ännu saknar kunskapen för att komma vidare. Det är naturligt för honom eftersom han inte har det kapital som krävs för att engagera sig i start-up. Hans engagemang skiljer sig åt beroende på uppdrag. I vissa fall nöjer han sig med att vara relativt passiv och är med i projektet en dag i veckan eller så nöjer han sig med att föra diskussioner per telefon och träffa entreprenören någon till ett par gånger i veckan. Mer aktiv blir han när han hållit på ett tag med en affärsidé som han blivit mer och mer engagerad i. Då kan han lägga ner flera dagar i veckan på affärsidén. Anledningen till att han antar en mer aktiv roll i vissa projekt och engagerar sig mer är att han i dessa når en punkt där han förhandlar med entreprenören om att få sig tilldelat en del av företaget för att fortsätta. I dessa fall vill han säkra upp att den delen får ett så stort värde som möjligt, vilket bättre kan kontrolleras genom ett aktivt deltagande.

5.3 Katarina Bonde

Kategori av affärsängel: *Nätverksängel.* ***Roll:*** *Passiv, aktiv och styrelseroll beroende på investering.*

5.3.1 Bakgrund

Katarina Bonde har en examen i teknisk fysik från Kungliga Tekniska högskolan 1978-1984. Därefter har hon även parallellt med arbetet läst ekonomi och juridik på Stockholms Universitet. Hon har internationell affärserfarenhet från sina år i USA. Bland annat var hon ansvarig för marknadsföring och sälj på Capture International Ltd där hon var högst delaktig i att få in 100 miljoner dollar i riskkapital. Hon har även hunnit med att vara chef för marknadsutvecklingen på Dun och Bradstreet Software och vice vd för marknadsföring och försäljning på Timeline. I Sverige var hon verkställande direktör för Programator Industri, som senare gick ihop med Cap Gemini Ernst & Young. På Digital Equipment Corporation har Bonde erfarenhet från marknadsföring, sälj och ledning. Bonde sitter med i flera styrelser i både USA och Sverige och är engagerad i riskkapitalfrågor och affärsänglar. I Sverige sitter hon bland annat i styrelsen för svenska riskkapitalföreningen och Framfab AB. Bonde har valt det här sättet att investera eftersom hon kan branschen och vill följa utvecklingen och ta del av dess potential till hög utdelning. Dessutom ger det henne glädje och tillfredställer den nyfikenhet som hon har för entreprenörskap.

5.3.2 Används risk management för att hantera risk och osäkerhet

Bondes risk management går ut på att säkerställa vad hon inte har råd att riskera i och med en investering. Till att börja med avgör Bonde hur mycket kapital hon är beredd att satsa och hur mycket hon har råd att förlora. För Bonde är det enkelt, hon ser till att räkna bort de saker hon håller kärt, såsom underhåll för familjen, hemmet och sparande i pensionsfonder med mera. Uppskattningsvis har hon efter den kalkylen cirka tio procent kvar av det sammanlagda kapitalet att satsa i olika projekt.

När det gäller risker och osäkerheter i samband med en bedömning av själva investeringen utför hon en, enligt henne själv, omfattande *due diligence*. Hon vet av att den kan skilja sig mycket åt mellan affärsänglar, men att hon av erfarenhet lärt sig betydelsen av att utföra en grundlig sådan. Dessutom har hon mycket i huvudet som inte behöver stå nedskrivet i en *due diligence*. Det kan exempelvis vara felsteg hon begått tidigare och aldrig har för avsikt att upprepa. Enligt Bonde finns det lite erfarenhet bland affärsänglar och många upprepar andras misstag, vilket är onödigt. Förklaringen till att Bonde känner stor säkerhet inför investeringar är just det att hon kan använda sig av sitt formella affärsängelnätverk för att göra en mer omfattande *due diligence* och samtidigt spara tid och pengar. För Bonde innebär det en trygghet vid investeringen att ha det formella affärsängelnätverket att tillgå.

5.3.3 Utvärderingskriterier

När Bonde står inför en ny investering är det mycket som påverkar hennes beslut att investera eller inte. Det första Bonde tittar på är den eller de personer som hon ska arbeta tillsammans med den närmaste tiden – entreprenörerna. Är affärsidén unik på något sätt och hur marknaden ser ut för den produkt/tjänst som entreprenörerna vill sälja. Det är också bitar hon går igenom. Kort sagt gör Bonde en helhetsbedömning av alla de ovan nämnda parametrarna för att skaffa sig en bättre uppfattning om projektet är intressant för hennes del. Enligt Bonde ska man ha klart för sig att det innebär en större risk desto tidigare man går in i ett projekt. Det är därför som Bonde verkar mestadels i företagens expansionsskeden.

Entreprenören är en person som det är viktigt att kolla upp. Antingen har Bonde fått rekommendationer från andra eller så känner hon av om det är en person som hon skulle kunna arbeta och komma överens med. Vet hon inget om personen sedan tidigare använder hon sig av sitt formella affärsängelnätverk. Bonde går sedan vidare och träffar alla de som för henne är nödvändiga nyckelpersoner för att kunna göra en slutlig bedömning av

investeringen. Enligt Bonde är det en emotionell process som ligger till grund för många beslut, vilket skiljer sig från Venture-capitalbolagen.

En genomgång av företagets historia vad gäller likviditet, kunder och framtidsvisioner är också en del av bedömningen. Är det något unikt med företaget är en fråga som Bonde ställer sig för att försöka komma fram till rätt beslut.

Det är även viktigt för Bonde att innan hon går in i ett projekt se till att ha gått igenom entreprenörens planer med företaget. Det kan visa sig att entreprenören inte alls är intresserad av att växa eller sälja företaget vidare. Det kan då vara lämpligt att avstå. Det kommer inte att generera någon nämnvärd avkastning för Bonde om entreprenören har tänkt sig att ha endast ett par anställda. Kommer Bonde och entreprenören dock överens om att satsa på en exit, är det viktigt att försäkra sig om att det finns en potentiell köpare på marknaden eller om det är möjligt att genomföra en börsintroduktion. Ett måste för att något av dessa två mål ska förverkligas är dock att produkten/tjänsten går att internationalisera. När det gäller tidsaspekten gör Bonde klart för sig om det är rätt investering i förhållande till när avkastning önskas. Bioteknik är till exempel ett område där det kan dröja åtskilliga år och mycket stora investeringar innan något resultat visar sig. Har affärsängeln inte detta klart för sig finns det stor risk att pengarna går förlorade påpekar Bonde.

