

EKONOMISK ANALYS AV
VENTURE CAPITAL-KONCEPTET
OCH VC-MARKNADEN I FINLAND

Svenska Handelshögskolan

Institutionen för finansiell ekonomi och statistik

Banker och finansiell förmedling

30.4. 1999

Handledare: Henrik Palmén

Referenter: Erica Liewendahl 952270
 Annika Sandström 973810

INNEHÅLL

| | |
|--|-----------|
| 1. INLEDNING | 4 |
| 1.1. PROBLEMMOMRÅDE | 4 |
| 1.2. SYFTE..... | 5 |
| 1.3. AVGRÄNSNINGAR..... | 5 |
| 1.4. ARBETETS FORTSATTA UPPLÄGGNING | 5 |
| 2. VENTURE CAPITAL - BEGREPP OCH DEFINITIONER | 6 |
| 2.1. BEGREPPET VENTURE CAPITAL..... | 6 |
| 2.1.1. Riskkapital, private equity och venture capital | 6 |
| 2.1.2. Formellt vs. informellt venture capital | 7 |
| 2.2. VENTURE CAPITAL-FÖRETAGENS ÄGARSTRUKTURER | 8 |
| 2.3. VENTURE CAPITAL-FÖRETAGENS ORGANISATIONSFORM | 8 |
| 2.4. CORPORATE VENTURING..... | 9 |
| 3. FINANSIERINGSPROCESSEN OCH INVESTERINGSFORMER | 9 |
| 3.1. FÖRETAGETS FINANSIERINGSBEHOV | 9 |
| 3.1.1. Olika finansieringsformer..... | 10 |
| 3.2. VAL AV MÅLFÖRETAG | 11 |
| 3.2.1. Deal Flow - Flödet av investeringsalternativ | 11 |
| 3.2.2. Due Diligence - Analys av investeringsobjekt | 11 |
| 3.3. INVESTERINGSSTRATEGIER..... | 12 |
| 3.3.1. Sådd- och uppstartsfas (Seed- and Start-up financing)..... | 12 |
| 3.3.2. Tidig tillväxtfas..... | 12 |
| 3.3.3. Expansionsfas..... | 12 |
| 3.3.4. Mogna stadier..... | 13 |
| 3.4. EXITSTRATEGIER | 13 |
| 3.4.1. Försäljning av hela företaget (Trade Sale)..... | 13 |
| 3.4.2. Marknadsnotering (Initial Public Offering)..... | 13 |
| 4. VENTURE CAPITAL-MARKNADEN | 13 |
| 4.1. USA | 13 |
| 4.2. EUROPA | 14 |
| 4.3. FINLAND..... | 15 |
| 4.3.1. Antalet investeringar | 15 |
| 4.3.2. Indelning av investeringarna enligt bransch..... | 16 |
| 4.3.3. Indelning av investeringarna enligt län..... | 17 |
| 4.3.4. Kapitalkällor | 17 |
| 4.3.5. Använda finansieringsinstrument | 18 |
| 4.3.6. Exitarna..... | 19 |
| 5. EKONOMISK ANALYS AV VENTURE CAPITAL-KONCEPTET | 20 |
| 5.1. SAMHÄLLSEKONOMISKT PERSPEKTIV | 20 |
| 5.2. EFFEKTIVERING AV DET FINANSIELLA SYSTEMETS FUNKTIONER | 21 |
| 5.3. PRIMÄRA VS. SEKUNDÄRA FUNKTIONER..... | 21 |
| 5.3.1. Producera prisinformation..... | 22 |
| 5.3.2. Hantering av osäkerhet och allokering av risk..... | 22 |
| 6. KONTRAKTEN | 23 |
| 7. ANALYS AV RELATIONEN MELLAN DE EXTERNA INVESTORERNA OCH VENTURE CAPITALISTERNA | 23 |
| 7.1. AGENTKOSTNADER | 23 |
| 7.2. SORTING-PROBLEMET | 24 |
| 7.3. OPERATING COST-PROBLEMET | 25 |

| | |
|--|-----------|
| 8. ANALYS AV RELATIONEN MELLAN VENTURE CAPITALISTERNA OCH ENTREPRENÖREN | 25 |
| 8.1. AGENTKOSTNADER | 25 |
| 8.1.1. <i>Lösningar på adverse selection problemen</i> | 25 |
| 8.1.2. <i>Lösningar på moral hazard-problemen</i> | 26 |
| 8.1.3. <i>Kontraktutformning och effektiv monitorering</i> | 27 |
| 9. FINANSIERINGSSTRUKTURENS RELEVANS I KONTRAKTEN | 27 |
| 9.1. VÄRDET AV REELLA OPTIONER..... | 28 |
| 9.2. OPTIONERNAS BETYDELSE | 29 |
| 10. ORSAKER TILL DEN OUTVECKLADE MARKNADEN I FINLAND | 29 |
| 11. SAMMANFATTNING | 31 |
| 12. KÄLLFÖRTECKNING | 32 |

I DEN BESKRIVANDE DELEN

1. INLEDNING

Det är innovationer som för den amerikanska ekonomin framåt. Det är innovativa och idérika entreprenörer som är dagens "cowboys" som exploaterar möjligheterna i hopp om att slå till stort. Silicon Valley i Kalifornien är vaggan för dessa nyfödda idéer och det är där de nyfödda företagen får sin näring- venture capital. Den ena "success storyn" efter den andra pryder affärstidningarna. Compaq, Cisco Systems, Netscape, Amazon, eBay- alla dessa företag var finansierade med venture capital och vinsterna som venture capitalisterna gjorde i exitarna var enorma. Som ett exempel kan nämnas eBay, vars venture capitalister fick en 49000 % avkastning på investeringen. Man förstår m.a.o. vad som ligger bakom de glada minerna i tidningarna.

Men det finns också en stor nackdel med denna "sexiga" bransch, och den är **risk**. I och med att venture capitalisterna nästan enbart är intresserade av snabbt växande branscher som bio- och informationsteknik, kan man också förstå riskerna. Det finns helt enkelt inte några säkerheter eftersom resurserna ligger i humankapital. Venture capitalisterna vill därför se en "businssplan" som är så enastående att de blir intresserade av att bevilja finansiering. Det räcker alltså inte med en revolutionerande uppfinning, det är affärsidén som är det viktiga.

I Finland och i hela Nordeuropa håller denna marknad först på att utvecklas. Det finns mycket kvar att lära sig och de flesta försöker implementera den så framgångsrika modellen som man utvecklat i Silicon Valley. Man har dock stött på problem eftersom det slutligen handlar om människor med olika affärskulturer och olika inställningar till risk. Finland jämförs ofta till Israel och man anser att Finland kunde bli "Nordens Israel"¹. Med detta menar man att de två länderna till sin storlek och sin högteknologi mycket liknar varandra, men den stora skillnaden är att Finland har två företag på Nasdaq, medan Israel har 120. Så vad man nu hoppas på är att det skall uppkomma fler "äktenskap" mellan entreprenörer och venture capitalister i Finland och att målen skall sättas högt- om inte Nasdaq så Easdaq, som därtill borde vara en lockande exit-kanal för europeiska unga företag.

1.1. Problemområde

Unga, innovativa och växande företag anses skapa den största delen av de nya **arbetsplatserna** i världen. Dessa high-tech företag spelar alltså en betydande roll för nationalekonomin och den

¹ Talouselämä 38/98

dynamiska **utvecklingen av ekonomin**. Men dessa företag behöver dock ett växtunderlag för att kunna utnyttja den existerande potentialen, och sålunda utgör skapandet av nya finansiella lösningar en av de viktigaste grundstenarna för stödandet av dessa företag.

För ett nystartat innovativt företag är det oerhört **svårt att få finansiering** från banker eller andra traditionella finansiärer av främmande kapital. Det här beror på de **negativa förväntade kassaströmmarna och de enorma riskerna** som kan skönjas i början av verksamheten. Dessa **risker är ofta alltför stora för att kunna bäras av traditionella finansiärer** och därför är finansieringen som venture capitalisterna kan erbjuda den **enda utvägen** för de flesta företagen. Venture capitalisterna kräver dock en **högre avkastning** som kompensation för de högre riskerna. De vill också ofta **delta i själva verksamheten** för att bättre kunna följa med utvecklingen samt ge värdefulla råd. Tack vare språngbrädet som venture capitalisterna kan erbjuda har många nya företag kunnat utvecklas till verkliga stjärnor.

1.2. Syfte

Arbetets syfte är att redogöra venture capital-koncepter samt analysera dess ekonomiska funktion i det finansiella systemet. I arbetet behandlas också den finska venture capital-marknaden.

