



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Institutionen för Företagsekonomi

VENTURE CAPITAL & LÅGKONJUNKTURENS PÅVERKAN PÅ VENTURE CAPITAL I SVERIGE

**Seminariearbete C-nivå
Industriell och finansiell ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2008**

Författare:	Personnummer:
Fredrik Andersson	790522
Daniel Ingelström	840614
Patrik Östlund	800418

Handledare: Anders Rimstedt

Abstract

Venture capital firms invest through funds in private new, small and medium-sized businesses under a limited time period. By active owner commitment they add competence, networks, owner governance and credibility, thereby creating growth for the portfolio firm and creating conditions for good return through exit. In today's Swedish economy it is increasingly common for young innovative businesses with development potential to be financed by venture capital.

In December 2008 the Swedish national institute of economic research (Konjunkturinstitutet) reported a growing international financial crisis with lower GNP and higher unemployment rates, and established that Sweden now are in a recession. How will this recession affect the Swedish venture capital industry and what are the future outlooks for the venture capital industry? To answer these questions we decided to use a qualitative study. We interviewed six leading companies in the Swedish venture capital industry to get the information that together with the acquired theory is the foundation for our conclusions.

We have concluded that there are two major problems that can be connected to the allocation of capital towards venture capital. The first problem we discovered is the allocation rules that lead to investors being over-allocated as a result of the downturn on the stock market. This problem is directly connected to the recession. When the investors are forced to reduce their private holdings as a result of being over-allocated this strongly affects the venture capital market. The second problem is not related to the recession but it is rather an effect of the historical returns of venture capital compared to buyout. When buyout historically has shown higher returns than venture capital, several investors have increased their allocation toward buyout and thereby lowering the allocation towards venture capital. We have concluded that the Swedish venture capital industry under the following periods needs to survive on less capital as a consequent of the lowering supply of capital being allocated towards venture capital.

As a consequence of the recession and the allocation problems we have concluded several underlying problems and opportunities that arise. We have concluded that there will be elimination in the venture capital industry by the increased competition both between the venture capital firms and between the portfolio firms as a result of the allocation of capital. We have also concluded that an effect of this development is that the remaining venture capital firms will have the possibility to be more selective in their investments and that they will invest in less capital intensive firms. We conclude that this scenario combined with the successful exits of the less profitable portfolio firm, which several of the venture capital companies have carried since the millennium, will lead to higher future returns for the remaining venture capital firms and their funds.

Sammanfattning

Venture capital investerar via fonder i nya, små och medelstora onoterade företag under en tidsbestämd period. Genom ett aktivt ägarengagemang tillför de kompetens, nätverk, ägarstyrning och kreditabilitet. Därigenom skapar de tillväxt inom portföljbolaget samt förutsättningar för en positiv avkastning via exit. Inom dagens svenska ekonomi har det blivit allt vanligare att innovativa unga företag med utvecklingspotential finansieras via venture capital.

I december 2008 visade Konjunkturinstitutet en rapport om konjunkurläget som skvallrade om fördjupad internationell finanskris med svagare BNP-tillväxt, ökad arbetslöshet och bekräftade att Sverige nu gick in i en lågkonjunktur. Hur påverkar en lågkonjunktur den svenska venture capitalbranschen och vilka framtidsutsikter har branschen? För att få svar på frågorna valde vi att använda oss av en kvalitativ studie. Vi intervjuade sex ledande företag inom venture capitalbranschen för att få fram information som tillsammans med teorin står till grund för våra slutsatser.

Vi har kommit fram till två övergripande slutsatser som båda kan kopplas till allokering av kapital gentemot venture capital. Det första problemet vi ser är överallokeringen som uppstått på grund av börsens nedgång, ett problem direkt kopplat till konjunkturen. Då kapitalförvaltarna har allokeringsregler tvingas de minska sina onoterade innehav till följd av överallokering, vilket drabbar venture capitalbranschen hårt. Det andra problemet kring allokeringen är inte konjunkturrelaterat utan beror huvudsakligen på venture capitalsbranschens historiska avkastning gentemot buyout. Då buyout historiskt varit mer lönsamt har flera investerare ökat sin allokering mot buyout och minskat sina investeringar inom venture capital. Vi anser att venture capitalbranschen står inför en period där de kommer behöva klara sig på mindre kapital till en följd av att allt mindre kapital allokeras mot venture capital.

Till följd av lågkonjunkturen och de allokeringsproblem som identifierats, anser vi att ett flertal underliggande problem och möjligheter har uppstått. Vi anser att det kommer ske en utslagning på marknaden då en minskning av tillgång på kapital leder till en ökad konkurrenssituation, dels mellan venture capitalbolag men även mellan portföljbolag. Som en följd av utvecklingen kommer kvarvarande venture capitalbolag ha möjligheten att vara mer selektiva med sina val av investeringar. Vi har vidare dragit slutsatsen att det kommer att investeras mindre inom kapitalintensiva företag. Vi anser att den beskrivna situationen i kombination med att branschen lyckas avyttra mindre lönsamma investeringar som de dragits med sedan millenniumskiftet, får till följd att venture capitalbranschen i framtiden kommer generera högre avkastning.

Förord

Under processen med att skriva uppsatsen har vi successivt erhållit en större förståelse och kunskap för hur venture capitalbranschen fungerar. Vi anser oss ha fått realistiska och användbara svar och slutsatser på vår frågeställning ”lågkonjunkturs påverkan på venture capitalbranschen”. Vi har fått en inblick i en betydelsefull del av den svenska riskkapitalmarknaden och förstår nu hur viktig venture capital är för svenskt näringsliv. Vi tror på en positiv utveckling för branschen i framtiden.

Vi vill ta tillfället i akt att tacka de intervjupersonerna och företag som hjälpt oss att skapa uppsatsen, utan er hjälp och vilja hade det inte varit möjligt:

Andreas Albertsson, GU Holding

Ingvar Andersson, AB Chalmersinvest

Björn Österlund och Rickard Peterson, SEB Venture Capital

Stefan Lindholm, Industrifonden

Gunnar Fernström, InnovationsKapital

Cecilia Gross Friberger, Sjätte AP-fonden

Vi vill även tacka vår handledare *Anders Rimstedt*, som med sin kunskap bidragit med många insiktsfulla åsikter kring skapandet av uppsatsen.