När det gäller produkten/tjänsten tittar hon inte bara på om det är något helt nytt, utan det kan även vara något befintligt som entreprenören kan göra bättre eller på ett annat sätt. Genom att satsa på den ovan nämnda typen av projekt minskar Bonde risken eftersom det finns en befintlig marknad med efterfrågan inom området. En produkt/tjänst inom ett helt nytt område innebär en större risk, vilket för Bonde oftast inte är lika intressant, men visst sker undantag. För att minska risken ytterligare ger sig Bonde oftast och helst in i branscher där hon själv har erfarenhet och kunskap. Då kan hon både tillföra något och själv bedöma riskerna. Det händer dock att Bonde ger sig in på för henne helt nya områden, men då litar hon fullt ut på det formella affärsängelnätverk som hon är medlem i. Det kan gå till på så sätt att hon skickar en affärsplan till en annan affärsängel eller kontaktperson i det formella affärsängelnätverket för att få affärsidén utvärderad. Bonde litar på utvärderingen och går sedan på den linjen.

Ett annat sätt att hantera risken är att Bonde ser till att ha råd att investera i de nästföljande investeringsrundorna. Att inte ha det är ett vanligt fel som affärsänglar gör enligt Bonde. Om

Bonde före investeringen underlåter att gå igenom om hon har råd att fullfölja finns risken att hennes andel blir mindre värd och investeringen knappt blir något värd i slutändan.

5.3.4 Förhandling och avtal

Om det skulle visa sig att entreprenören eller någon annan i företaget inte är lämplig enligt Bonde och det innebär att hon vill fortsätta, försöker hon lösa det genom att komma överens om att personen byts ut. Det kan lämpligast lösas genom att upprätta avtal vid investeringens inledningsskede.

Något som är oerhört viktigt för att inte riskera att företaget inte utvecklas som Bonde tänkt sig är att förhandla med entreprenören på ett sådant sätt att entreprenören inte känner sig i underläge och se till att entreprenören inte förlorar på affären. Visst kan Bonde göra ett för henne fördelaktigt avtal, men vad tjänar det till om entreprenören sedan tappar gnistan eller vill hämnas genom att inte visa engagemang. Resultatet kan bli ödesdigert och leda till att företaget inte blir värt någonting. Det är med andra ord en balansgång.

Ett annat sätt att säkra upp sig mot eventuella senare investerare och andras inflytande i företaget är att genom avtal få preferensaktier[16]. Bonde ser alltid till att hon har preferensaktier eftersom det nästan alltid kommer en tid då Venture-capitalbolagen träder in i affären och de förhandlar nästan alltid också till sig preferensaktier. Därmed har Bonde samma förutsättningar som senare investerare.

5.3.5 Aktiv versus passiv roll för att säkra investeringen

Entreprenören är själva hjärtat för projektet och därför ser Bonde till att driva ett nära samarbete med denne för att försäkra sig om att vara nära till hands om viktiga beslut behöver tas eller händelser sker som kräver kompetens och handlingskraft. För att förfoga över möjligheten att göra det ser hon till att få en styrelseplats eller att någon annan i affärsängelnätverket tar en styrelseplats, vilket då leder till att Bonde tar en mer passiv roll i investeringen. Det fina med formella affärsängelnätverk är enligt Bonde att det finns erfarenheter och kunskaper inom i stort sätt alla områden, vilket innebär att hon känner sig säker vare sig hon är passiv eller aktiv.

[16] Preferensaktie: Aktie i ett bolag som givits en eller flera särskilda rättigheter i jämförelse med de vanliga stamaktierna. Det kan vara fråga om särskild rätt till utdelning och/eller särskild rätt till tillgångarna vid en likvidation (Helle, 2004).

Eftersom Bonde ingår i ett formellt affärsängelnätverk anser hon att vissa risker minskas på grund av att det finns en kommitté som filtrerar bland affärsidéerna. Det är bara de bästa som kommer igenom nålsögat. Därmed kan affärsänglarna bättre försäkra sig om att det är professionella och seriösa entreprenörer de har att göra med. Bonde sparar dessutom tid eftersom hon slipper gå igenom de ointressanta projekten. För Bonde innebär det att hon kan ta en aktiv roll med mer fokus på det hon kan och en passiv roll i allt det som hon får hjälp med från det formella affärsängelnätverk.

6. Analys och resultat

I analysen jämför vi empirin med teorin och den tidigare forskningen för att besvara syftet med uppsatsen. Analysen och resultatet baseras på de områden som vi tidigare redogjort för i uppsatsen.

Syftet med denna uppsats var att se om affärsänglar använder sig utav risk management-processer för att identifiera, bedöma samt hantera risker och osäkerheter i samband med företagsinvesteringar. I undersökningen har vi tittat närmare på vissa kriterier för affärsänglarnas utvärdering vid företagsinvesteringar, för att kunna identifiera deras tillvägagångssätt för att minska risker och osäkerheter.

6.1 Risk management

Av empirin framkom att affärsänglarna har en riskhanteringsprocess i åtanke, men att den inte är en lika väldefinierad och utvecklad process som processen enligt risk-management teorierna. Risk management teorierna tar upp fler parametrar och grundligare analyser med inslag av matematiska uträkningar. Dessa teorier är utvecklade att användas av företag. Att affärsänglarnas process skiljer sig från företagens beror troligen på att affärsänglarna är enskilda individer och därför saknar de resurser som företag besitter. Visserligen utför de flesta affärsänglar i viss mån *due diligence*, som kan liknas vid en riskbedömningsprocess, men den skiljer sig en del åt mellan de olika kategorierna av affärsänglar, detta beroende på kontakter, erfarenhet och resurser i form av kapital och tid. Även om affärsänglarna kan sägas utföra en viss *due diligence* så använder de inte någon systematisk dokumenterad metod.

”Advokater och revisorer med *due diligence*-kunskaper är kostsamma och det är inte alltid som jag har råd med dessa” säger A1. Den ensamma affärsängeln gör ofta en mindre omfattande *due diligence*. Anledningen är att den ensamma affärsängeln inte har så stora resurser att lägga ner, då det endast är dennes kapital som skall betala *due diligence*. En fördel som nätverksängeln har genom sitt formella affärsängelnätverk är att denne kan dela upp *due diligence* med andra i nätverket och på så sätt spara tid. De formella affärsängelnätverk som nätverksängeln ingår i har alltmer börjat få en struktur som liknar ett företags riskhanteringsprocess, varför nätverksängelns *due diligence* ser annorlunda ut jämfört med de andra kategorierna av affärsänglar. Kunskapsängeln har en mer begränsad

riskhanteringsprocess än de två andra affärsängelkategorierna. I och med att kunskapsängeln inte investerar eget kapital anses riskerna inte vara lika stora och en mindre omfattande *due diligence* genomförs jämfört med de två andra affärsängelkategorierna.