1.3. Avgränsningar

Arbetet kommer att avgränsas till att enbart presentera den *centrala teorin och venture capital konceptets design i den beskrivande delen* och i *analysdelen* redogörs för *de bakomliggande orsakerna för designen*.

1.4. Arbetets fortsatta uppläggning

Kapitel 2 syftar till att inleda läsaren till venture capital-konceptet med en presentation av de bakomliggande centrala begreppen, idéer och funktioner. I kapitel 3 presenteras företagets finansieringsprocess förknippat med venture capital-finansiering samt de olika investeringsalternativen som venture capital-bolagen kan välja emellan. En sammanfattande översikt av den finländska venture capital-marknaden ges i kapitel 4 tillsammans med en kort historik samt venture capital-finansieringens utveckling i andra länder. Den *ekonomiska analysen av venture capital* konceptet görs i kapitlen 5-9, varefter arbetet avslutas med en sammanfattning av de centrala konklusionerna från analysen.

2. VENTURE CAPITAL - BEGREPP OCH DEFINITIONER

För att inleda diskussionen kring venture capital-konceptet, presenterar vi först de centrala begreppen utgående från Anders Isakssons tidigare forskning².

2.1. Begreppet venture capital

Venture capital är riskkapital som ges åt företag **som inte är noterade på en börs** eller annan marknadsplats. Verksamheten är i första hand riktad till företag i utveckling och den främsta målgruppen utgörs således av **unga företag med goda tillväxtmöjligheter** och innovativa idéer, men med höga risker. Dessa företag kallas vanligen för **portföljföretag** eftersom venture-capitalföretagen ofta brukar **sprida sina risker i en portfölj av investeringar**. Kombinationen av portföljföretagets förutsättningar (produkten, entreprenören, marknaden etc.) och venture-capitalföretagets kapital och kompetens skall förhoppningsvis leda till att portföljföretagets fulla utvecklingspotential tas till vara. Ett aktivt ägarengagemang är kännetecknande för verksamheten.

2.1.1. Riskkapital, private equity och venture capital

Begreppen *riskkapital*, *private equity* och *venture capital* är nära relaterade termer som bör dock separeras från varandra. Dessa begrepp har i olika sammanhang blivit synonymer p.g.a. kombinationen av branschens ungdom i det svenska språket och svåröversatta uttryck. För att förhindra en viss begreppsförvirring, ges en kort beskrivning av uttrycken.

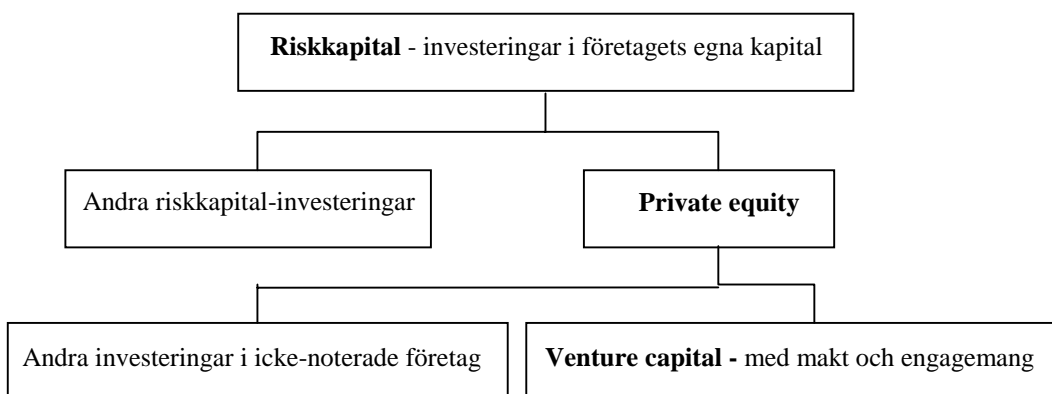


Bild 1

En **riskkapital**investering är likvärdigt med en investering i ett företags **egna kapital** (aktiekapital). Att eget kapital även kallas för riskkapital beror på den genuina risk som företagsägare tar i förhållande till övriga finansiärer av företaget. Oavsett om företaget genererar vinster eller ej måste

företaget alltid betala sina räntor medan företagets ägare får utdelning endast om det är möjligt med tanke på företagets fortsatta utveckling. Därmed är **venture capital en delmängd av riskkapitalmarknaden.**

Private equity är, liksom **venture capital**, riskkapitalinvesteringar i företag som ej är marknadsnoterade. Skillnaden ligger i att **private equity inte nödvändigtvis innefattar ett aktivt engagemang** i det investerade företaget, bl.a. för att private equity-fonder oftast investerar i redan mogna företag. Allt fler finansiella aktörer har intresserat sig för investeringar i företag som ej är marknadsnoterade, vilket lett till ett ökat utbud av private equity-fonder. (I fortsättningen kommer vi att hänvisa endast till venture capital-finansiering.)

2.1.2. *Formellt vs. informellt venture capital*

I litteraturen brukar man separera mellan formellt och informellt venture capital. *Formellt venture capital* utgörs av formella venture capital-företag, d.v.s. **organiserade bolag specialiserade på venture capital-investeringar**. Till *informellt venture capital* räknas venture capital-investeringar som görs av **privatpersoner**. Dessa brukar ofta även benämnas som företagsänglar (business angels) p.g.a. att det ofta målas upp en bild av dessa investerare som filantropiska välgörare snarare än som rationella investerare.

M.h.a. forskning har man kunnat bevisa att **företagsänglar** ofta utgörs av **företagsledare som trappat ner**, eller avslutat en karriär som företagare och som **använder sin erfarenhet och förmögenhet i små företag**. Även om motiven bakom deras investeringarna i första hand är ekonomiska, så anges ofta intresset och nöjet av att hjälpa små företag att lyckas som drivande faktor. I praktiken kan dock skillnaden mellan företagsänglar och formella venture capital-företag vara ganska diffus p.g.a. att företagsänglarnas investeringar ofta görs genom företag som företagsängeln kontrollerar. Dessa företag kan då lätt ses som formella venture capital-företag. Under den senaste tiden har även organiserade nätverk av företagsänglar (business angel networks) suddat ut gränsen ytterligare.

En ytterligare grupp investerare av informellt venture capital har enligt Erkki Kariola från SFK Finance Oy visat sig vara entreprenörens frus släktingar³. Ifall det är frågan om att entreprenörerna finner "lämpliga" fruar eller om det är frågan om en ren slump är en bra fråga.

² Svenska Riskkapitalföreningens hemsida

³ Enterprice Forum 25.2.1999

2.2. Venture capital-företagens ägarstrukturer

Man kan urskilja tre typer av venture-capitalföretag genom att göra en grovindeling enligt ägarstrukturen. *Privata venture-capitalföretag* ägs till huvuddelen av privatpersoner medan *Statliga venture-capitalföretag* ägs av statliga intressen. *Bundna venture-capitalföretag* (captives) ingår i en koncern vars huvudsakliga verksamhet inte är venture capital. T.ex. allt fler börsnoterade industriföretag har börjat intressera sig för venture-capitalverksamhet, dels som ett sätt att förvalta kapital, dels som ett sätt att kontrollera innovativa landvinningar inom strategiskt viktiga områden. Andra exempel är bl.a. dotterbolag till banker samt försäkringsbolag eller investmentbolag till enheter.

2.3. Venture capital-företagens organisationsform

Venture-capitalbolag kan i allmänhet karakteriseras enligt den klassiskt amerikanska organisationsstrukturen som består av ett managementbolag som sätter upp ett eller flera venture-capitalfonder. Denna typ av organisationsform illustreras nedan.