Göteborg 2009-01-09

Fredrik Andersson

Daniel Ingelström

Patrik Östlund

Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1 Bakgrundsbeskrivning	6
1.1.1 Riskkapital	6
1.1.2 Venture Capital	7
1.1.3 Venture capitals utveckling i Sverige	8
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Problemformulering	11
1.4 Syfte	11
1.5 Avgränsningar	11
2. Metod	12
2.1 Urval	12
2.2 Datainsamling	12
2.3 Utförande	13
2.4 Validitet och Reliabilitet	14
3. Teoretisk referensram	15
3.1 Fonden	15
3.2 Investeringsstrategier	16
3.2.1 Tidiga fasen	16
3.2.2 Expansions fasen	16
3.2.3 Mogna fasen	16
3.2.4 Ersättningsinvestering och Syndikeringsinvestering	17
3.3 Investeringsprocessen	17
3.4 Investeringskriterier	19
3.4.1 Entreprenörerna	20
3.4.2 Marknaden	20
3.4.3 Produkt/Service	21
3.4.4 Finansiell avkastning	21
3.5 Exit-strategier	22
3.6 Konjunktur	23
4. Empiri	24
4.1 GU Holding	24
4.2 AB Chalmersinvest	25
4.3 SEB Venture Capital	25
4.4 Industrifonden	27
4.5 InnovationsKapital	28
4.6 Sjätte AP-fonden	29
5. Analys av empirin	31
5.1 Nytt kapital	31
5.2 Tillgängligt kapital	32
5.3 Exit	33
5.4 Möjligheter	33
6. Slutsatser	35
6.1 Vidare studier	37
Referenslista	38
Figurförteckning	
Figur 1 – Riskkapitalets olika delar (Isaksson, 2006)	7
Figur 2 – Beskrivning över uppsatsens utförande	13
Figur 3 – Fondens livscykel (Svenska Riskkapital, Medlemsmatrikel och årsbok 2008-2009)	15
Figur 4 – Konjunkturskurva (Konjunkturinstitutet, 2008)	23
Bilagor	
Bilaga 1. Ordlista	40
Bilaga 2. Intervjufrågor	42

1. Inledning

Inledande kapitlet presenterar och leder in läsarna på det ämne som behandlas i uppsatsen. Läsaren ges först en övergripande beskrivning av riskkapital för att därefter ledas in på uppsatsens huvudämne, venture capital. Beskrivningen av venture capital skildrar dels begreppet generellt samt ger en redovisning av venture capitals utveckling i Sverige. Bakgrundsbeskrivningen syftar till att ge läsaren den förståelse som krävs för att följa uppsatsens diskussion. I den följande delen leds läsaren in på uppsatsens problemdiskussion och den slutgiltiga problemformuleringen. Den avslutande delen av kapitlet redogör för uppsatsens syfte och avgränsning.

1. 1 Bakgrundsbeskrivning

Inom dagens svenska ekonomi har det blivit allt vanligare att företagare och entreprenörer finansieras via den så kallade private equitybranschen. Innovativa unga företag och företag med utvecklingspotential stöts av riskkapitalbolag och riskkapitalfonder som erbjuder möjligheter till finansiering och vägledning. I gengäld strävar riskkapitalisterna att utveckla företagen i den mån att de vid ett senare tillfälle kan avyttra sin involvering genom en lönsam försäljning. En viktig del av private equitybranschen är den som vänder sig mot företag i de tidiga utvecklingsfaserna sådd, uppstart samt expansion, det vill säga venture capital. Venture capital skapar möjligheter för nya, små och medelstora företag att etablera sig och i förlängningen bidra till fler arbetstillfällen och ökad ekonomisk tillväxt (Isaksson, 2006).

1. 1. 1 Riskkapital

Riskkapital är en investering som i regel innebär att investeraren har möjlighet att erhålla en ägarandel i bolaget. En investering via riskkapital innebär därmed all form av investering som görs i bolagets egna kapital (Nyman, 2002).

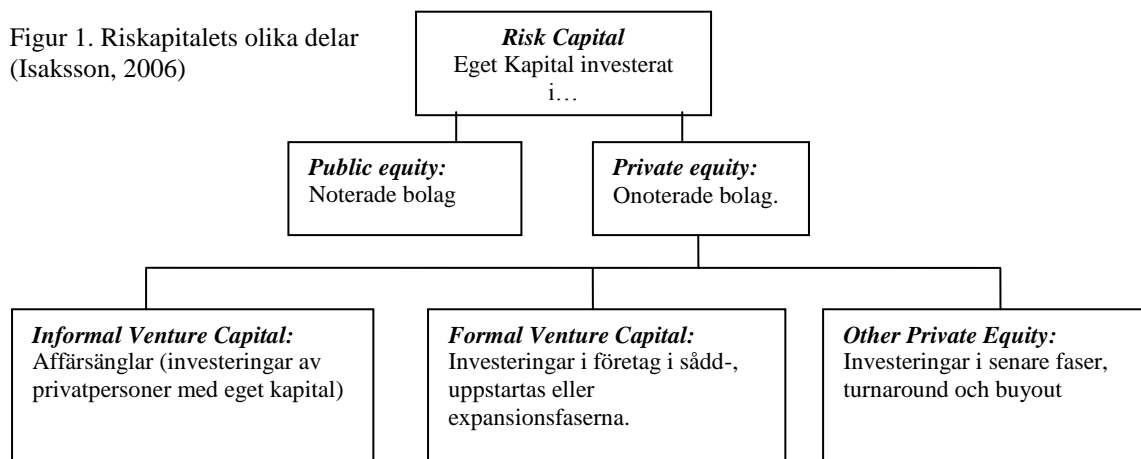
”Riskkapital utgör ett samlat begrepp för investeringar i företags egna kapital och omfattar både noterade och onoterade företag. Private equity utgörs av de riskkapitalinvesteringar som sker i onoterade företag där ägarengagemanget är aktivt men tidsbegränsat” (Svenska riskkapitalföreningen).

Riskkapital riktat mot onoterade bolag inkluderar de tre begreppen private equity, buyout samt venture capital. Privat equity är en del av riskkapitalet, liksom venture capital och buyout är en del av private equity (Svenska Riskkapitalföreningen, 2008). Utmärkande för investeringar i private equity är att de alltid är tidsbegränsade i onoterade bolag med en målsättning att inom en nära framtid avyttra investeringen, normalt inom en period av tre till sju år (Nyman, 2002).

Det är vanligt att private equity syftar till investeringar genomförda i de senare utvecklingsfaserna, det vill säga turnaround och buyout (Isaksson, 2000). Venture capital avser i sin tur investeringar som sker i de tidiga utvecklingsfaserna sådd, uppstart samt expansion. En betydande egenskap för venture capital är att det präglas av ett aktivt ägareengagemang. Avgränsningen ovan är den vedertagna definition som används av Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) och European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) (Nyman, 2002).