Om en grundlig *due diligence* genomförs kan processen liknas vid den risk-managementprocess som företag utför. Den *due diligence* som affärsänglarna gör är dock inte lika omfattande som den företagen gör. Det är inte heller exakt samma risker som företagen identifierar. Affärsänglarna vet redan från första början att den största risken ligger i att förlora det investerade kapitalet och eventuellt även att hamna i ett socialt underläge. Det är risker som inte förekommer i samma utsträckning för företag. Dessutom behandlar risk management risker som brand, inbrott och liknande händelser som inte affärsängeln behöver ta hänsyn till, då de inte är en etablerad rörelse. Företag tittar även på fler kriterier inför ett beslut som gör att de blir mer inriktade på att följa trender för att undvika ett alltför stort risktagande. För affärsänglar handlar det om en mer avsmalnad riskhantering där de endast tittar på ett fåtal kriterier. Någon aktiv identifiering av risker sker inte för att systematiskt analysera riskerna med investeringen för att hitta det lämpligaste handlingsalternativet. Istället är riskhanteringen integrerad i den *due diligence* som affärsänglarna utför. Det har visat sig att den riskhantering som affärsänglarna använder sig utav anses acceptabel och tillräcklig, eftersom risk är något som de måste välkomna i högre utsträckning för att uppnå hög avkastning.

6.2 Utvärderingskriterier

För att analysera utvärderingskriterierna har vi utgått från figur 2 (beståndsdelarna av riskhanteringsprocessen). I och med att affärsänglar inte har en lika omfattande riskhanteringsprocess som företagen skiljer sig deras utvärderingskriterier åt. De utvärderingskriterier som affärsänglarna till största delen använder sig av kan liknas vid den del av riskhanteringsprocessen som benämns *riskvärdering*.

6.2.1 Entreprenören och teamet

Genomgående för alla kategorier av affärsänglar är att företagsinvesteringar ställer höga krav på entreprenörens kunskaper att driva företaget framåt. ”Det är viktigt att ha ett väl fungerande team” säger A1. De affärsänglar som lägger störst vikt vid entreprenören och teamet är nätverksängeln och den ensamma affärsängeln. Anledningen till varför dessa två

affärsängelkategorier lägger så stor vikt vid entreprenören och teamet kan bero på att det under företagets första inledande stadier är entreprenören som i stort sätt är företaget. Ofta är entreprenören även omöjlig att ersätta - denne är företaget och affärsidén. Alla tre affärsänglar i undersökningen väljer att avstå från att investera om de anser att entreprenören inte har den kunskap och erfarenhet som de menar krävs för att realisera affärsidén. Risken och osäkerheten är alltför stor i företagsinvesteringar och därmed måste affärsänglar vara noggranna i sina val av entreprenörer och team. Kunskapsängeln lägger dock inte lika stor vikt vid entreprenören, vilket kan förklaras med att denne inte lägger ner finansiella resurser och inte riskerar lika mycket som de andra två affärsängelkategorierna. ”Istället är det känslan för produkten eller tjänsten som är det viktigaste för att jag ska investera min tid i ett företag” säger Hedborg.

6.2.2 Förtroende

Eftersom investeringar som görs av affärsänglar många gånger inträffar i ett tidigt stadium av företagsutvecklingen, lägger affärsänglar mycket fokus på entreprenörens kunskaper samt förmåga att driva företaget. Detta innebär att förtroendet för entreprenören är av stor vikt. Anledningen till att affärsänglar måste förlita sig mycket på entreprenören är att det i tidigare skeden av ett företags tillväxt är entreprenören som affärsängeln investerar i och inte i ett etablerat företag, vilket gör att risk och osäkerhet mestadels förknippas med entreprenören.
Det informella och formella nätverket har stor betydelse vid företagsinvesteringar. Både för att komma i kontakt med nya investeringsförslag och rådfråga vänner, bekanta och familj. Nätverksängeln tar många gånger hjälp av bekanta som har den kunskap som denne saknar när ett investeringsförslag ska bedömas. I de fall som entreprenören tagit kontakt med affärsänglarna har det många gånger varit entreprenörer som affärsänglarna tidigare arbetat med eller känner till på annat sätt vilket stärkt relationen. För kunskapsängeln behöver inte så vara fallet, utan genom sin kompetens erbjuds denne en tjänst som inte behöver innebära att en längre relation är ett måste.

Den ensamma affärsängeln som inte ingår i ett formellt affärsängelnätverk, använder sig istället av sitt informella nätverk för att komma i kontakt med affärsidéer. Genom att den ensamma affärsängeln inte har ett väl uppbyggt formellt nätverk, utan bara kan förlita sig på förtroendet för den aktuelle entreprenören, begränsas den ensamma affärsängelns riskhantering till att endast involvera den ensamma affärsängelns egna erfarenheter och kunskaper. Nätverksängeln däremot har ett mer omfattande formellt nätverk än den ensamma

affärsängeln och kan därför förlita sig på personer i det formella nätverket. De andra nätverksänglarna i det formella nätverket har i sin tur ett uppbyggt förtroende för andra som inte nätverksängeln har direktkontakt med, men som denne kan förlita sig på. Genom att flera personer är involverade i nätverksängelns företagsinvesteringar kan osäkerheten begränsas för nätverksängeln och risken därmed minskas.

Affärsänglarna har större tillit till affärsidén om investeringsförslaget kommer från deras informella och formella nätverk. De bedömer ett investeringsförslag lite mer noggrant om det kommer från en person som de har stort förtroende för. Den upplevda risken och osäkerheten kan på så sätt minskas. Men den verkliga risken och osäkerheten kommer inte att påverkas oavsett om affärsänglarna har förtroende för någon eller inte. Utan det handlar mer om hur bra affärsidén är, än hur förhållandet är till den person som affärsidén kommer ifrån.

När en affärsmöjlighet ska utvärderas är det bland annat förtroendet som måste fungera för de flesta affärsänglarna oavsett vilken kategori de tillhör. Kunskapsängeln skiljer sig dock i viss mån från de andra affärsänglarna då denne inte riskerar att förlora kapital om ett samarbete inte skulle fungera. För den ensamma affärsängeln och nätverksängeln finns det en risk med att ett samarbete inte skulle fungera, som exempelvis om entreprenören missbrukar relationen, eftersom de då riskerar att förlora investerat kapital.

6.2.3 Affärsängelns bakgrund

Det finns skillnader mellan olika affärsänglars utvärderingskriterier. Exempelvis visade det sig att nätverksängeln inte är lika beroende av branschinriktning eftersom denne har möjligheten att rådfråga andra affärsänglar i nätverket som har mer kunskap inom den specifika bransch som investeringsförslaget rör. Genom nätverksängelns formella nätverk kan risken och osäkerheten inför obekanta branscher hanteras då olika branschkunskaper finns i nätverket. Även för kunskapsängeln är branschspecialisering inget krav. Om man ska dra ett resonemang kring specialiseringsstrategin (som innebär att aktören genom specifik kunskap inom en bransch kan minska den upplevda osäkerheten med en investering) stämmer det inte överens med nätverksängeln och kunskapsängeln. Däremot kan det vara svårare för kunskapsängeln eftersom kunskap om alla branscher inte är möjligt. Kunskapsängeln har endast möjligheten att bidra med den ämneskunskap som denne besitter. Det kan exempelvis vara ledaregenskaper och försäljning.