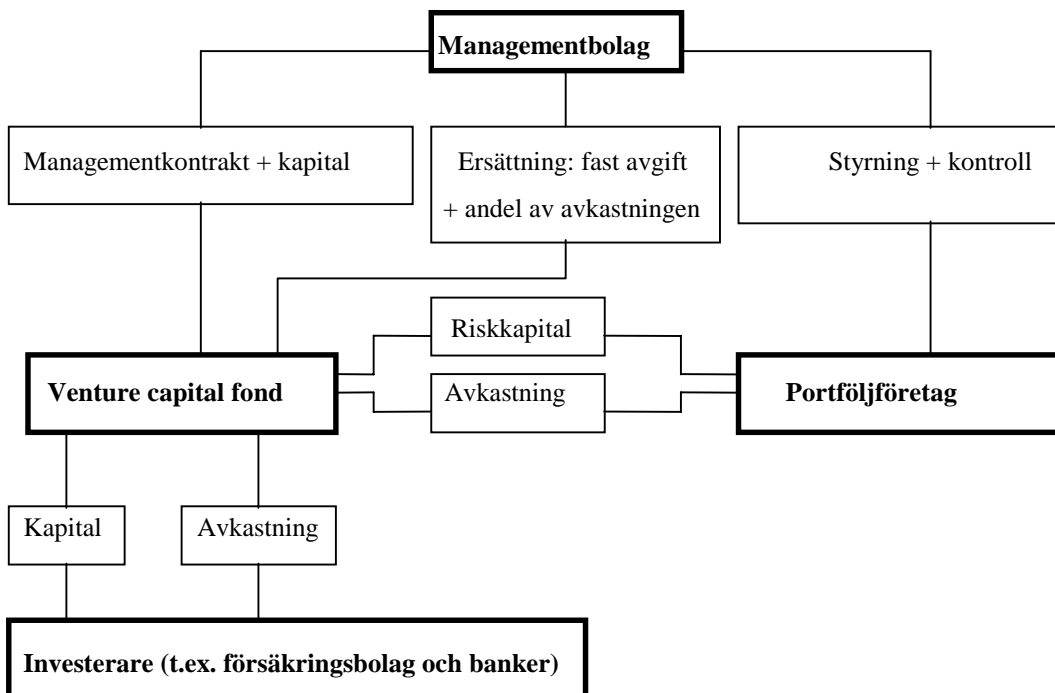


Bild 2

Externa investerare (oftast institutionella placerare) placerar kapital i venture-capitalfonder varefter riskkapital från fonden tillförs utvalda portföljföretag. Managementbolaget förvaltar fonderna och är ansvariga för all kontakt med portföljföretaget, från identifiering av investeringsobjekt till realiseringen av investeringen (exit). Ersättningen till managementbolaget utgörs vanligen dels av

en fast förvaltningsavgift, dels av en andel i den avkastning som erhålls från fondens investeringar. Managementbolaget eller partners kan även bidra med en viss del av venture-capitalfondens kapital. Investerarnas insatser och avkastning kan ske successivt, beroende på investeringar och exits. Ett annat vanligt upplägg är att insatserna sker vid venture capital-fondes bildande och att vinsten fördelas då fonden upplöses, vilket sker inom en i förväg överenskommen tid. Dessa fonder är i allmänhet kommanditbolag, men venture capital-bolag kan även existera i aktiebolagsform.

2.4. Corporate Venturing

Ett intressant delområde inom riskfinansieringen är **storföretagens direkta investeringar i målföretag**. Storföretagen, som ofta är verksamma inom en närbesläktad bransch placerar i små- och medelstora företag för att uppnå **synergifördelar** och **kostnadsinbesparningar**. Dessutom kan dessa investeringar **medverka i storföretagens långsiktiga teknologiska utveckling**. För att storföretagen skall bibehålla sin konkurrenskraft bör en teknologisk utveckling inte endast ske inom det egna företaget, utan även bland företagets underleverantörer och i närbesläktade branscher i företagets omgivning. Även ny kunskap kan erhållas genom dessa investeringar som kanske inte annars varit möjligt att uppnå. I gengäld erhåller SM-företagen tillskott av eget kapital i sin balans samt konsulteringshjälp inom många företagsekonomiska områden.

3. FINANSIERINGSPROCESSEN OCH INVESTERINGSFORMER

3.1. Företagets finansieringsbehov

För ett företag som växer och utvecklas är kapitaltillgången ofta en kritisk faktor. Finansiering med internt genererade medel räcker sällan till i samband med en snabb teknisk utveckling. Branscher som därmed ofta engagerar sig i venture capital-finansiering är företag inom högteknologi, kemi och medicin. Dessa unga, snabbt växande företag är oftast **dåligt anpassade till det konventionella banksystemets krav för lånefinansiering**.⁴ Faktumet att balansräkningarna ofta är belastade med aktiverade utvecklingskostnader samtidigt som tillgångarna utgörs av kunnande i stället för fasta tillgångar, bidrar till att företagen inte är anpassade för de riktlinjer bankernas kredithandläggare förutsätter. Även den svårbegripliga verksamheten och korta historiken försvårar situationen.

⁴ Lars Öjefors (1998), Industrifonden / Svenska Riskkapitalföreningens hemsida

3.1.1. Olika finansieringsformer

Det existerar ett stort antal olika finansieringsmöjligheter för företag som vill växa och utvecklas. De viktigaste av dem sammanfattas nedan.

Externt tillfört eget kapital:

- Aktiekapital (aktier, preferensaktier)
- Aktieägartillskott (med villkor, ovillkorlig)
- Konvertibla lån
- Lån med optionsrätt (warrants)

Olika former av lånekapital:

- Lån (mot säkerhet, borgen)
- Blancolån (utan säkerhet)
- Förlagslån, efterställda lån
- Villkorslån
- Nyföretagslån
- Regionalt utvecklingslån

Övrigt:

- Mezzanine
- Kapital mot royalty
- Projektgaranti
- Kreditgaranti
- Exportkrediter
- EU-finansiering

Även om kapitalbehovet alltid tillgodoses med **en kombination av flera finansieringsformer bestäms nivåerna till stor del av mängden tillfört eget kapital**. Denna typ av kapital som initialt vanligen tillgodosetts via de ursprungliga bolagsbildarna kan senare kompletteras och utökas via bl.a. riskkapitalbolag.

3.2. Val av målföretag

Processen för att ge venture capital-finansiering är i allmänhet ett komplicerat och tidskrävande händelseförlopp, som innehåller många skeden och en hög risknivå. Venture capitalisterna får tusentals ansökningar per år och 1997 gjordes t.ex. en djupare analys på 26 % av ansökningarna i Finland och det var bara ca. 6 % av dessa som slutligen beviljas finansiering. Eftersom venture capital-bolagens risker är mycket höga och konkurser är oundvikliga, kräver de i allmänhet mycket höga avkastningar för att även klara av stötarna. Alla investeringar blir dock inte "success stories", men med de goda investeringarna finansierar VC-bolgen sin verksamhet. I portföljen måste det ändå också finnas s.k. "superstars", vilka alltså är mycket framgångsrika och det är dessa "superstars" som utgör nyckeln för VC-bolagens framgång. De företag som slutligen väljs ut befinner sig ofta i ett kritiskt skede av sin verksamhet. De kan genomgå en tillfällig likviditetskris p.g.a. för stora investeringar för deras balans eller p.g.a. höga marknadsföringskostnader. Men den gemensamma nämnaren för alla val av projekt är att de skall vara inom en snabbt växande bransch (internet, bio- och informationsteknologi) med stora chanser att bli stjärnor.

3.2.1. Deal Flow - Flödet av investeringsalternativ

Med Deal Flow anges flödet av olika investeringsalternativ, eller **olika företags ansökningar om riskfinansiering** som ett venture-capitalbolag erhåller. Kraven för dessa bolag är höga och dom flesta blir som sagt utan finansiering. I allmänhet diskvalificeras ca. 90% av ansökningarna⁵. I kartläggningen av potentiella investeringsalternativ utnyttjas olika kontakter med investeringsbanker, konsulter, advokater och andra professionella. Dessutom befinner sig riskfinansiärerna och företagen ofta geografiskt nära varandra, vilket gynnar kontaktskapandet och ansökningarnas mängd.

3.2.2. Due Diligence - Analys av investeringsobjekt

Ett företags **affärsplan** (business plan), som innehåller uppgifter om målföretagens **nuvarande verksamhet och estimerade framtida utveckling**, utgör **grunden för granskningen** av venture capital-bolagens investeringsalternativ. Planen bör vara sådan att den ger riskkapitalbolaget möjlighet att på egen hand verifiera lämnad information och söka ytterligare. Dessutom utför planen ett bevis för att ledningen i målföretaget är kompetent och kapabel att genomföra de projekt den åtagit sig. Det egentliga due diligence-arbetet görs på företag som kommit in i den andra fasen.

⁵ Kivi (1998)

Frågor som behandlar målföretagets omgivning, finansiering, affärsverksamhet och lagaspekter går igenom och man träffar ledningen och de anställda på ifrågavarande företag. Det existerar i allmänhet lite offentlig information om dessa företag före granskningen, och därför har denna process en stor betydelse i informationsuppsamlingen. Med processen försöker man **minimera möjligheten för felinvestering, som härrör sig från informations asymmetrin (adverse selection)**.