Inom begreppet venture capital är det av vikt att lyfta fram skillnaden mellan så kallat formellt och informellt venture capital. Informellt venture capital är investeringar genomförda av privatpersoner som väljer att investera delar av sitt privata egen kapital, så kallade affärsänglar. Formellt venture capital avser investeringar genomförda av venture capitalbolag, det vill säga organiserade bolag som arbetar med venture capitalinvesteringar. (Isaksson, 2006). Vi kommer genom arbetet syfta på formellt venture capital när vi använder begreppet venture capital.

Figur 1. Riskkapitalets olika delar (Isaksson, 2006)



1. 1. 2 Venture Capital

EVCA ger följande definition av venture capital:

“Professional equity co-invested with the entrepreneur to fund an early stage (seed and start-up) or expansion venture. Offsetting the high risk the investors take is the expectation of higher than average return on the investment.” (EVCA)

Venture capital är investeringar i företag som ännu inte är noterade på en publik lista, det vill säga börs eller annan marknadsplats. Det bolag som venture capitalbolag investerar i kallas för portföljbolag. Som tidigare nämnts är utmärkande egenskaper för venture capital ett aktivt ägareengagemang och tidsbestämda investeringar (Isaksson, 2006). Fördelar med investering via venture capital är att portföljbolaget förutom kapital, får tillgång till venture capitalbolags kompetens, nätverk, ägarstyrning och kreditabilitet. Genom att ta på sig rollen som förmedlare

och föra dialogen med styrelsen och marknaden bidrar venture capitalbolag till portföljbolagets utveckling (Svenska Riskkapitalföreningen, 2008). När ett litet till medelstort företag befinner sig i sådd-, uppstarts- eller expansionsfaserna brukar det, med hänsyn till risken vara svårt att hitta finansiering. Venture capital är ett alternativ som med sin unika investeringsform gynnar svensknäringslivs tillväxt (Isaksson, 2006).

1. 1. 3 Venture capitals utveckling i Sverige

Den svenska private equitybranschen hade sin början under 70-talet då det första venture capitalbolaget etablerades med fokus på minoritetsinvesteringar inom sådd, uppstart och expansionsfaserna. Den här formen av investering var inget nytt på 70-talet utan företag och privatpersoner hade långt innan investerat i företag med innovation och utvecklingspotential. Det var dock först nu det började ske i organiserade former då riskkapitalbolag och riskkapitalfonder bildades med syftet att investera i onoterade bolag med ett aktivt ägareengagemang (Svenska Riskkapitalföreningen, Medlemsmatrikel 2006-2007).

Över de kommande 30 åren genomgick branschen två större cykler med tillväxt och tillbakagång. Den första tog sin början under 80-talet. Börsens uppgång och allmänhetens aktieintresse, tillsammans med ett nytt intresse för investeringar i mindre bolag till följd av förbättrade möjligheter till notering, ledde till att allt mer kapital allokerades mot venture capital. De ökade möjligheterna till notering av bolagen på börsen samt ökade förutsättningarna för investerarna att avyttra sina tillgångar. Resultatet blev att venture capitalmarknaden ökade markant under 80-talet till följd av det goda förtjänst möjligheterna som erbjöds på kortsikt (Nyman, 2002).

Vändningen kom i slutet av 80-talet då börsens nedgång tillsammans med omständigheter så som exempelvis den ökade efterfrågan av investeringar inom bostadsmarknaden samt den allt högre räntan, ledde till allt mindre investerat kapital mot venture capital (Isaksson, 2006). Dessutom hade många investerare underskattat tidsaspekten i att skapa en fungerade venture capitalbransch och såg endast venture capitalfonderna som en möjlighet att investera lönsamt kortsiktigt. Analyser visade att venture capitalbolag hade tagit på sig för många åtaganden i förhållande till den mängd kapital de hade tillgång till. Bristen på kapital fick till följd att venture capitalbolag inte kunde skjuta till ytterligare kapital till portföljbolag vid behov. En annan orsak sades vara det faktum att kunskapen från venture capitalbolag inom de områden de investerade, inte var tillräckliga för att kunna hantera de problem som uppstod (Schön, 2007).

Den andra cykeln tog sin början i mitten av 90-talet och även den karaktäriserades av en stark börsuppgång och ett ökat sparande. Det fick till följd att allt mer kapital allokerades mot venture capital. En annan viktig aspekt var den ökade efterfrågan på venture capital till följd av ökade högteknologiska idéer, främst inom IT (Isaksson, 2006). En ännu viktigare förändring för branschen kom dock när institutionella förändringar genomfördes av det

befintliga skattesystemet kring minoritets ägande. Det ledde till ökade möjligheter att avyttra portföljbolag genom förbättrade och nya exit-möjligheter (Karaomerlioglu, Jacobsson, 2000). I slutet av 90-talet började branschen visa signaler på överhettning. Marknaden hade växt från att endast involvera ett fåtal aktörer till att under slutet av 90-talet inkludera över 200 venture capitalbolag. Den ökade konkurrensen på marknaden ledde dels till övervärderade investeringar, men fick även till följd att venture capitalbolag valde att investera i ännu tidigare skeden. Den kollaps som följde ledde till att en stor del av nyetablerade venture capitalbolag försvann och åren som följde karaktäriserades av en motvilja att åta sig risker (Isaksson, 2006).

Under 2000-talet har venture capital marknaden visat tydliga signaler på återhämtning. Verket för Näringslivsutveckling, NUTEK, publicerade i en rapport 2004 att i de sammanhang där venture capitalbolag varit involverade, växer företaget betydligt snabbare jämfört med privata företag i Sverige (NUTEK, 2004). NUTEK visade vidare i en rapport från 2006 att investeringar av venture capitalbolag genomförda under året uppgick till ett belopp av närmare 6,4 miljarder kronor, vilket var en ökning med 45 % mot 2005 (NUTEK 2006). Under 2007 minskade det totala beloppet som investerades i venture capital med närmare 13 % jämfört med föregående år, medan buyout investeringar ökade med 14 % (NUTEK, 2007). Utvecklingen under första kvartalet av 2008 visade att den här utvecklingen inte var någon tillfällighet. I den rapport som NUTEK presenterade gällande riskkapitalbolag och deras investeringar under första delen av 2008 var venture capital aktörerna fortsatt negativt inställda till konjunkturutvecklingen och en majoritet var inställda på att konjunkturläget skulle komma att försämrats ytterligare (NUTEK, 2008).