Specialiseringsstrategin stämmer bättre in på den ensamma affärsängeln som endast investerar inom en viss bransch. Genom att den ensamma affärsängeln helst håller sig till en specifik bransch minskar osäkerheten då de har kunskap om branschens marknad, teknologi och de nödvändiga kontakterna som kan vara avgörande för företagets överlevnad. Den ensamma affärsängeln som valt att konsekvent hålla sig inom en eller ett par industrier har också den fördelen att denne kan bygga sig ett namn som specialiserad på vissa typer av företag. Genom att investera i branscher affärsänglarna har stor kunskap om, minskas risken att företagsinvesteringen inte blir lyckosam.

6.2.4 Affärsmöjligheten

Eftersom kunskapsängeln ska tillföra något till företaget är det viktigt att denne har kunskap inom det område som affärsidén gäller. Det är därför inte lika viktigt att entreprenören eller teamet är helt tillfredställande. I det skedet handlar det inte så mycket om att ta en risk. Det kan dock vara betydelsefullt för kunskapsängeln att beakta att entreprenören bakom affärsidén har betydelse för utgången av investeringen, eftersom det är entreprenören som ska förverkliga affärsidén, och därför göra en bedömning av entreprenörens erfarenheter, kunskaper och drivkraft.

För nätverksängeln och den ensamma affärsängeln är det däremot snarare entreprenören och teamet som är det viktigaste. ”Ett bra team kan göra en dålig idé bra, men inte tvärtom”, säger A1. Till skillnad från kunskapsängeln satsar de två andra affärsänglarna också kapital, vilket gör att de inte har råd att investera i fel affärsidé. Det verkar som om marknaden och produkten har fått en sekundär roll i utvärderingsprocessen för affärsänglar som investerar kapital. Förklaringen kan vara att affärsänglarnas hantering av osäkerhet fokuseras på de risker som de lättare kan påverka för att inte misslyckas med investeringen, nämligen entreprenören. Genom att affärsängeln har erfarenhet från att driva företag kan affärsängeln avstyra entreprenören från att göra ödesdigra misstag.

För den ensamma affärsängeln och nätverksängeln är det viktigt att företaget har tillväxtpotential för att få högre avkastning. Om ett investeringsförslag inte går att internationalisera är det ointressant för nätverksängeln och den ensamma affärsängeln att investera kapital i det företaget. ”För att en affärsidé ska generera stor avkastning är Sverige en alltför liten marknad att hålla sig inom, speciellt inom vissa branscher som exempelvis biokemi”, säger Bonde. Kunskapsängeln däremot har inga problem med att investera tid i

företag som inte har tillväxtpotential på en internationell marknad. Anledningen tycks bero på att kunskapsänglar inte investerar eget kapital, utan arbetar till sig ägarandelar. Det har lett till att betydelsen för internationalisering minskat jämfört med för nätverksängeln och den ensamma affärsängeln.

6.2.5 Ekonomiska kriterier

Kunskapsängeln väljer bort ett investeringsförslag om det förutsätter kapitalinvestering i ett tidigt skede. Det innebär att kunskapsängeln inte tittar på återbetalningstider eller exit-möjligheter i samma utsträckning som de andra affärsängelkategorierna. Många gånger är det exit-tajmingen som är den mest betydelsefulla delen för affärsänglar och den är säkerligen av stor betydelse för ett investeringsbeslut. Nätverksängeln och den ensamma affärsängeln anser båda att det tidigt i investeringsprocessen bör framgå i en *due diligence* att en möjlig exit går att identifiera för att minska risken att inte få tillgång till en bra utdelning på investerat kapital.

För nätverksängeln och den ensamma affärsängeln är det viktigt att ha råd att förlora det kapital som investerats annars är risken alltför omfattande. Alla kategorier av affärsänglar använder en portföljstrategi för att hantera osäkerheten och på så sätt minska risken med en företagsinvestering. Visserligen skiljer sig portföljestrategierna åt mellan de olika affärsängelkategorierna.

Nätverksängelns portföljestrategi går ut på att exkludera hem, pensionsmedel och riskbuffert för oförutsedda händelser samt sparande i andra former som exempelvis aktier. Det som då återstår är cirka tio procent av den totala förmögenhet som investeras som riskkapital. Detta kan bero på att nätverksängeln har ett större risktänkande och inte är beredd att ta lika stora risker som den ensamma affärsängeln. Genom att vara med i ett informellt nätverk och dela upp sparandet på detta sätt kan vi se att nätverksängeln har en mer begränsad riksvillighet än den ensamma affärsängeln. Den ensamma affärsängeln sprider istället riskerna genom att satsa kapital i många olika företag inom samma bransch i förhoppning om att ett företag ska gå bra och täcka upp för det totala investerade kapitalet. Den ensamma affärsängeln har ett annorlunda förhållande till risk än de andra två affärsängelkategorierna som går ut på att större risk också innebär att det finns större möjlighet till hög avkastning. Den ensamma affärsängeln har därför allt kapital investerat i affärsidéer. Kunskapsängelns portföljstrategi liknar i mångt och mycket den ensamma affärsängelns. Enda skillnaden är att

kunskapsängeln arbetar och investerar sin tid i flera företag för att på så sätt ta del av ägandet i företaget. Kunskapsängeln har en spridning med uppdrag i olika branscher för att sprida risken om alla uppdrag skulle visa sig vara lönlösa. Kunskapsängeln riskerar inga kapitalförluster på samma sätt som de två andra affärsängelkategorierna. Nätverksängeln använder sig av en kombination där kapital satsas i flera olika branscher samtidigt, vilket är en riskspridning med högre säkerhet, eftersom chansen att någon bransch för tillfället går bra torde vara högre än om nätverksängeln endast investerat i en bransch.

Det är viktigt för alla affärsänglar att ha råd med alla de investeringsrundor som kommer efter den tidpunkt som de gått in med kapital. Om affärsängeln inte beaktar detta löper denne risken att få sin andel i företaget utspädd. Lite längre fram i investeringsprocessen är det dessutom bra om affärsänglarna ser till att ha fått preferensaktier i ett tidigt skede för att inte komma i andra hand när Venture-capitalbolagen träder in investeringsprocessen. Kunskapsängeln har däremot inte samma utspädningsproblem som de övriga två affärsängelkategorierna. Anledningen är att denne endast tillhandahåller kunskap. Visserligen arbetar kunskapsängeln för att någon gång i framtiden få ägarandelar, men oavsett hur det går för företaget, påverkar det kunskapsängelns ekonomiska situation negativt i större utsträckning.