3.3. Investeringsstrategier

Efter att ett lönsamt placeringsobjekt hittats börjar uppföljningen av investeringen. Venture capital-företag specialiserar sig ofta på olika faser i sina investeringsobjekts livscyklar som var och en har sina speciella kapitalbehov.

3.3.1. Sådd- och uppstartsfaser (*Seed- and Start-up financing*)

Såddfinansiering (seed financing) innebär att relativt lite kapital förmedlas till en uppfinnare eller entreprenör för att pröva ett koncept, vanligtvis produkt-utveckling.

Uppstartsfinansiering (start-up financing) är finansiering till företag för att användas till produktutveckling eller inledande marknadsföring. Företaget har i detta skede precis startat och produkten har inte ännu testats kommersiellt.

3.3.2. Tidig tillväxtfas

Första stadiet (first-stage financing) är finansiering till företag som förbrukat sitt ursprungskapital och behöver ytterligare kapital för att sätta igång med kommersiell tillverkning och försäljning.

Andra stadiet (second-stage financing) är finansiering till företag under tidig expansion. Tillverkningen och försäljningen ökar stadigt, vilket leder till ett ytterligare behov av rörelsekapital eftersom företaget inte ännu börjat redovisa några vinster.

3.3.3. Expansionsfas

Tillväxt stadiet (third-stage expansion financing) innebär finansiering till företag i kraftig tillväxt och vars försäljning är kraftig och lönsam. Kapitalet används vanligen till utbyggnader, marknadsföring, rörelsekapital eller produktförbättringar.

Överbrygningsfinansiering (bridge financing eller mezzanine financing) ges åt företag som står inför genomföring av en marknadsnotering inom en mycket snar framtid.

3.3.4. *Mogna stadier*

Med det mogna stadiet förstås företag som passerat sin första tillväxtperiod och börjat stabilisera eller konsolidera sig.

3.4. **Exitstrategier**

Det centrala idén med venture capital-bolagens strategi är att inom en överskådlig framtid realisera sin investering, d.v.s. göra en exit.

3.4.1. *Försäljning av hela företaget (Trade Sale)*

Vanligen säljer placeraren sitt aktieinnehav vidare vid den avtalade periodens slut, antingen tillbaka till målföretagets ledning (*Management Buy Out*) eller till en tredje part (*Management Buy In*). Ofta är köparen ett större etablerat företag som har behov av den teknik eller marknad som portföljföretaget har tillgång till.

3.4.2. *Marknadsnotering (Initial Public Offering)*

Portföljföretaget kan också noteras på en börs eller annan marknadsplats (OTC). Detta ger företaget möjligheter till tilläggskapital för ytterligare utveckling av verksamheten. Om venture-capitalfinansiären innehar konvertibler eller warranter i företaget konverteras dessa i så fall till aktier som säljs vidare genom emissionen.

4. **VENTURE CAPITAL-MARKNADEN**

4.1. **USA**⁶

De fria finansmarknaderna har under de senaste 35 åren möjliggjort uppväxten av venture capital-marknaden. Marknaden växte upp från att bara ha varit några rika privatpersoners hobby till en professionell investeringsform med managementbolag och över 700 förvaltade fonder. Det förvaltade kapitalet har under 1990-talet ökat kraftigt i mängden och i slutet av 1997 fanns det över 45 miljarder dollar i de amerikanska venture capital-fonderna. Detta är bara en femtedel av det

⁶ Kivi (1998)

totala kapitalet som förvaltas av venture capital- och buyout fonder tillsammans i Nordamerika. I USA är detta belopp 218 miljarder USD och i Kanada 5 miljarder USD.

Det finns många som hävdar att fonderna t.o.m. blivit för stora och att fondernas avkastning oundvikligt kommer att avta då de nuvarande investeringarna småningom börjar att realiseras. Därtill har många fonder blivit så stora att deras intresse och resurser inte längre räcker till att investera i första stegs investeringar, som kräver tid och förutsätter flera miljoner dollars minimi-investeringar. Men även om den amerikanska venture capital-marknaden karakteriseras av otålighet och kortsiktigt lönsamma investeringar, har ändå de största investerarna haft tålamod och risktagningsförmåga att vänta fem till sju år innan investeringarna kan realiseras.

4.2. Europa⁷

Den europeiska venture capital-marknaden skiljer sig mycket från den amerikanska. I västra Europa är det bara ca. 7 % av alla venture capital- och buyoutinvesteringar som är sådd- eller uppstartsinvesteringar. Men som marknad är venture capital-marknaden i Europa ändå rätt stor. Det förvaltade kapitalet har redan överstigit 30 miljarder dollar och venture capital- och buyoutmarknadens totala kapital har vuxit till 64 miljarder dollar.

I östra Europa är det främst Tseckien och Polen som lockat intresset. Där investerar man främst i unga och framgångsrika företag som grundats under 90-talet och i tidigare statsägda företag. Många av investeringarna riktar sig till förbättring av infrastruktur och rätt lite har hittills investerats i high-tech bolag. Detta kommer dock att ändras i och med att den existerande potentialen allt mer kommer att lockas fram med västerländska kunnande.

I Europa har venture capital-investeringarna lyckats generera goda avkastningar till investerarna, och därför har allt mer utländskt kapital börjat strömma in i europeiska fonder. Men nya företag kommer allt fortfarande att ha det svårt att få första stegsfinansiering innan man lyckats skapa en fungerande och aktiv aktiemarknad för småbolag. Den 1995 grundade Easdaq har inte fått till stånd en förändring i investeringsbeteendet så som man hoppats. Det är fortfarande London som är centrum för den europeiska venture capital-marknaden.

⁷ Kivi (1998)

4.3. Finland

Venture capital-finansieringen har speciellt under de senaste tre åren vuxit väldigt fort i Finland. Även om branschen växer snabbt och nya venture capitalisterna kommer ut på marknaden, ser det sig som om entreprenörerna allt fortfarande har det svårt att hitta finansiärer. Det här beror väldigt långt på att finländarna traditionellt varit riskaversiva och på att de varit ytterst försiktiga i analysen av potentiella projekt. Därtill föredrar finländska toppingenjörer att arbeta för stora etablerade företag som Nokia, i stället för att grunda ett eget företag. Men i detta beteende har man dock under den senaste tiden kunnat skönja en förändring och under den senaste tiden har nya projekt vidtagits i större skala än tidigare.

Ett ytterligare bevis på den finländska riskaverciteten är att finansieringen främst är koncentrerad på expansionsfasen samt det mogna stadiet. Det är nästan enbart statliga fonder som finansierar sådd- och uppväxtfaser, medan de privata venture capital- och buyoutfinansiärerna koncentrerar sig på de senare faserna samt buyout-marknaden. Riskaverciteten är dock, som redan konstaterades, inte något som bara är utmärkande för Finland. Det är nästan enbart i USA där man finansierar sådd- och uppväxtfaser i större skala, medan man ännu i resten av världen koncentrerar sig på expansions- och mogna fasen .⁸

I slutet av 1997 fanns det 5,849 miljarder mark som förvaltades i Finland. Det förvaltade kapitalet innefattar kapital i målföretag samt kapital som ännu inte placerats. Det oplacerade kapitalet kan dock inte helt och hållet användas för nya investeringar, utan en del är till för fortsatta investeringar i redan företagna projekt.⁹

4.3.1. Antalet investeringar¹⁰

I Finland fungerar 29 riskkapitalbolag, vilka på basen av kapitalkällorna kan indelas i både statliga och privata bolag. 1997 gjordes 205 investeringar med 811 miljoner mark, varav 130 (693 Mmk) var första gången investeringar medan 75 (118 Mmk) var återinvesteringar i tidigare målföretag. Antalet investeringar hade vuxit märkbart i jämförelse till året innan då enbart 137 investeringar genomfördes med 498 Mmk. Av de företagna investeringarna år 1997 gjordes hela 72 % av privata riskkapitalfonder, medan de offentliga fonderna stod för 28 %.