1.2 Problemdiskussion

Den svenska private equitybranschen har under sin närmare 40-åriga närvaro på den svenska marknaden, genomgått och genomlidit två större upp- och nedgångar som lämnat avtryck i den svenska ekonomiska historien (Isaksson, 2006). När U.S.A. i mitten av 2007 rapporterade om en allt osäkrare framtid för den inhemska bolånemarknaden, skickade det svallvågor till den internationella finans- och kreditmarknaden. Konsekvenserna lät inte dröja på sig och från och med 2008 visade en undersökning om konjunkturläget på en utveckling av den globala ekonomin som skvallrade om en fördjupad internationell finanskris med svagare BNP-tillväxt och ökad arbetslöshet. Rapporten fastslog att Sverige från och med då gick in i en lågkonjunktur (Konjunkturinstitutet, 2008).

En lågkonjunktur får till följd att bolags möjligheter att utvecklas, växa och investera försämrats avsevärt. En rad orsaker kan knytas till de förändrade förhållandena. Främst beror det på att bolags möjligheter att sälja varor och tjänster minskar till följd av att potentiella köpare väljer att avstå konsumtion till förmån för besparing. Då människor, och i synnerhet bolag, har svårt att beräkna konjunkturers svängningar och påverkan, blir effekten oftast dominoartad. Överproduktion i kombination med minskad efterfrågan leder i längden till krav

på förändrad produktionsnivå, vilket i sig leder till ytterligare krav på personalnedskärningar som slutligen påverkar konsumenternas tillgång till kapital. Då konsumtionsförmågan minskat förstärks lågkonjunkturen ytterligare. En vikande konjunktur för även med sig psykologiska aspekter som förstärker den negativa utvecklingen av ekonomin. I tider då bolag tidigare valt att investera blir effekten att de i spåren av den förväntade lågkonjunkturen blir allt mer försiktig. Resultatet av ett sådant agerande blir att det skapas en ond spiral där de framtida förväntningarna blir allt mer negativa och där lågkonjunkturen blir en självuppfylld profetia. (Böök & Ohlsson, 2001) Finns det en risk att den svenska venture capitalbranschen står inför ytterligare en nedgång och hur kommer den i sådant fall att påverkas? Uppsatsen har för avsikt att skildra lågkonjunkturs påverkan på venture capital i Sverige. För att möjliggöra analysen fokuserar uppsatsen på fem processer som tillsammans skildrar venture capital förfarandets helhet. De fem delarna är *Fonden*, *Investeringsstrategier*, *Investeringsprocessen*, *Investeringskriterier* samt *Exit-strategier*.

Nyman (2002) diskuterar hur en fond har en tilltänkt investeringsperiod som vanligtvis sträcker sig över tre år med en förutbestämd summa. Venture capitalbranschens fundamentala delar bygger på att det finns tillgång till kapital att investera. När kapitalförvaltarna inte har samma möjligheter eller vilja att allokera kapital mot venture capital, vilka effekter får det då på branschen? Isaksson (2000) förklarar hur ett venture capitalbolag kan välja att investera i ett portföljbolags olika faser. Inom dagens venture capitalmarknad har det varit vanligt att branschens aktörer investerat i de tidiga skedena sådd och uppstart. Den här formen av finansiering är oftast väldigt kapitalkrävande och frågan är hur attraktiv den formen av investering kommer att vara om tillgången på kapital minskar?

Tyebjee och Bruno (1984) ser på venture capitals investeringsprocess utifrån fem avgörande faser, från första fasens avsökning av marknaden, deal organization, till den avslutande fasen, post-investment activities, där venture capitalbolag arbetar med värdeskapande. Hur påverkas dagens aktörer i sina investeringsprocesser av den rådande situationen? Har tillgången på kapital någon inverkan på processen och vilka följder får det i längden för potentiella portföljbolag? Franke et al (2008) kom efter en omfattande studie fram till att de viktigaste kriterierna hos ett potentiellt portföljbolag var egenskaperna hos entreprenören, produkten, marknaden samt bolagets finansiella aspekter. Liknande studier som genomförts av Tyebjee och Bruno (1984) stärkte de påståendena. Om branschen står inför en lågkonjunktur, kommer venture capitalbolag då att se på kriterierna ur ett annat perspektiv?

Isaksson (2006) diskuterar ett flertal olika exit-strategier vid avyttring av ett portföljbolag. Nyman (2002) lyfter vidare fram vikten av att det sker vid rätt tillfälle. Under en lågkonjunktur, där Böök och Ohlsson (2001) poängterar att det på grund av minskad efterfrågan blir svårare att sälja sina produkter, finns det då någon möjlighet att avyttra portföljbolag? Vilka alternativ finns?

1. 3 Problemformulering

Utifrån ovanstående bakgrundsbeskrivning och problemdiskussion har vi kommit fram till uppsatsens två huvudfrågor.

(1) Vilken påverkan har en lågkonjunktur på venture capitals processer i Sverige?

(2) Vilka framtidsutsikter finns det för venture capital i Sverige?

1. 4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att i ett första skede ge en ökad förståelse om venture capitalbranschen, för att därefter ge en ökad förståelse om lågkonjunkturrens påverkan. Syftet är att se lågkonjunkturrens påverkan på venture capital, genom att studera dess påverkan på de fem processerna, Fonden, Investeringsstrategier, Investeringsprocessen, Investeringskriterier samt Exit-strategier. Syftet med att studera de valda processerna är att analysera och dra slutsatser kring venture capitals nuvarande situation och dess framtidsutsikter.

1. 5 Avgränsningar

I uppsatsen representeras venture capitalbranschen av företag med kontor i Göteborgsområdet. Avgränsningen gjordes med hänsyn till att vi skrev uppsatsen för Handelshögskolan i Göteborg, där vi samtliga var bosatta. Ytterligare anledningar var att vi ville genomföra intervjuerna personligen samt hänsyn till uppsatsens begränsade tidsperspektiv.

2. Metod

Kapitlet beskriver de metoder uppsatsen bygger på samt de tillvägagångssätt som använts för att genomföra uppsatsen. Under följande delar beskrivs de olika begreppen som tas upp inom metodavsnittet, för att sedan förklara valet av tillvägagångssätt för studien. Först förklaras de urval som ligger till grund för uppsatsen, därefter ges en beskrivning av datainsamlingen. Följande del beskriver tillvägagångssättet som använts vid skapandet av uppsatsen. Den sista delen behandlar uppsatsens validitet och reliabilitet.