6.3 Förhandling och avtal

Affärsänglarna använder sig i olika utsträckning av avtal för att hantera riskerna i samband med företagsinvesteringar. Vid olika tidpunkter ser affärsänglarna till att upprätta avtal som tar upp ägarandelar samt vilka uppgifter respektive person ska ha i företaget. På så sätt minskar affärsänglarna risken att stå utan ägande och att utföra arbetsuppgifter som inte var medräknade från början. Nätverksängeln ser på avtal som något naturligt precis som Venture-capitalbolagen och att det är något som ska upprättas från början för att sätta ramarna för investeringen. Anledningen till att nätverksängeln ser på avtal på detta sätt är troligtvis att nätverksängeln med sitt formella nätverk i ryggen har mer erfarenhet av vad som kan gå snett och inte vill begå samma misstag två gånger. Detta kan även gälla de andra affärsängelkategorierna, men genom ett väl fungerande nätverk kan nätverksängeln få tillgång till de andra nätverksänglarnas erfarenheter och kunskaper. En naturlig förklaring är också att nätverksängeln många gånger agerar i expansionsfasen som Venture-capitalbolagen och kan därmed vara influerade av deras riskhantering och agera på ett liknande sätt. En annan förklaring kan vara att företag i expansionsfasen blivit mer av ett etablerat företag,

vilket innebär att det nu är fler inblandade och de inblandade har fler arbetsuppgifter att ta i beaktande. ”Avtal är viktiga för att begränsa skador som kan tillfogas företaget”, säger Hedborg. Det bör tydligt framgå i avtalet vad som ska åtgärdas vid en eventuell konflikt mellan ägarna. Anledningen är att en snabb lösning av en eventuell konflikt minimerar risken för att företaget äventyras av konflikten och de som ska fortsätta att driva företaget kan göra det utan att förlora dyrbar tid och kapital som skadar företagets utveckling.

När det gäller förhandlig och avtal är den ensamma affärsängeln inte involverad i denna process till en början, men det blir allt viktigare när företaget växer och fler investerare tillkommer. En förklaring till att många affärsänglar inte förhandlar och sluter avtal i ett tidigt skede kan bero på att de är oroade över hur det påverkar relationen mellan dem och entreprenören eftersom de då redan i initialskedet kan komma att tvista om investeringens struktur. ”Relationen kan bli lidande i början om man alltför tidigt sätter upp ramar och ställer upp krav för vad entreprenören ska göra”, säger A1. ”Jag avvaktar då hellre med avtal så länge som möjligt för att upprätthålla en god relation med entreprenören”, fortsätter A1. Nätverksängeln och kunskapsängeln anser däremot att ett aktieägaravtal är viktigt redan i initialfasen när de investerar i ett företag. Anledningen till att de sluter ett aktieägaravtal är på grund av risken att en konflikt uppstår mellan parterna och att det annars inte finns något som reglerar hur konflikten ska lösas.

6.4 Aktiv versus passiv roll

Aktivt engagemang är en förutsättning för att kunskapsängeln ska känna att denne är en del i företaget. Ett aktivt engagemang ökar chansen för kunskapsängeln att få ta del av framtida ägarandelar. Även den ensamma affärsängeln vill ha en aktiv roll i de företag där större belopp investeras. Detta uppnås genom att den ensamma affärsängeln erhåller en styrelsepost i företaget. Fördelen för den ensamma affärsängeln med att vara med i styrelsen är att denne i högre utsträckning kan påverka de beslut som tas. Det finns alltid ett större inslag av risk i de företag där affärsängeln är mindre aktiv, eftersom inte all information är tillgänglig och kontrollen inte är lika stor. Den som enbart fått en minoritetspost genom sin investering och befinner sig utanför styrelsen har inget reellt inflytande. Affärsängeln riskerar i och med detta att bli den siste som får de dåliga nyheterna om något behöver styras upp.

Nätverksängeln kan inta en passiv roll eftersom denne kan förlita sig på de andra nätverksänglarna som investerat i samma affärsidé. Den nätverksängel som har den aktiva rollen fyller den osäkerhet som de passiva nätverksänglarna har inom det aktuella området.

Genom att investera tillsammans med andra lär sig affärsänglarna hur övriga investerare tänker och agerar samt vet vilka deras styrkor och svagheter de har. Sannolikheten att investeringen lyckas ökar om affärsänglarna saminvesterar med en framgångsrik affärsängel. Detta innebär vidare att de andra nätverksänglarna får en ökad inlärningskurva, kontakter till andra framgångsrika affärsänglar, samt att den egna trovärdigheten ökar. Denna fördel har inte affärsänglar som inte ingår i formella affärsängelnätverk.

I figur 4 nedan åskådliggörs skillnader och likheter mellan de olika kategorierna av affärsänglar samt belyses vad som är viktigt att behandla i riskhanteringsprocessen.

	Kunskapsängeln	**Nätverksängeln**	**Ensamma affärsängeln**
Risk management	Nej, en mindre omfattande *due diligence*	Nej, en omfattande *due diligence* liknande Venture-capitalbolagens	Nej, ganska omfattande *due diligence*
Utvärderingskriterier *	1) Affärsidé 2) Entreprenör/ team 3) Förtroende	1) Entreprenör/ team 2) Affärsidé 3) Förtroende	1) Entreprenören/ team 2) Förtroende 3) Bransch
Förhandling och avtal	Ja, avtal om de intar en mer aktiv roll	Ja, alltid avtal från start	Ja, vid tidpunkten för större kapitalinsatser
Aktiv versus passiv roll	Mer eller mindre aktiv roll	Aktiv om kännedom om branschen, passiv om ingen kännedom om bransch finns	Aktiv till en början och antar efter en tid en passiv roll
Informellt och formellt nätverk	Använder sitt informella nätverk i mindre grad vid utvärderingsprocessen	Använder till största delen sitt formella nätverk vid utvärderingsprocessen	Använder sitt informella nätverk i utvärderingsprocessen

Figur 4: Viktiga beståndsdelar i affärsängelkategoriernas riskhanteringsprocess. Modellen utgår från vad som framgått under analys och resultat. *Med risk och osäkerhet som utgångspunkt är det dessa tre utvärderingskriterier som är viktigast när affärsänglarna ska fatta ett investeringsbeslut. Källa: Egen bearbetad modell.

7. Slutsatser

I analys och resultatkapitlet besvarade vi uppsatsens syfte genom att redogöra för vad som framkom i empirin. Genom vår undersökning har vi fått fram ett resultat. Utifrån resultatet drar vi i detta kapitel slutsatser för att försöka besvara vår problemformulering.

7.1 Slutsatser

Uppsatsens problemformulering var att identifiera vad som är viktigt för affärsänglar att beakta när de ska hantera risk och osäkerhet i samband med företagsinvesteringar. För att besvara den frågan krävs bland annat att man tar hänsyn till vilken kategori affärsängeln tillhör. Anledningen är att de olika kategorierna av affärsänglar har olika inställning till risk och osäkerhet. Genom en *due diligence* som skiljer sig åt beroende på kategori av affärsängel bedömer affärsängeln investeringsförslaget och fattar därefter ett investeringsbeslut. Processen är ett tillvägagångssätt som leder till att risk och osäkerhet med en företagsinvestering minskas.