⁸ Karri Kivi (1998)

⁹ Borg (1997)

¹⁰ Borg (1997)

Det förvaltade kapitalet indelat i privata och offentliga investerare

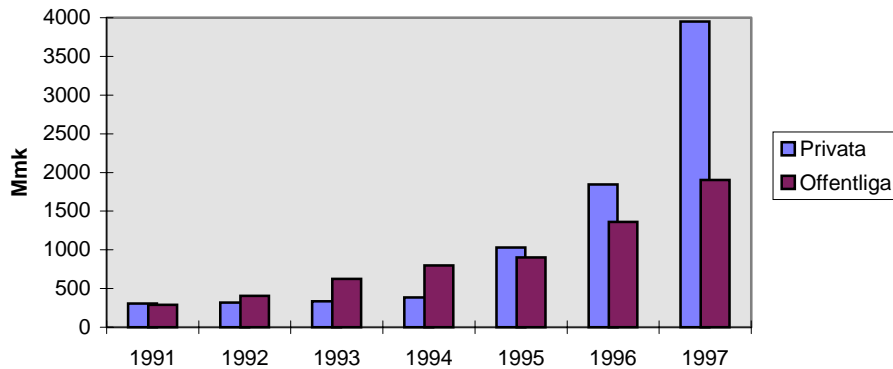


Bild 3

4.3.2. Indelning av investeringarna enligt bransch

Riskkapitalinvesteringarna delas in i branscher och indelningssättet utgår från det European Venture Capital Association (EVCA) använder. Det här indelningssättet skiljer på forskningsbetonade områden som elektronik, bioteknik och medicin från konsumentvaruindustri och industiproduktion.

1997 gjordes de flesta nya investeringarna inom konsumentvaruindustrin och beloppet uppgick till 140 Mmk. Inom industriproduktionen och- servicen gjordes näst mest investeringar (131 Mmk) och som trea kom övrig produktion (117 Mmk) .

Om man ser på hela portföljen av investeringar (423 st.) ligger den kemiska industrin på första plats med en förvaltat pott på 377 Mmk. Den näst populära investeringsbranschen är industriproduktionen (346 Mmk) och på tredje plats kommer övrig elektronik med 255 Mmk.

| <i>Industri</i> | <i>Investeringar Mmk/1997</i> | <i>Hela portföljen Mmk/1997</i> |
|-----------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| Konsumentvaruindustri | 140 | 226 |
| Industriproduktion | 131 | 346 |
| Övrig produktion | 117 | 167 |
| Kommunikation | 93 | 119 |
| Program | 73 | 76 |
| Byggindustrin | 66 | 156 |
| Övrig elektronik | 41 | 255 |
| Finansieringstjänster | 37 | 100 |
| Övriga tjänster | 23 | 66 |
| Medicin | 22 | 93 |
| ADB | 16 | 47 |
| Kemisk industri | 13 | 377 |
| Jord- och skogsbruk | 10 | 47 |
| Bioteknik | 9 | 25 |
| Energi | 5 | 6 |
| Transport och trafik | 4 | 7 |
| Turism | 4 | 49 |
| Naturskydd | 3 | 9 |
| Skogsindustri | 1 | 23 |
| Övriga industrier | 0 | 18 |

Tabell 1

4.3.3. Indelning av investeringarna enligt län

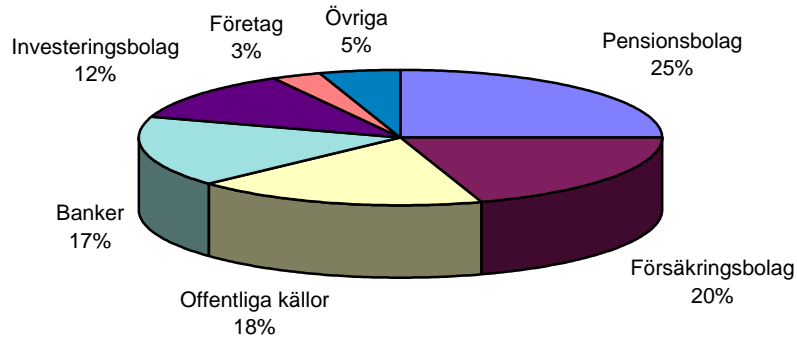
Majoriteten av de finska investeringarna görs i Södra Finland (26 %) och därefter kommer Västra Finland (22 %), Östra Finland (11 %) och Norra Finland (5%). De utländska investeringarnas andel av den totala portföljen är 35 %. Man förväntar sig också att de utländska venture capitalisterna i allt högre grad kommer att investera i Finland och att dessa investeringar främst kommer att genomföras i samarbete med finska riskkapitalinvesterare.

4.3.4. Kapitalkällor

1997 samlades det upp 1814 Mmk nytt riskkapital. Det uppsamlade kapitalet är till en stor del investerares förbindelser att investera i riskkapitalfonder då nya lämpliga placeringsobjekt hittas. Vanligtvis investeras kapitalet inom 3-5 år i målföretagen, så m.a.o. har bara en del av kapitalet strömmat direkt till fonderna.

Av det nya kapitalet samlade de privata fonderna upp 1426 Mmk och de offentliga 388 Mmk. Investeringarna i fonderna var pensionsbolag (25%), försäkringsbolag (20 %), offentliga källor (18%),

banker (17%), investeringsbolag (12%), företag (3%) samt övriga (5%). De offentliga riskkapitalkällorna är bl.a. statens organisationer (Finnvera, Sitra), städer, kommuner och EU.



Men tanke på kapitalkällorna börjar verksamheten i Finland likna den internationella utvecklingen. Pensions- och försäkringsbolagens relativa andel av det uppsamlade kapitalet växte 1997 märkbart, medan statens roll däremot hade minskat. Bankernas andel av finansieringen minskade likaså 1997 jämfört med året innan. Det är också värt att märka att olika investeringsbolags investeringar i riskkapitalfonder vuxit, och att detta kapital oftast kommer utomlands.

4.3.5. Använda finansieringsinstrument

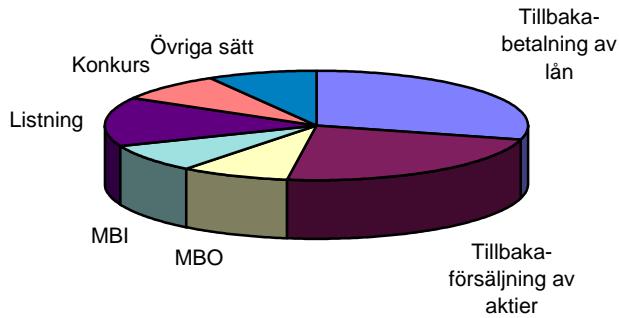
Vid finansieringen av investeringarna använder sig VC-bolagen ofta olika kombinationer av finansieringsinstrument. Ett ytterst vanligt sätt är att använda sig av en kombination av aktiekapital och konvertibla skuldebrev.

Av riskfinansiärernas totala portfölj i Finland utgör aktierna den största delen (51 %) och på andra plats kommer kapitallån (16 %). Det tredje populäraste instrumentet är lån (utan säkerheter) som är kopplade till optioner (15 %) och det fjärde är konvertibla skuldebrev (11 %).

Då man jämför valet av finansieringsinstrument med investeringstypen, märker man att lån (utan säkerheter) kopplade till optioner ofta används vid första gångs investeringar, vilket man däremot inte gör vid återinvesteringar. Då brukar man igen ofta använda sig av konvertibla skuldebrev och kapitallån. Aktier är åter ungefär lika populära för båda investeringstyperna.

4.3.6. Exitarna

1997 gjordes totalt 48 exitar och i jämförelse med tidigare år hade konkursernas andel minskat och börslistningarna ökat. I fjorton fall gjordes exiten genom tillbakabetalning av låneinstrument. Därefter gjordes mest exitar genom tillbaka-försäljning av aktier (11 st.), listning (7st. investeringar, 3st. företag), konkurs (4 st.), management buyout (4 st.), management buyin (4 st.) samt på andra sätt (4st)



II DEN ANALYTISKA DELEN

5. EKONOMISK ANALYS AV VENTURE CAPITAL-KONCEPTET

5.1. Samhällsekonomiskt perspektiv

För dagens Europa som kämpar med en arbetslöshet på över 10 % skulle det vara av betydande vikt att gripa tag i de strukturella problemen. De fasta kostnaderna för nyanställningar och etablering av nya företag ligger på en alldeles för hög nivå för att vi skulle kunna vara konkurrenskraftiga med t.ex. USA. En räntesänkning skulle visserligen vara en injektionsspruta som skulle leda till ökade investeringar, men det är framför allt strukturerna som borde omarbetas.

Som ett svar på det skrikande kapitalbehovet samt svårigheterna som företagarna ställs inför finns venture capital-bolagen. Även om venture capitalisternas främsta tanke inte är att förbättra makroekonomin, gör de det indirekt via *skapandet av nya arbetsplatser och genom att föra fram den dynamiska utvecklingen inom diverse industrier*. Det är tack vare venture capitalister som många branscher kunnat utvecklas så fort och med en så fantastisk framgång som de gjort. Detta gäller framför allt kapitalintensiva industrier som medicin, informations- och kommunikationsteknik.