2.1 Urval

Det finns två olika metoder att använda sig av, kvalitativ och kvantitativ metod. Den kvalitativa metodens syfte är att gå till djupet med en frågeställning och därigenom försöka analysera svaret. I den kvalitativa metoden finns det närhet mellan den som undersöker och det undersökta. Det viktiga inom den kvalitativa metoden är att den grundar sig på undersökarens egna iakttagelser (Holme & Solvang, 1991). Den kvantitativa metoden bygger mer på att försöka omvandla resultat till siffror och med hjälp av olika mätinstrument få fram resultatet. Utgångspunkten för den kvantitativa metoden är att problemet ska kunna göras mätbart och med olika statistiska instrument skapa generaliserande resultat (Andersen, 1994). För att beskriva lågkonjunktorens påverkan på venture capitals processer, valde vi att använda oss av den kvalitativa metoden. Anledningen till valet av en kvalitativ studie är till viss del för att de resultat vi sökte inte behövde vara mätbara, men även att det skulle vara svårare att inom ramen för uppsatsen ge en rättvisande bild med en kvantitativ undersökning. Ytterligare en viktig anledning till valet av kvalitativ metod är att analyserna och slutsatserna bygger på intervjuer som genomförts med utvalda företag inom venture capitalbranschen. Fokus har legat på att få fram kvalitativ information för att därigenom besvara frågeställningarna, därmed har fokus inte varit att analysera kvantitativa data inom branschen. Vi anser vidare att den kvalitativa studien bättre ger oss svar på venture capitals framtidsutsikter. Uppsatsen använder sig av en deduktiv ansats genom att utgå från redan befintliga teori och forskning inom området. Teorin testas senare i uppsatsen mot den verklighet som företagen själva anser sig befinna sig inom (Andersen, 1994).

2.2 Datainsamling

Den data vi har använt oss av är en blandning av primär- och sekundärdata. Primärdata är information som forskaren själv samlar in från en ursprunglig källa, det vill säga information som inte funnits tidigare (Lekvall & Wahlbin, 2001). Den primärdata vi använder oss av kommer från de intervjuer vi genomfört. Vi valde att intervjua sex ledande företag inom venture capitalbranschen för att få fram data som ligger till grund för vår kvalitativa studie. Av de intervjuade företagen är fem venture capitalbolag: GU Holding, AB Chalmersinvest,

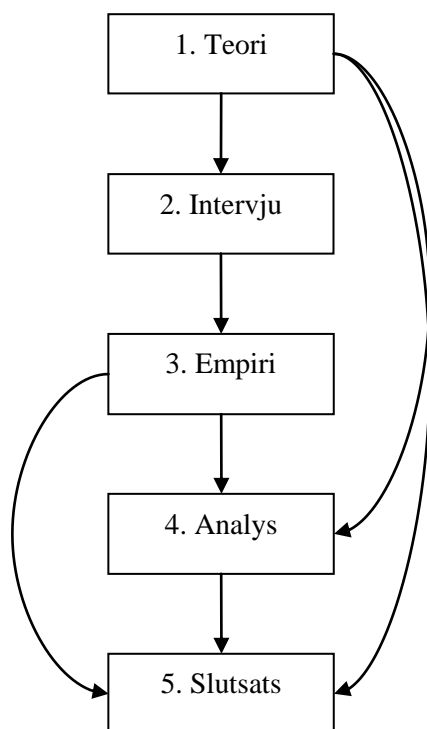
SEB Venture Capital, Industrifonden och InnovationsKapital. Vi valde även att intervjua en institutionellinvestor, Sjätte AP-fonden. Uppsatsen val av företag skapar ökade möjligheter att generalisera slutsatserna. Två av de medverkande företagen investerar i såddfasen, tre av företagen tillhör de största inom branschen, samt Sjätte AP-fondens medverkan som en av Sveriges största institutionella investorer. Fem av intervjuerna genomfördes genom personliga intervjuer, medan intervjun med AB Chalmersinvest genomfördes via telefon. Urvalet av företag gjordes med hjälp av SVCA:s hemsida. Kriterierna var dels att de skulle vara medlemmar i SVCA, ha kontor i Göteborg, samt att de skildra olika perspektiv av venture capitalmarknaden.

Uppsatsen försöker genom valet av företag, skapa en inblick på venture capitalmarknaden ur olika aktörers perspektiv. Det gjorde vi för att få företags syn på konjunkturens påverkan och på så sätt jämföra teorin med resultatet ifrån intervjuerna. Det gav oss en möjlighet att komma till slutsatser som inte vore möjliga om vi enbart använt oss av sekundär data. Sekundärdata är data som inte kommer av egna observationer, utan data som redan är insamlad (Saunders et al, 2000). Uppsatsens sekundärdata består av tidigare forskning, artiklar, litteratur om venture capital samt ämnen som är av intresse för uppsatsen. Litteratur som används genom uppsatsen har anskaffats från Ekonomiska biblioteket i Göteborg. Vetenskapliga- och forskningsartiklar som uppsatsen använder sig av har hittats med hjälp av databasen Business Source Premier. Sekundärdata används främst för att skapa teorin.

2.3 Utförande

För att genomföra uppsatsen beskriver vi inledningsvis teorin bakom venture capitals

Figur 2. Beskrivning av uppsatsens utförande



processer Fonden, Investeringstrategier, Investeringprocesser, Investeringkriterier och Exit-strategier. Avslutningsvis presentera vi begreppet konjunktur.

Nästa steg i uppsatsen är att med stöd av teorin utforma och genomföra de sex intervjuerna med utvalda venture capital aktörer.

Det tredje steget i uppsatsen är att sammanställa de genomförda intervjuerna och presentera dem på ett överskådligt sätt. Det är ett måste för att göra informationen användbar i analysen och slutsatserna. Resultatet av intervjuerna utformar det empiriska avsnittet i uppsatsen.

Det fjärde steget i uppsatsen är att med hjälp av teorin, analysera empirin och därigenom skapa en insikt av konjunktorens påverkan på venture capital. Vi försöker även hitta kopplingar mellan teorin och empirin för att stärka analysen. Slutligen tittar vi på resultatet från flera synvinklar för att därigenom skapa en mer välgrundad bild.

Det avslutande steget i uppsatsen är att presentera slutsatserna. Slutsatserna presenteras i den ordning teorin berör de olika delarna. Då framtidsutsikterna kan kopplas till olika delar av venture capitalprocessen presenteras de löpande igenom slutsatserna.

2. 4 Validitet och Reliabilitet

Med validitet avses att mäta det som uppsatsen verkligen har för avsikt att mäta och med reliabilitet syftas det på hur tillförlitligt och användbart mätinstrumentet som används verkligen är (Bell, 1993). Uppsatsen strävar efter att ha så hög reliabilitet och validitet som möjligt, men vi är fullt medvetna om att det kan uppkomma svårigheter. Ett problem vi kan förutspå är möjligheten till att generalisera utifrån de slutsatser vi dragit då vi endast valt att intervjua företag med kontor i Göteborg. För att möjliggöra en generalisering har vi dock valt att intervjua tre företag med verksamhet över hela Sverige, samt en av Sveriges största institutionella investerare. En möjlig svaghet är bristen på mindre venture capitalbolag som investerar i såddfasen utanför Göteborgsområdet, vilket kan påverka hur representativa företagen är.