I en grundlig *due diligence* finns utvärderingskriterier som är mer viktiga än andra att ta hänsyn till. För det första är en bra relation med entreprenören och teamet ett måste. För att ett förtroende ska byggas upp behövs öppna och löpande diskussioner mellan entreprenören och affärsängeln, för att sedan kunna övergå till ett längre samarbete. Längre fram i förhandlingen bör avtal upprättas för att säkerställa båda parters intressen. I avtalet ska det framgå vad respektive part ska göra samt vilken ägarandel de förfogar över. Detta för att undvika att en förtroendekris uppstår vid ett senare tillfälle. En annan anledning till vikten av avtal är att affärsängeln på så sätt kan få preferensaktier i företaget. Om affärsängeln inte tilldelas preferensaktier i ett tidigt skede finns risken att Venture–capitalbolagen får för stor makt när de träder in i projektet.

Det andra kriteriet som affärsängeln bör ha i åtanke är entreprenören och teamets förmåga att driva företaget. Kunskaper och erfarenheter måste tidigt framgå i investeringsprocessen för att inte affärsängeln ska riskera att investera i fel entreprenör. Trots att affärsmöjligheten har fått en sekundär roll i utvärderingsprocessen, investerar affärsänglar endast i affärsidéer som de känner har tillväxtpotential. Orsaken är att de inte vill ta alltför stora risker.

Oavsett om affärsängeln ingår i ett formellt eller informellt nätverk är nätverk av stor betydelse när affärsängeln ska fatta ett investeringsbeslut. Fördelen med nätverk är att de tillhandahåller kontakter som gör att due diligence-processen underlättas och riskerna med osäkra affärsidéer undgås. Ett formellt nätverk är dock ett säkrare alternativ än ett informellt eftersom riskerna då sprids över fler involverade affärsänglar. Ett formellt nätverk är därmed att föredra för mindre riskbenägna affärsänglar. Genom det formella nätverket möjliggörs dessutom investeringar i flera olika branscher med hänsyn till att de olika affärsänglarna som ingår i nätverket har kunskaper från olika branschområde. Detta medför att risken inte blir lika branschanknuten. Ett informellt nätverk innebär däremot att riskerna är högre eftersom den inte har samma gedigna riskspridning som det formella nätverket. Fördelen med en högre risk är emellertid att den ofta innebär en högre avkastning, vilket välkomnas av många affärsänglar.

Osäkerheten är mindre om affärsängeln ingår i formellt nätverk där den aktiva rollen innehas av en annan affärsängel. En passiv roll kan vara praktisk såväl som enkel, men utan ett formellt nätverk finns inte samma gedigna kontroll. Det tycks dock vara en aktiv roll eller en styrelseroll i företaget som affärsänglar bör eftersträva på grund av lättillgängligheten att få rätt information vid rätt tidpunkt. Därigenom kan affärsänglar bättre hantera eventuella risker och osäkerheter med företagsinvesteringar.

När affärsängeln utvärderar ett investeringsförslag är det många gånger viktigt att ha i åtanke om affärsidén går att internationalisera, annars finns risken att affärsidén inte genererar tillräckligt med avkastning. Vidare måste en exit vara möjlig att genomföra efter ett antal år. Innan en exit är aktuell förekommer dock många investeringsrundor som affärsängeln måste överleva. Det är därför viktigt att affärsängeln ser till att ha råd med alla rundor.

Avslutningsvis är risk och osäkerhet något som affärsänglar måste ha bra kännedom om för att uppnå stor avkastning på sitt satsade kapital. Affärsänglar måste våga för att vinna. Om inte en bra attityd till risk finns är faran att investeringslusten hålls tillbaka, vilket varken gynnar entreprenören eller affärsängeln.

8. Avslutning

I det avslutande kapitlet diskuterar vi uppsatsens resultat och slutsatser. Avslutningsvis ges även förslag på fortsatta studier inom ämnet.

8.1 Avslutning

Genom vår uppsats hoppas vi att vi har bidragit med kunskaper inom ett område som inte tidigare behandlats. Det har varit intressant på många sätt och vi har både lärt oss mer om ämnet och om oss själva. Efter en lång och arbetsam period är våra kunskaper större inom detta område och vi kan nu reflektera över uppsatsen och det resultat den lett till.

Det var intressant att se hur affärsänglar tar annorlunda vägar för att hantera de risker och osäkerheter som de ställs inför vid företagsinvesteringar. Vi hade vissa misstankar om att det faktiskt skulle vara större brister i deras riskhantering än det var. Med deras erfarenhet och kunskap samt *due diligence* verkar de dock kunna undvika att hamna i alltför utsatta situationer som medför att de riskerar att misslyckas med sina företagsinvesteringar. Individens kapacitet att hantera risker och osäkerheter utan att använda systematiska och kalkylerande hanteringsrutiner ska inte underskattas. Affärsänglarna visar genom sina initiativ och sitt risktagande prov på det vi behöver i svenskt näringsliv.

Vi vågar oss på att dra slutsatsen att affärsänglars syn på risk är annorlunda än de mer traditionella investerarnas, såsom banker och liknande. Affärsänglarna tycks ha en positiv attityd till risk eftersom de involverar sig i projekt som andra inte skulle våga satsa på. Affärsänglarnas verksamhet är därmed oerhört betydelsefull för Sveriges företagstillväxt. Det är angeläget att mångfalden av affärsänglar bibehålles eller ökar så att fler entreprenörer kan finansiera sina affärsidéer och när de sedan lyckats med sin idé, axla manteln och bli affärsängel/mentor åt andra entreprenörer. Även den faktorn att affärsänglarnas riskkapital har blivit mer lättillgängligt för dem som söker investerare bidrar positivt till den utveckling som vi hoppas på att få uppleva i det framtida Sverige, det vill säga fler framgångsrika svenska företag.

8.2 Fortsatta studier

För vidare forskning anser vi att det skulle vara intressant att titta på om affärsänglarna uppfattar att det finns ett finansiellt gap på arbetsmarknaden och hur detta gap skulle kunna fyllas. Exempelvis kan man se om de formella nätverk som Almi, Nutek och Svenska Riskkapitalföreningen lyckas fylla det finansiella gapet. Om inte - vad beror detta på och hur kan man förbättra de formella affärsängelnätverken.

En anledning till att det inte finns många kapitalstarka affärsänglar i Sverige beror på skattesystemet. I Sverige beskattas generellt inkomster och förmögenheter mer än i andra länder. Främst är det reglerna för fåmansbolag som hindrar affärsänglar från att investera i Svenska företag. Reglerna skiljer nämligen mellan aktiva och passiva delägare och affärsänglar beskattas oftast som just aktiva delägare. Utdelningsinkomster på aktier blir underkastade fåmansbolagsreglerna vilket leder till att utdelning beskattas som kapitalinkomst, 30 procent i skattesats, upp till ett visst gränsbelopp men överskjutande del beskattas som inkomst genom tjänst, vilket innebär upp till 60 procent i skattesats (Braunerhjelm, 1999). I Sverige finns det idag inget incitamentsystem som gör att fler affärsänglar skapas. Hur kan samhället stimulera affärsänglarna som finansieringskälla? Vad kan samhället göra för att förbättra skattereglerna för affärsänglar?