Det **funktionalistiska perspektivet**¹¹ av det finansiella systemet stöder utvecklingen av venture capital-marknaden. Enligt detta tankesätt är det funktionerna som är det enda viktiga, och inte vilka institutioner som genomför funktionerna. Venture capital-marknaden växte ju fram efter att bara varit en "hobby" för rika entreprenörssinnade investerare, sk. **business angels**. Nu har denna funktion av allokering av resurser och kunnande **utvecklats till en enorm marknad med professionella finansiärer** som t.o.m. i dagens läge blir utsatta för hård **konkurrens**. En entreprenör med en seriös idé kan i dagens läge välja mellan venture capitalisterna för att försäkra sig om att få den bästa servicen.

¹¹ Merton (1995)

5.2. Effektivisering av det finansiella systemets funktioner

Det finansiella systemets uppgift är per definition att ”möjliggöra effektiv allokering och utvinning av ekonomiska resurser i både tid och rum i en osäker omgivning”¹².

Det är den dynamiska och fortgående utvecklingen som är drivmotorn bakom denna allokering. *Nya produkter och funktioner som kompletterar marknaderna genom en bättre anpassning till behov och risktagningsförmåga skapas ständigt som svar på konsumenternas (investerarnas) krav.*¹³

Risikkapitalet utgör en dylik ny produkt som svar på **skillnader i förmögenhet och riskaversion bland investerarna**. *Risikkapitalets uppgift är att flytta den ekonomiska risken från arbetstagarna och ägarna av realresurser till riskfinansiärer*¹⁴. Venture capitalisterna bygger således en **bro mellan företagarnas kapital- och managementbehov och själva kapitalet och kunnandet**. De har ett brett kontaktnät som gör det möjligt att finna rätt mängd av kapital och rätt slag av kunskap. **Allokeringen av resurserna är tidsbestämt** och bron som venture capitalisterna byggt är till för att företaget skall kunna komma ingång och därefter klara sig självt. Denna form av indirekt finansiering resulterar dock till ett betydligt större engagemang från venture capitalisternas sida än från en traditionell finansiär.

5.3. Primära vs. sekundära funktioner

Man kan vidare indela det finansiella systemets funktioner i primära och sekundära funktioner. De primära funktionerna är¹⁵;

- 1) Fungerande betalningssystem i handel med varor och tjänster
- 2) Allokering av kapital från överskotts sektorer till underskotts sektorer, maturitetsförändring och aggregering av kapital till stora odelbara investeringar.
- 3) Hantering av osäkerhet och allokering av risk.

De sekundära funktionerna är;

- 1) Producera prisinformation för decentraliserat beslutsfattande.
- 2) Minska kostnaderna för asymmetrisk information.
- 3) Minska agentkostnader.

¹² Palmén (1999)

¹³ Palmén (1999)

¹⁴ Palmén (1999)

¹⁵ Palmén (1999)

För att det skall vara lönsamt med en ny typ av verksamhet så bör den effektivera någon eller några av dessa funktioner. I det följande skall vi gå igenom en del av de viktigaste effektiviseringarna VC-konceptet fört med sig. I de resterande kapitlen fortsätter diskussionen med en noggrannare analys.

5.3.1. *Producera prisinformation*

Det stora problemet bland företagen har traditionellt varit att bara stora och väletablerade företag haft tillgång till kapitalmarknaderna. Den främsta orsaken till detta är informationsbristen som bankerna lider av när det gäller mindre bolag samt att det därtill sällan finns några säkerheter eftersom resurserna ligger i humankapital. Därför behövs en venture capitalist som producerar och bygger upp en informationsgrund för företaget. Detta leder i sin tur till en enklare tillgång till kapitalmarknaderna i ett senare skede.

5.3.2. *Hantering av osäkerhet och allokering av risk*

Bakom venture capital-konceptet ligger idén att managementbolagen bildar portföljer av investeringar och sålunda kan de *diversifiera risken*. Logiken är att *kapital är lättare att dela och diversifiera än arbete och realresurser*. Portföljerna som managementbolagen bildar är ofta fonder inom en viss bransch. I och med att fonden har tillgång till *unik branschkunskap och kontakter*, kommer riskerna att reduceras.

För att ytterligare minska riskerna brukar venture capitaliser *investera tillsammans* i ett mycket riskfyllt projekt. Då är de inte ensamma om att bära risken och sålunda kan t.o.m. mycket riskfyllda projekt finansieras (jfr. *återförsäkring* i försäkringsbolag!).

För att ytterligare diversifiera riskerna borde VC-fonderna egentligen också *investera i olika länder* för att minska på landsrisken. I dagens läge ser det dock ut som om VC-bolagen bara investerar i företag som ligger i närheten av kontoret p.g.a. att det är behändigt med tanke på styrelsearbetet. Man kan också fråga sig om man i dagens integrerade marknader egentligen mera kan skydda sig så effektivt mot landsrisker p.g.a. att chocker på marknaden sprider sig som elden. Men tiden får visa om det kommer att ske en förändring på denna front i och med att VC-konceptet håller på att sprida ut sig i världen.

6. Kontrakten

Venture capital-bolagen gör kontrakt både med utomstående investerare som bidrar med kapital samt med entreprenörer i vilkas bolag de investerar. För båda slagen av kontrakt finns det vissa gemensamma karakteristika¹⁶:

- 1) stegvist beviljande av kapital samt en option att dra sig ur investeringen
- 2) användning av kompenationssystem som direkt är kopplat till värdeförändringen
- 3) upprätthållande av ett system som tvingar ledningen att distribuera avkastning från investeringar

Dessa element i kontrakten innehåller tre fundamentala problem:

- 1) "agency-problemet", d.v.s. hur skall man minimera kostnaderna för asymmetrisk information?
- 2) "sorting-problemet", d.v.s. hur skall man välja ut de bästa venture capital bolagen respektive bolagen man skall investera i?
- 3) "operating-cost-problemet", d.v.s. hur skall man minimera nuvärdet av de operativa kostnaderna inklusive skatterna?

7. Analys av relationen mellan de externa investörerna och venture capitalisterna

Venture capitalisterna fungerar som agenter för "limited partners" vilka föredrar att investera i nya projekt genom en intermediär framom direkta investeringar. I dylika situationer kan det uppstå principal-agent konflikter och därför måste man göra upp kontrakt med mekanismer som styr förhållandet. Speciellt inom venture capital industrin är agentproblemen svåra p.g.a. att informations asymmetrin uppenbarligen är stor mellan venture capitalisterna och investerarna. Investerarna kan omöjligt följa med alla investeringar i detalj.

Till följande skall vi försöka lösa de tre fundamentala problemen i kontrakten; "agency-problemet", "sorting-problemet" samt "operating-cost-problemet".

7.1. Agentkostnader

För att minska på agentkostnaderna mellan investerarna och venture capitalisterna är kontrakten designade på följande sätt¹⁷:

¹⁶ Sahlman (1990)

¹⁷ Sahlman (1990)

- 1) *Venture capital-fondens livstid är begränsad.* Detta innebär att venture capitalisterna inte kan behålla pengarna i all evighet och det betyder också att investerarna inte behöver fortsätta att investera i någon ny fond efter att den första upplösts. Det här medför att vc-bolagen måste sköta sig för att även locka till sig investerare i fortsättningen.
- 2) *Kompensationssystemet är designat så att venture kapitalisten har lämpliga initiativ att öka på värdet av portföljen.*
- 3) *Den obligatoriska principen att alltid direkt dela ut försäljningsvinsten av en tillgång minskar på konflikter om hur man borde återinvestera pengarna.* På det här sättet kan inte general partners verka i eget intresse.
- 4) *Venture capitalisterna är uttryckligen förbjudna att syssla med "self-dealing"* (t.ex. köpa andelar av portföljen till fördelaktiga villkor eller att få högre avkastningar än de andra (limited) partners). Venture capitalisterna är också via kontrakten *bundna att använda en viss mängd av deras tid till en viss fond.* Detta är naturligtvis svårt att övervaka, men en försummelse av detta kan däremot leda till rättsprocesser.
- 5) *Partnership kontrakten brukar även begränsa mängden kapital som kan investeras i ett enskilt företag.* På detta sätt kan man undvika orimliga investeringar i alltför riskfyllda företag.