De problem vi kan förutspå vid behandlingen av primärdata, det vill säga intervjuerna, är att få fram den information vi vill ha och inte den information som företagen vill ge. För att försöka undvika problemet använder vi oss av strukturella intervjuer och så långt som det är möjligt ställa följdfrågor samt vara kritiska mot de svar vi får. För att stärka trovärdigheten har samtliga intervjuer, förutom telefonintervjun, dokumenterats genom inspelning. För att ytterligare stärka intervjuernas reliabilitet har de intervjuade företagen i efterhand givits möjlighet att kommentera eventuella felcitater.

För att ha en hög reliabilitet och validitet vid arbetet med sekundärdata, granskar vi informationen kritiskt och jämför resultaten med liknande forskning, det här gör vi för att liknande resultat innebär hög reliabilitet (Bell, 1993). De vetenskapliga- och forskningsartiklar som används i uppsatsen, är uteslutande anskaffade från databasen Business Source Premier. Vi anser att det stärker deras trovärdighet. Viss information i uppsatsen bygger på uppgifter hämtade från Svenska Riskkapitalförbundet, Konjunkturinstitutet samt Verket för Näringslivsutveckling. Vi förutsätter att informationen hämtad från de källorna är korrekta och välgrundade. För att ytterligare stärka uppsatsens reliabilitet har vi valt att utesluta alla former av tidningsartiklar från exempelvis Veckans Affärer och Dagens Industri.

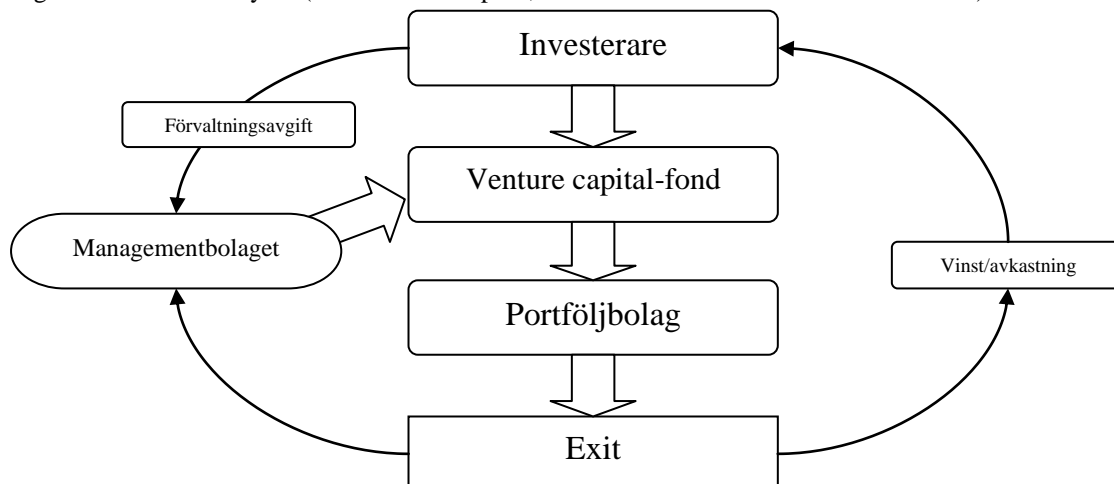
3. Teoretisk referensram

Avsnittet redogör för det teoretiska ramverket som uppsatsen utgår ifrån. Kapitlet presenterar de processer inom venture capital som uppsatsen valt att fokusera på. Först presenteras förfarandet kring fonden samt dess aktörer. I nästa steg, investeringsstrategier, beskrivs de olika faser som ett venture capitalbolag investerar inom. Under stycket investeringsprocessen beskrivs förfarandet vid investering i portföljbolag. Investeringskriterier lyfter fram de viktigaste faktorerna venture capitalbolag ser till vid val av investering. I stycket om exit-strategier beskrivs de möjligheter venture capitalbolag har vid avyttrande av portföljbolag. Avslutningsvis beskriver vi begreppet konjunktur.

3.1 Fonden

Venture capital processen tar sin början när ett venture capitalbolag skapar en fond. I regel bjuder venture capitalbolag in investerare att investera i fonden. Vanligtvis är fondens storlek förutbestämd till ett visst belopp med en förutbestämd livslängd. Fonden erhåller inte hela kapitalet direkt utan successivt när fonden i samband med investeringar har ytterligare kapitalbehov. Fondens kapital har en tilltänkt investeringsperiod som vanligtvis sträcker sig över tre år, men det totala beloppet som tillförs över tid är dock alltid en förutbestämd summa. Det är även förekommande med så kallade Evergreenfonder. Det är fonder som inte arbetar utifrån någon förutbestämd livslängd med ett fondförfarande där framtida avkastning återinvesteras i fonden (Nyman, 2002). Utöver det initiala belopp som portföljbolag erhåller finns möjligheter till tilläggsinvesteringar i senare skeden av investeringens livscykel. Det är ett vanligt förfarande, då många portföljbolag kräver ytterligare investering under sin tillväxt. Tilläggsinvestering är dock bara möjligt om det ryms inom ramarna för det förutbestämda åtagandet. Venture capitalbolag initierar och driver ett flertal tidsbegränsade och sinsemellan överlappande fonder (Nyman, 2002). En bra överblick av fondens förfarande och livscykel får vi genom nedanstående figur:

Figur 3. Fondens livscykel (Svenska Riskkapital, Medlemsmatrikel och årsbok 2008-2009)



Fonden hanteras av venture capitalbolag vars uppgift utöver skapandet av fonden är att identifiera tänkbara investeringsobjekt, utveckla portföljbolaget samt avyttra innehavet genom exit. Venture capitalbolag erhåller ersättning i form av en förvaltningsavgift som baseras på hela fondens belopp samt en del av den vinst som fonden är tänkt att generera. Investerarna i sin tur bidrar med kapitalet och får avkastning i samband med avyttring (Svenska Riskkapitalföreningen, Medlemsmatrikel 2008-2009). Många investerare arbetar utifrån så kallade allokeringsregler som endast tillåter dem att investera en viss andel inom bland annat noterade och onoterade innehav, utifrån förutbestämda regler. Allokeringsregler styr hur en investerare placerar sina innehav inom exempelvis aktier, obligationer, marknader och regioner. De största investerarna mot venture capital är pensionsfonder och försäkringsbolag. Enligt NUTEK helårsrapport 2007 stod pensionsfonder för 55 % och försäkringsbolag 15 % av investeringarna mot venture capital (NUTEK, 2007).