Referenser

Böcker

Abernethy, Mark and Heidtman, David S (1999). *Business Angels: How to be one, how to find one, how to use one.* Australia: Allen & Unwin.

Amis, David and Stevenson, Howard (2001). *Winning Angels*. Great Britain: Pearson Education Limited.

Bell, Judith (1993). *Introduktion till forskningsmetodik.* Lund: Studentlitteratur

Bradley, William, J. Benjamin, Gerald, A. and Margulis, Joel. *Angel Capital* (2002). Great Britain: Capstone Publishing.

Fredriksen, Ö. (1999). *Venture Capital firms and cooperation whit entrepreneurial campanies.* Linköping: Linköping Universitet.

Hamilton, G (1996). *Risk management 2000 second edition.* Lund: Studentlitteratur.

Helle, Peter (2004). *Affärsänglar – att investera i tillväxtföretag*. Stockholm: Ekerlids Förlag

Holme, I. M. and Solvang, B. K. (1991). *Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder.* Lund: Studentlitteratur.

Holmgren, M (2003). *Maintenance Related Losses: A Study at the Swedish National Rail Administration.* Licentiate Thesis, Luleå Tekniska Universitet.

Ingvarson, J and Roos, A (2003). *Riskanalys: Metodbeskrivning för beställare – utförare – och granskare.* Solna: Tryckindustri Information AB.

Knight, Frank, H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Great Britain: The riverside press Cambridge.

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

Landström, Hans. (2000). Entreprenörskapets rötter. Lund: Studentlitteratur

Lindström, Göran och Olofsson, Christer. (2002). *Affärsänglar och teknikbaserade tillväxtföretag*. Kristianstad: SNS Förlag.

North, Douglass, C. (1993). *Institutionerna, tillväxten och välståndet.*: Kristianstad: SNS Förlag.

Patel, Runa och Davidson, Bo (1994). *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur.

Sanner, L. (1997). *Trust between Entrepreneurs and External Actors. Sensemakning in Organising New Business Ventures.* Uppsala universitet: Företagsekonomiska institutionen.

Söderhjelm, Teresa och Larsson, Åsa (1998). *Att våga: 23 berättelser om svenska framgångsrika entreprenörer.* Stockholm: Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademin.

Van Osnabrugge, M. och Robinson, R. (2000). *Angel investing: matching startup funds with startup companies: the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalists.* San Francisco: Jossey-Bass.

Vaughan, Emmet, J. (1997). *Risk Management.* New York ; Chichester : John Wiley, cop.

Wallén, Göran. (1996). *Vetenskapsteori och forskningsmetodik.* Lund: Studentlitteratur

Weidersheim-Paul, Finn och Eriksson, Lars, Torsten. (2001) *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi.

Yin, R.K. (1994). *Case Study Research: Design and Methods.* Thousand Oaks, London and New Delhi: SAGE Publications.

Artiklar

Aernoudt, R. (1999). Business Angels: should they fly on there own wings? *Venture Capital,* Vol 1, No 2, sid 187 – 195.

Braunerhjelm, P. (1999). Venture capital, mångfald och tillväxt. *Ekonomisk debatt,* Vol 27, No 4, sid 213-221.

Bruno, A.V, and Tyebjee, T.T (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science,* Vol 30, No 9, sid 1051-1066.

Harrison, R.T., Dibben, R.M. and Mason, C.M. (1997). The Role of Trust in the Informal Investors Investment Decision: An Exploratory Analysis. *Entrepreneurship: Theory and Practice,* Vol 21, No 4, sid 83-93.

Landström, H. (1992). *Informellt riskkapital i Sverige. En beskrivning med avseende på investerarnas karakteristik, investeringsaktivitet, samarbete med företagen och resultat,* paper, Ekonomicentrum, Högskolan i Halmstad.

Landström, H. (1993). Informal risk capital in Sweden and some international comparison. *Journal of Small Business Management.* Vol 8, sid 525-540.

Landström, H. (1997). Synen på affärsmöjligheter: Informella riskkapitalisters beslutskriterier i samband med nya investeringsförslag. *SIRE – working paper, 1997:3.*

Mason, C and Harrison, R. (1994). Why “Business Angels” Say No: A Case Study of Oportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate. *International Small Business Juarnal.* Vol 14, No 2, sid 35-51.

Mason, C. and Stark, M. (2004). What do investors look for in business plans? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, Vol. 22, No. 3, 227-248.

Sørheim, Roger (2005). Business angels as facilitators for further finance: an exploratory study. *Journal of Small Business and Enterprise Development,* Vol 12, No 2, sid 178 – 191.

Internetlänkar

Finansportalen (senast uppdaterad 26 december, 2005) (Elektronisk) Tillgänglig <http://www.finansportalen.se/finanslexiconkn.htm> /Generell information

Welcome Trust (2005). *Venture Capital.* (Elektronisk) Tillgänglig <http://www.welcome.ac.uk/doc_WTD002814.html#P30:2600> /Generell information (2005-12-06)

Zetterberg, Christer (senast uppdaterad september, 2005) (Elektronisk) Tillgänglig <http://www.connectsverige.se/obj./docpart/430c6461d47cc.pdf> /Generell information (2005-12-07)

Nationalencyklopedin (senast uppdaterad 2 januari, 2006) (Elektronisk) Tillgänglig < http://www.ne.se > /Generell information

Sveriges Riskdags EU-upplysning (senast uppdaterad 23 december, 2005) (Elektronisk) Tillgänglig < http://www.eu-upplysningen .se/default____1553.aspx > /Generell information

Almi Företagspartner (senast uppdaterad 20 november, 2005) (Elektronisk) Tillgänglig < http://www.almi.se > /Generell information

Svenska Rikskapitalföreningen (senast uppdaterad 27 oktober, 2005) (Elektronisk) Tillgänglig <http://www.svca.se> /Generell information (2005-11-28)

SFS NR 2005:551 (senast uppdaterad 2 januari, 2005) (Elektronisk) Tillgänglig <http://62.95.69.15/cgi-bin /thw&${BASE}=SFST&${THWIDS}=1.4/17284&${HTML}=sfst_dok&${TRIPSHOW}=format=THW&${THWURLSAVE}=4/17284> /Generell information (2005-12-21)

Isaksson, A. (2000). *Venture Capital: begrepp och definitioner.* Stockholm: Handelshögskolans vid Umeå Universitet. (Elektronisk) Tillgänglig <http://www.nutek.se/content/1/c4/17/01/riskkapdef.pdf> (2005-01-02)

Nutek (senast uppdaterad 27 oktober, 2005) *Affärsänglar – finns dom?* (Elektrisk) Tillgänglig < http://www.nutek.se/content/1/c4/11/61/9d9ac9d6.pdf > /Generell information (2005-11-05)

Muntliga källor

Göran Stålberg, Almi Företagspartner AB.

Birgitta Österberg och Karin Östberg, NUTEK.

Maria Nilsson, Svenska Riskkapitalföreningen.