7.2. Sorting-problemet

Sorting problemet innefattar två aspekter, *dels måste vc-bolagen kunna välja ut de goda investeringarna från de dåliga, och dels måste investerarna kunna välja ut de bästa vc-bolagen att investera i.*

I analysen om förhållandet mellan venture kapitalisten och investerarna är det *viktigt för vc-bolagen att kunna välja ut de goda investeringarna från de dåliga för att upprätthålla förtroendet för investerarna.* "Bra" venture kapitalister har kunskapen och avsikten att generera höga risk-justerade avkastningar för investerarna. De egentliga avkastningarna beror visserligen även på faktorer som tävlingen på kapitalmarknaden mellan venture capitalisterna samt på markanden för innovationer. Men besluten om vilka bolag man slutligen skall investera i baserar sig på resultaten från due diligence analyserna, vilka även investerarna varit med om att betala.

När investeraren beslutar sig för vilket venture capital bolag han kommer att investera i hjälper det om man ser på governance strukturen. Argumentet för ett är rätt enkelt: *framgångsrika venture*

capitalister brukar mer sannolikt acceptera en begränsad längd för investeringen och avkastningar som är högt beroende av avkastningarna från investeringarna. På det här sättet går de explicit med på att deras prestationer blir granskade minst en gång om året.

7.3. Operating cost-problemet

De operativa kostnaderna d.v.s. skalfördelarna och "learning -curve" effekterna är ofta viktiga för ett venture capital-bolag. Skalfördelar förekommer i produktionen och distributionen av en produkt eller service. Produktionen och distributionen innebär i detta fall uppsamling av kapital, genomgång av företag, uppläggning av kontrakt, monitorering samt distribuering av vinsterna. *Det är nämligen sannolikt att "styckkostnaderna" minskar då storleken av venture capital poolen ökar.* Det finns nämligen en hel del fasta (eller nästan fasta) kostnader som hyra, informationsuppsamling, redovisning samt kostnader för jurister. "Economies of scope " är likaså möjligt att uppnå eftersom kostnaden att hantera ett större antal fonder inte ökar lineärt med antalet fonder.

Med hänsyn till learning-curve effekter börjar venture capital firmorna med tiden besitta allt mer kunskap om hur man samarbetar med de olika parterna; revisionsbyråer, investment banker, jurister mm. Med tiden skapar de en deal flow som baserar sig på kontakter till olika håll och ryktet som de bl.a. på det här sättet bygger upp har redan i sig ett stort ekonomiskt värde.

8. Analys av relationen mellan venture capitalisterna och entreprenören

8.1. Agentkostnader

Man kan säga att VC-konceptet märkbart effektiviserat en av de sekundära funktionerna, nämligen att minska på kostnaderna för asymmetrisk information. Asymmetrisk information kan vidare indelas i bl.a. adverse selection och moral hazard, vilka kommer att behandlas separat.

8.1.1. Lösningar på adverse selection problemen

Due diligence, d.v.s. analysen av investeringsobjektet, är svaret på adverse selection problemet (lemons problem). Analysen av potentiella investeringsprojekt innefattar två huvudsteg. Först gås alla förslag igenom och då förkastas de förslag som helt enkelt är dåliga eller som inte passar VC-bolagets kriterier. Detta skede brukar leda till att hela 90 % av förslagen förkastas¹⁸. I det andra

¹⁸ Kivi (1997)

skedet kommer den egentliga Due Diligence processen in i bilden. Due Diligence är en mycket noggrann och djupgående analys av själva affärsidén och målföretaget. Analysen kan gå tillbaka flera år i företagets historia och de flesta dokument går igenom. När det gäller beviljande av startfinansiering brukar venture capitalisterna träffa ledningen, arbetstagarna, kunderna, juristerna och revisorerna för att samla åt sig så mycket information som möjligt. Fokuset riktar då sig på att redogöra för de potentiella möjligheterna för realiseringen av affärsidén, medan fokuset i analysen för redan verksamma företag är att få en bild om verksamheten och finansieringsbehoven. Due Diligence-processen är otroligt dyr och därför hoppas man redan då på att projektet är en vinnare. Denna privata informationsproduktion är även av stor nytta för att det inte skall uppstå några free-riding effekter.

Processen har också vidare fördelar. När en venture capitalist bestämmer sig för att finansiera projektet efter den grundliga analysen, *sätter han sitt namn på spel om att projektet är lönsamt*. Detta lockar naturligtvis även andra finansiärer att gå med i projektet och sålunda *öppnas kanalerna för vidare finansiering* (jfr. rating-institut). Det innebär att även traditionella finansiärer som banker och försäkringsbolag vågar bevilja finansiering i.o.m. att en så grundlig analys genomförts. Efter att myndigheterna beviljat patent blir projektet ytterligare säkrare att vidta.

8.1.2. Lösningar på moral hazard-problemen

Moral hazard problemet innebär, så som namnet redan säger, en risk för att målföretaget börjar spela "hazard" med investerarnas pengar i hopp om ännu större vinster. Eftersom pengarna inte är företagets egna, och det därför bara finns "up-side potential", kan det finnas en risk att för att onödigt riskabla investeringar genomförs (jfr. perks).

Det finns flera lösningar på detta problem . Man kan minska på möjligheterna för missbruk genom själva *ägarstrukturen, finansieringsformen, monitoring och restriktioner (covenants)*.

I de flesta fallen är VC-bolaget minoritetsägare i företaget och majoritetsägaren är företagaren. Ägarförhållandena kan också vara strukturerade så att ingen har klar majoritet utan att ägandet är utspritt. **Fördelen med att företagaren är majoritetsägare är att han då själv har ett incitament att prestera väl ifrån sig.** Incitament för ledningen kan vara aktier i företaget, optionsprogram samt övriga fördelar som förhandlats i arbetskontraktet.

8.1.3. Kontraktutformning och effektiv monitorering

För att ytterligare minska på kostnaderna som är förosakade av asymmetrisk information kan man via finansieringsinstrument skapa fördelar. Aktierna kan t.ex. vara stam eller preferensaktier. En av de populäraste sätten att finansiera är m.h.a. en kombination av aktiekapital och konvertibla skuldebrev, men finansieringssättet beror väldigt långt på vilket typ av investering det är frågan om och i vilket utvecklingsstadium företaget befinner sig i. "Mellanstegs-finansiering" brukar exempelvis ofta bestå av aktiekapital, "unsecured debt" samt derivativinstrument, eftersom också riskerna ligger i gränzonen av eget och främmande kapital. I följande kapitel går kontraktutformningen utförligare igenom.

Det absolut effektivaste sättet att minska på moral hazard-problemen är ändå via *effektiv monitoring*. P.g.a. att venture capitalisterna aktivt (hands-on) brukar delta i verksamhetens alla områden (strategiuppläggnings, budgeteringen, marknadsföringen, omorganisationen av ledningen) finns det lite möjligheter för hazard spel. Då de ännu därtill enbart brukar bevilja finansiering för det som är absolut nödvändigt för stunden, finns det inget extra kapital att spela med. Företagaren bli därför tvungen att sköta sig ifall han önskar fortsatt finansiering. Men han måste också komma ihåg att det kan ta upp till ett helt år att förhandla ny finansiering, och därför är det av ytterst vikt att kunna planera sin verksamhet och utveckling.

9. Finansieringsstrukturens relevans i kontrakten

Den grundläggande teorin om finansieringsstrukturens irrelevans framförd av Modigliani och Miller (MM) utgår från att ett företags värde endast är beroende av de operativa kassaflödena. I teorin förbisåg MM vissa marknadsimperfectioner som t.ex. skatter, och p.g.a. dessa brister har nya synvinklar presenterats. Det har framförts att man ändå systematiskt skulle kunna påverka de operativa resultaten genom valet av finansieringssätt för en transaktion¹⁹. Exempel på detta är bl.a. den s.k. agentkostnadsteorin som utvecklades av Jensen och Meckling (1976). I studier på vc-marknader har man likaså funnit bevis på den nya synvinkeln. Det är nämligen *interaktionen mellan entreprenören och venture capital-finansiären* som gett upphov till en utveckling av unika finansiella kontrakt. I dessa kontrakt sammankopplas den finansiella strukturen och värdet på företaget mycket klart och tydligt.

Generellt sett är processen för kontraktutformningen fokuserad på några enkla frågor som;

- Hur allokeras kapital?
- Hur allokeras risk?
- Vilka är motiven för parterna i kontraktet?

Det finns naturligtvis fler andra mekanismer som likaså inverkar på valet av ett visst kontrakt och därigenom företagets värde. Det är dock viktigt att komma ihåg att *tolka signalerna som en viss kontraktutformning medför*. Investerares försöker bilda sig en uppfattning om entreprenörernas förmågor och övertygelser om investeringen genom att utforma olika typer av kontrakt och iaktta den omedelbara responsen från entreprenören. Förmågan att signalera avsikter trovärdigt kan vara av stor betydelse för en del entreprenörer.