3. 2 Investeringsstrategier

Venture capitalbolag kan använda sig av flera olika strategier när de genomför investeringar i portföljbolag. Bolagen brukar vanligtvis inrikta sig på olika faser av portföljbolagets livscykel. Faserna kan delas in i tre huvudfaser, tidiga, expansion och mogna fasen, men gränserna mellan dem kan vara diffusa (Isaksson, 2000). Vi kommer att redovisa för de tre faserna samt även investeringsformerna ersättnings- och syndikeringsinvesteringar, som kan användas i alla faser.

3. 2. 1 Tidiga fasen

Det finns två typer av finansiering i den tidiga fasen. Den första är *såddfinansiering*, vilket är kapital till en entreprenör att utveckla och testa en idé eller koncept, för att ta fram en produkt innan företaget är etablerat. Den andra är *uppstartsfinansiering*, vilket är kapital till företag som ska användas till produktutveckling eller inledande marknadsföring. Portföljbolaget är nystartat eller har endast funnits på marknaden en kortare tid. Vanligtvis har produkten eller tjänsten inte blivit testad kommersiellt (Isaksson, 2000).

3. 2. 2 Expansions fasen

Det går att dela upp expansionsfasen i tidig och sen expansion. *Tidig expansion* kallas ibland för andra stadiets finansiering. Det innebär att venture capitalbolag tillför ytterligare kapital till portföljbolag som är under tidig expansion, där tillverkning och försäljning ökar och det finns behov av mer rörelsekapital. Det *senare expansionsstadiet* är finansiering till portföljbolag som har stor tillväxt och en försäljning som ökar kraftigt. Kapitalet används vanligtvis till produktutveckling, marknadsföring samt utbyggnader (Isaksson, 2000).

3. 2. 3 Mogna fasen

Den här fasen innefattar företag som kommit förbi sin första tillväxtperiod och etablerat sig på marknaden. Det finns flera olika finansieringsalternativ under den mogna fasen.

Tre av de vanligaste formerna är (Isaksson, 2000):

- *Överbrygningsfinansiering*: Finansiering till portföljbolag i tillväxt som förväntas noteras på en publiklista inom kort.
- *Buyout finansiering*: Finansiering för uppköp eller utköp av ett företag. Det finns flera olika sätt att genomföra köpet, exempelvis genom MBO (management buyout) eller LBO (leverage buyout).
- *Turnaround finansiering*: Kapital till mogna företag i finansiell eller strukturell kris.

3. 2. 4 Ersättningsinvestering och Syndikeringsinvestering

Finansiering som är till för att köpa ut ett annat venture capitalbolags andel i ett portföljbolag kallas för *ersättningsinvestering*. Det kan även vara tillförsel av nytt ägarkapital för att minska skuldsättningen. *Syndikeringsinvestering* är när två eller flera venture capitalbolag går samman för att investera i ett portföljbolag för att minska riskerna och öka kompetensen. Det är vanligt att venture capitalbolag har som mål att så ofta som möjligt syndikera investeringarna och därmed öka möjligheterna för bättre avkastning (Isaksson, 2000).

3. 3 Investeringsprocessen

Det finns idag en mängd studier och analyser kring venture capital och de investeringsprocesser som används för att utvärdera potentiella portföljbolag. Gemensamt för de flesta är att de med undantag för vissa detaljer, är likvärdiga och urskiljer likvärdiga faser med förbehåll för hur de olika analyserna har namngivit faserna. I uppsatsen har vi valt att lyfta fram tre olika synsätt på investeringsprocessen, Tyebjee och Bruno (1984), Isaksson (2006) samt Silva (2004). De tre teorierna beskriver en liknande process med olika betoning på vad faserna innebär.

Ett av det första och mest använda synsättet av investeringsprocessen är den modell som presenterades av Tyebjee och Bruno (1984). Processen delas in i fem avgörande faser. I den första fasen *Deal Organization* söker venture capitalbolag efter en marknad med utvecklingspotential inom vilken de kan finna potentiella portföljbolag. I den andra fasen, *Screening*, söker venture capitalbolag av en stor mängd tänkbara portföljbolag för att så småningom endast överväga att investera i ett fåtal av dem. Då de flesta företag som söker venture capital har begränsad eller ingen historik alls, utgör affärsplanen ett viktigt verktyg vid bedömning av företagen. Under fas tre, *Evaluation*, väger venture capitalbolag risken av investeringen mot den avkastning de kan förvänta sig. Här finns många avgörande kriterier för venture capitalbolag i dess investeringsbeslut, såväl monetära som icke-monetära. När bedömningen gjorts att ett tänkbart portföljbolag motsvarar venture capitalbolags investeringskrav, blir nästa steg att förhandla fram ett ömsesidigt acceptabelt avtal med entreprenören, *Structuring*. Flera aspekter är avgörande ur venture capitalbolags perspektiv. Dels skall investeringen generera en tillräckligt stor andel i företaget. Vidare ligger det i venture capitalbolags intresse att de kan påverka portföljbolag i den grad att de trots sin minoritetsandel kan påverka portföljbolagets styrning och investeringar. När investeringen väl

är avtalad övergår venture capitalbolag till en aktiv roll inom portföljbolaget och därmed in i den avslutande fasen, *Post- Investment activities*. Vanligt förekommande är att de är representerade i styrelsen eller att de genom en informell roll påverkar portföljbolaget genom sitt inflyttande inom olika nätverk (Tyebjee & Bruno, 1984).

Isaksson (2006) beskriver beslutsprocessen lite annorlunda genom att lyfta fram fyra faser som ett venture capitalbolag går igenom, från entreprenörens idé till bildandet av portföljbolag. I ett första steg, *Investment evaluation*, har venture capitalbolag redan identifierat intressanta investeringsalternativ och ska påbörja företagsanalysen. Utvärdering av bolaget genom en företagsanalys är en tidskrävande process och innebär bland annat en analys av såväl ledning, marknad och produkt. En svårighet för venture capitalbolag ligger i att uppskatta potentialen i bolagen och göra en bedömning av investeringens förväntade risk. Slutresultatet blir därmed att det ofta råder en stor osäkerhet kring investeringens möjligheter att generera avkastning (Isaksson, 2006).