Affärsängel 1: A1.

Affärsängel 2: Christian Hedborg.

Affärsängel 3: Katarina Bonde.

Bilaga 1: Förundersökning

Intervju med Göran Stålberg på Almi Företagspartner AB

Datum: 2005-11-03. Mötet varade i 90 minuter.

Plats: Drottninggatan 97.

Stålberg är tillsammans med Eva Forsén Ingers ansvariga för att etablera kontakter mellan affärsänglar som tillhandahåller riskkapital och entreprenörer som är i behov av riskkapital. Almis verksamhet består av finansiering och affärsutveckling för både nya och etablerade företag. Deras roll är att tillhandahålla kapital utan säkerhet till företag runt om i Sverige och att fungera som en mellanhand för entreprenörer och affärsänglar. Sedan 1997 har Almi haft ett fungerande affärsängelnätverk och idag är de ca 80 st. För att kvalificera sig till Almis nätverks måste man uppfylla fem kriterier;

- Ha eget kapital
- Ha gjort resan själv tidigare
- Ha uthållighet och långsiktighet
- Satsa egen tid och kompetens
- Ha respekt för entreprenörens ägande

Almis definition av en affärsängel[17].

De har en väl fungerande organisation för att matcha ihop rätt ängel med rätt entreprenör. Interaktionen går så tillväga att ett potentiellt företag får kort redogöra för dess affärsidé. Almi ser sedan till att företaget får träffa affärsänglarna via ett personligt möte för att se om tycke uppkommer. Om företaget och affärsängeln kommer överens är Almis del i arbetet avslutat.

[17] Helle, Peter (2004). *Affärsänglar – att investera i tillväxtföretag.* Stockholm: Ekerlids Förlag

Intervju med Karin Östberg och Birgitta Österberg på Nutek.

Datum: 2005-11-07. Mötet varade i 60 minuter.

Plats: Liljeholmsvägen 32.

Karin Östberg och Birgitta Österberg är ansvariga för att uppmuntra ökad integrering av affärsänglar och entreprenörer. Genom att vara med och övervaka affärsängelnätverkens träffar med entreprenörer kan de bättre kartlägga vilka behov och resurser som är viktiga för att fler affärsänglar och entreprenörer ska kopplas samman och lyckas.

Nutek är Sveriges nationella myndighet som har hand om frågor som berör näringslivets utveckling. Syftet är att bidra till fler nya företag, fler växande företag och att fler starka regioner skapas. Målet är därmed att främja till en hållbar nationell tillväxt i hela landet. Anledningen till att denna myndighet är viktig är att det startas få nya företag jämfört med andra länder. Alldeles för få företag växer i storlek och bidrar till ökad tillväxt.

Sedan år 2003 har Nutek drivit ett affärsängelnätverk och har idag ett ca 40 stycken affärsänglar. Deras definition av en affärsängel är följande:

Vad är en affärsängel?

- *En person som har erfarenhet och kunskap i företagande.*
- *En person som har tid och intresse av att delta i ett företags utveckling.*
- *En person med visst rörelseutrymme i sin ekonomi för att kunna investera i helt nya projekt.*

Nuteks definition av en affärsängel[18].

När det gäller affärsänglar har Nutek i samarbete med FSF (forum för små förstagar forskning) har en flerårig studie påbörjats om de informella riskkapitalens omfattning och utveckling i Sverige. Nutek vill skapa en debatt och stimulera andra att engagera sig i affärsängelverksamheter. Antingen som aktiv affärsängel eller genom att bidra till att nya nätverk kommer ut.

[18] http://www.nutek.se/content/1/c4/11/61/9d9ac9d6.pdf [2005-11-08]

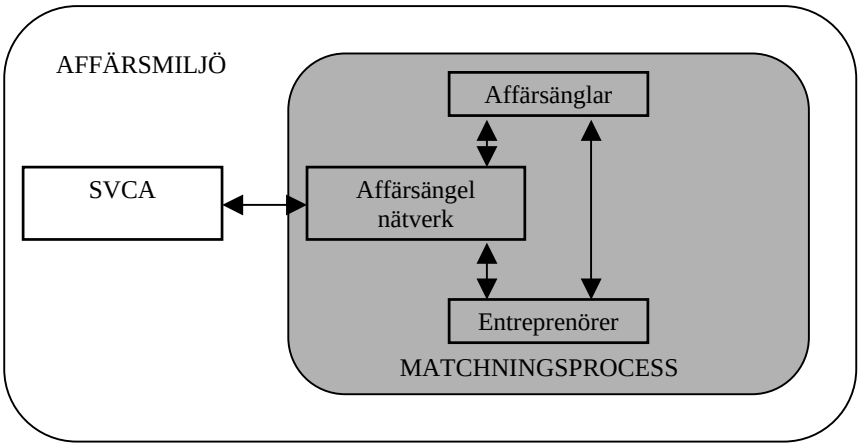
Intervju med Maria Nilsson på Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA).

Datum: 2005-11-08. Mötet varade i 60 minuter.

Plats: Grev Turegatan 18.

Maria Nilsson är affärsängelansvarig och har i uppgift sprida kunskap om riskkapital och tillhandahålla en kontaktlänk mellan affärsänglar och entreprenörer. Via SVCA:s hemsidan får entreprenörer möjligheten till en direktkontakt med affärsänglar.

SVCA är en obunden intresseorganisation som har som uppgift att i olika sammanhang verka för en väl fungerande private equity-marknad i Sverige samt bland allmänheten sprida kunskap och utbildning samt främja entreprenörskap[19]. SVCA erbjuder föredrag och utbildning om riskkapital samt har tillgång till forskning och studier inom området riskkapital. För föreningens medlemmar (som består av bland annat Venture–capitalbolag, affärsänglar och entreprenörer) arrangeras konferenser och seminarier. Dessutom har de kontakter med myndigheter, politiker och media.



Matchning med rätt entreprenör och rätt affärsängel. Källa: egen bearbetad modell.

[19] http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&CatId=1372 [2005-11-08]

Bilaga 2: Intervjufrågor

1) Berätta kort om din bakgrund och livserfarenhet innan du blev affärsängel.
2) Vilken bakgrund och erfarenhet har du som affärsängel?
3) Använder ni er av risk managementprocesser för att utvärdera, bedöma och hantera risker i samband med företagsinvesteringar?
4) Vad är viktigt att tänka på inför en investering?
5) Hur bedömer och utvärderar du ett investeringsförslag?
6) Vilka utvärderingskriterier är viktiga när du utvärderar ett investeringsförslag?
7) När du fattat ett investeringsbeslut, hur säkrar du då den investeringen?
8) Vilken roll antar du när investeringen är gjord?
9) Vad har du för erfarenhet från risker som uppstått när du investerat i företag tidigare?
10) Vad är viktigast att tänka på vid företagsinvesteringar?
11) Hur ser du på risken med företagsinvesteringar?
12) Hur kan ni vara proaktiva för att undvika att problem uppstår?