9.1. Värdet av reella optioner

Ifall kontraktet innefattar fler investeringar kan man t.ex. ge investeraren en möjlighet att avstå från dem senare, d.v.s. att hoppa ur projektet. Dessa typer av "nedläggningsoptioner" har ett betydande värde i kontraktet, eftersom venture capital finansören sålunda har en möjlighet att omevaluera hela projektet när ny information har erhållits under projektets gång. Förutom att dessa optioner förekommer mycket ofta i venture capital kontrakt, är det även mycket vanligt att de excerseras. Värderingen av dessa optioner är mycket komplext, men ett delområde i optionsvärderingsteorin kallat "contingent claim analysis" kan hjälpa oss på vägen.

Värdet på denna typ av nedläggningsoption i kontraktet är högre ju högre osäkerheten om det framtida värdet av hela projektet är. Optionens värde är högre ju längre tiden till beslutsfattandet är samt ju högre förhållandet mellan likvideringsvärdet och nuvärdet av ytterligare kassaströmmar är.

Den allmänna tekniken i vc-kontrakt är att fördela de förväntade kassaflödena över tiden och räkna med en nedläggningsoption vid varje tidpunkt när nettonuvärdet av framtida flöden blir negativt. På det här sättet erhåller venture kapitalisten en värdefull option och han upprätthåller ett starkare motiv för att vara med i processen. Entreprenören igen minimerar potentiella minskningar av vinsten per aktie och drar nytta av att fokusera sin energi på värdeskapandet. Man bör dock komma ihåg att de förväntade kassaströmmarna aldrig kan förutspås med full säkerhet.

¹⁹ Sahlman W.A.

En annan typ av optioner är givetvis finansiärens option att öka sin kapitalinsats om projektet lyckas väl. Man beaktar alltså både goda och dåliga scenarier.

9.2. Optionernas betydelse

Att tillägga dylika optioner i vc-kontrakt underlättar alltså oenigheter mellan parter, m.a.o. sannolikheten av olika utfall. Optionerna utgör även en mekanism för signalering genom vilka entreprenörer kan kommunicera till investerarna om deras kunskaper och förtroende för projektet.

Dessa typer av optioner ökar det totala värdet av projektet både i den första finansieringsrundan samt i det senare skedet. Om saker inte skulle löpa som förväntat hamnar entreprenören inte nödvändigtvis i finansieringssvårigheter.

Sammanfattningsvis kan konstateras att *det totala värdet av en investering kan till mycket stor del vara beroende på de finansiella villkoren i kontraktet av projektet*. Genom att justera dessa villkor kan den totala ekonomiska nyttan för parterna variera stort.

10. Orsaker till den outvecklade marknaden i Finland

En berättigad fråga torde vara varför venture capital-marknaden fortfarande är så outvecklad i Nordeuropa och speciellt i Finland. Ett vanligt utkastat påstående är att det inte finns tillräckligt med pengar i Finland, men detta menar bl.a. Mikko Puhakka från Holtron Ltd. att inte är fallet. Enligt venture capitalisterna finns det helt enkelt inte tillräckligt intressanta idéer och även om det skulle finnas geniala uppfinningar, kan inte finländarna sälja och marknadsföra sina idéer på ett sätt som väcker intresset.

Den främsta orsaken till att venture capital-marknaden ännu inte blommat upp är dock förhållandet till risktagning. **I Finland kan en arbetstagare känna sig relativt trygg** med sin minilön och sina pensionsplaner. Därtill är det betydligt svårare för en arbetsgivare att säga upp någon i Finland än t.ex. i USA. Det är bl.a. denna säkerhet och immobilitet som hindrar folk från att gripa tag i det mer riskabla alternativet och bli företagare. Finländarna är inte heller toleranta för misslyckande ifall någons nystartade företag inte blev en succé. **Stigmat av att misslyckas** är något som är säreget för européer, medan man i USA genast börjar fundera på ett nytt projekt efter att det första misslyckats.

Den kanske främsta orsaken varför venture capital konceptet blivit så framgångsrikt just i Silicon Valley är **klusteret** som byggts upp där²⁰. Företagen och venture capitalisterna ligger bara ett stenkast ifrån varandra och därför är det lätt att droppa in på möten och **styrelsearbetet blir effektivare**. Venture capitalisterna **byter därtill idéer med varandra, ber om råd och gör tjänster åt varandra**. Det är lätt att diskutera dessa saker över en lunch eller en öl efter jobbet på San Hill Road. En ytterligare bidragande orsak till varför detta kluster just vuxit upp i Silicon Valley är att Stanford och Berkeley ligger där. Dessa toppuniversitet är ledande i både den tekniska och ekonomiska utbildningen och de hjälper därför till med forskningen. Många rekryteras också direkt från skolbänken.

I USA har dylika kluster också vuxit upp i Boston, New York och i Seattle, men visserligen inte i lika hög utsträckning som i Silicon Valley. I Europa har man också försökt följa denna modell, men hittills har bara England lyckats bygga upp något liknande i London, vid Thames i närheten av Oxford.”

²⁰ The Economist march 29th 1997

11. SAMMANFATTNING

- Venture capital är ett resultat av en funktionalistisk utveckling. VC-bolag löser ofta problemet med kapitalbrist för många nya företag med tillväxtpotential.
- Företagens kapitalbehov tillgodoses med en kombination av flera finansieringsformer och nivåerna bestäms till stor del av mängden tillfört eget kapital. Denna typ av kapital kompletteras och utökas via bl.a. riskkapitalbolag.
- samhällsekonomisk nytta - skapar arbetsplatser och för fram utvecklingen i industrin
- kompletterar marknaden för riskkapital genom att allokera kapital från överskott till kapitalintensiva investeringar som traditionella finansiärs riskbäringsförmåga inte räcker till för
- Hantering av osäkerhet och allokering av risk effektivteras genom VC-bolagens riskbäringsförmåga, diversifiering av riskerna samt bolagens unika branschkunskap
- Riskkapitalet utgör en produkt som svar på skillnader i förmögenhet och riskaversion bland investerarna. Dess uppgift är att flytta den ekonomiska risken från arbetstagarna och ägarna av realresurser till riskfinansiärer.
- Kontrakten både med utomstående investerare och entreprenörer är designade på speciella sätt för att minska på agentkostnader, "sorting"-problemet samt "operating cost"-problemet.
- due diligence-processen minskar på ex ante informations asymmetrin samt free-riding. Genom denna försöker man minimera möjligheten för felinvestering.
- den effektiva "monitoringen" via styrelsearbetet och hands-on operationerna minskar på moral hazard-problemen
- Villkoren för kontraktsutförande för venture capital påverkar fördelningen av kapital och risk d.v.s. värdet för finansiären och entreprenören. Alternativa strukturer av kontrakt påverkar därmed entreprenörens motiv eftersom totalvärdet kan påverkas med villkoren i kontraktet. I princip strider detta mot Modigliani & Millers grundläggande teorier.
- Orsaker till den outvecklade marknaden i Finland är förhållandet till risktagning, försiktigheten i analysen av potentiella projekt samt bristande förmåga att sälja och marknadsföra idéer på ett intresseväckande sätt..

12. KÄLLFÖRTECKNING

Borg, Peter (1997): "Ammattimainen pääomasijoittaminen Suomessa", Suomen Pääomasijoitusyhdistys- Finnish Venture Capital Association Ry.

The Economist: "A survey of Silicon Valley - Future Perfect?", march 29th 1997.

Enterprise Forum: "The Role of Venture Capital in the Technology Revolution", presentation / Poli 25.2.1999

Holtron Ltd.: "Seeking and Getting Venture Capital in Hi-tech Companies", presentation 18.2.1999/ HankInvest

Kivi, Karri (1998): "Liikeideasta pörssiyritykseksi- Raportti pääomasijoittamisesta, erityiskohteena Kalifornia", <http://www.finlandla.org>.

Merton, Robert. C.& Bodie Zvi (1995): "*The Global Financial System - A Functional Perspective*", Harvard Business School Press pp. 10

Palmén, Henrik (1999): "Banker & Finansiell Förmedling - föreläsningskompendium".

Sahlman, William A. (1990): "The structure and governance of venture-capital organizations", *Journal of Financial Economics*, 27 pp. 473-521

Sahlman, William A. : "Aspects of financial contracting in venture capital", Harvard Business School publication

Svenska Riskkapitalföreningen, <http://www.pi.se>