Ett bolags värde påverkas av olika faktorer och kan bedömas med hjälp av olika steg och metoder. I nästa fas av processen, *Valuation*, uppskattas värdet av bolaget. Oavsett vilken metod som används för att värdera de monetära delarna, krävs det mer magkänsla för att kunna värdera helheten. Ur ett ledningsperspektiv krävs det mer än bara framtida kassaflöden, vikten av en stark entreprenör är minst lika betydelsefullt. Det finns dock vissa svårigheter med att värdera privata bolag i jämförelse med offentliga bolag. I slutändan kommer det att påverka såväl processen kring värderingen samt det slutgiltiga värdet. Svårigheterna ligger dels i den begränsade finansiella information som finns tillgänglig bland privata bolag. Vidare kan avsaknaden av en fungerande marknadsplats driva upp priset på investeringen och i slutändan kan ägarens involvering leda till merkostnader (Isaksson, 2006).

En viktig fas i investeringsprocessen för såväl venture capitalbolag som det potentiella portföljbolag är förhandlingarna kring överenskommelsen, *Contracting*. Genom att på ett tidigt stadium förhandla fram ett tydligt kontrakt kan båda parter få en helhetssyn av varandras involvering i företaget och utifrån det bygga en långsiktig relation. För venture capitalbolag är det av vikt att förhandla fram ett avtal som skyddar dem mot intressekonflikter. Under den sista fasen i modellen, *Financial structur*, tillför venture capitalbolag kapital och kunskap till portföljbolaget för att skapa avkastning (Isaksson, 2006).

En tredje teori om investeringsprocessen presenterades i en rapport av Silva (2004). Rapporten visade processen för venture capitalbolag fram till beslutsfattning kring potentiella portföljbolag. Silva identifierade fem faser i processen; *Deal Origination, Informal Screening, Formal Screening, Evaluation and Closing*. Medan andra studier har visat på att mötet mellan venture capitalbolag och potentiella portföljbolag oftast skett först efter den formella screening fasen, visar studien att mötet ofta sker redan i ett tidigt skede av processen. Enligt

Silva tog ofta entreprenören den första kontakten med venture capitalbolag via mail eller vid offentliga framträdanden. Genom agerandet hade båda parter möjligheten att tidigt utvärdera varandra, en informell screening fas, vilket öppnade för möjligheter att ta beslut om huruvida det fanns ett ömsesidigt intresse. Vidare visades det att venture capitalbolags agerande i den tidiga fasen, *Deal Origination*, allt som oftast innebar ett aktivt sökande efter potentiella portföljbolag. Genom att aktivt informera om venture capital och vilken typ av affärsidéer de sökte, tar de initiativet istället för att passivt avvakta entreprenörens första steg (Silva, 2004).

I studien framgick det till skillnad mot vad tidigare studier visat på, att det i de olika faserna av investeringsprocessen pågick vissa aktiviteter samtidigt istället för i följd av varandra. Ett resultat av det var när venture capitalbolag valt att gå vidare i sina undersökningar, att de tre aktiviteterna företagsanalys, insamling av ytterligare information samt förhandling med entreprenören oftast genomfördes samtidigt. I *Evaluation* fasen är det inte ovanligt att ett investeringsobjekt måste bedömas flertalet gånger, med kompletterande information, innan ett slutgiltigt beslut kan tas om huruvida investeringen skall genomföra. När det kommer till förhandlingar mellan de båda parterna, visar Silvas modell till skillnad mot både Tyebjee och Brunos samt Isakssons, att den initieras redan i ett tidigt skede under utvärderingsfasen. Resultatet blir att när venture capitalbolag väl bestämt sig för att investera, återstår till stor del endast detaljer innan de båda parterna är överens (Silva, 2004).

3.4 Investeringskriterier

Nyligen sammanställde fyra professorer inom entreprenörskap och innovation vad 30 år av forskningen inom området har dragit för slutsatser. Efter att de undersökt 13 olika studier på cirka 800 venture capitalbolag kom de fram till att *entreprenören, produkt, marknad* samt *finansiella aspekter* var de viktigaste investeringskriterierna (Franke et al, 2008). 1984 kom Tyebjee och Bruno fram till liknande slutsatser då de ansåg att de viktigaste kriterierna var 1. Marknadens attraktionskraft 2. Produkt differentiering 3. Ledarskaps kapacitet 4. Företagets miljö 5. Cash-out möjligheter (Tyebjee, Bruno, 1984). Kriterierna är fortfarande aktuella, dock i en annan ordning. Det finns mycket litteratur och forskning kring företags investeringskriterier, men många beslut inom branschen karakteriseras av en hel del intuition, det vill säga magkänsla. Det kan därför vara svårt att få fram pålitlig information om de verkliga investeringskriterier som venture capitalbolag använder sig av (Franke et al, 2008).

Av de 13 olika undersökningarna som studien tittat på finns det en del slutsatser att dra av den tidigare utförda forskningen (Franke et al, 2008):

- Bland alla undersökningars tre högst rankade kriterier visade minst en eller två, ibland även tre kriterier på vikten av *entreprenörens* egenskaper.
- Fem av de tio mest använda kriterierna var relaterade till humankapitalet.
- 50 % av alla undersökningar har *marknaden* bland sina huvud kriterier.

- Av samtliga undersökningarna är det endast 23 % som rangordnar *produkten* bland de högst rankade.
- *De finansiella kriterierna* rankades högre mellan 70- och 90-talet, då de fanns med på hälften av alla undersökningars högst rankade kriterier, för att under 90-talets slut försvinna från toppen av kriterierna.

Baserat på de tidigare studierna kommer vi presentera de fyra kriterierna och rangordna dem i den ordning som nämnts ovan. De fyra kriterierna är *Entreprenören*, *Marknad*, *Produkt/Service* samt *Finansiell avkastning*.

3. 4. 1 Entreprenörerna

Venture capitalbolag fokuserar starkt på entreprenören vid bedömning av ett projekt, deras personliga och professionella kriterier samt deras hängivenhet till affärsplanen (Silva, 2004). I den undersökning som genomfördes av Franke et al (2008) kom de fram till att marknads- och industrikunskap, utbildning och bakgrund samt ledarskapserfarenhet är de tre viktigaste kriterierna som ett venture capitalbolag ser till hos en entreprenör (Franke et al, 2008). Det stärks till viss del av en tidigare undersökning som genomfördes av Muzyka et al (1996) som kom fram till liknande slutsatser. De ansåg att entreprenörens och ledningens ledarskapspotential, erkänd industrikunskap samt tidigare erfarenheter var de viktigaste kriterier som ett venture capitalbolag tittar på under utvärderingen (Muzyka et al, 1996).

När venture capitalbolag bedömer portföljbolag sker det i en interaktiv process. Av den anledningen är erfarenheten hos entreprenören av stor vikt då de utformar affärsplanen, för dialogen, samt är med och utformar kontraktet för avtalet (Silva, 2004). Utbildning är även den en viktig egenskap, då entreprenörer med högre utbildning bättre kan upptäcka och assimilera information och på så sätt få bättre underlag för nya idéer. Tidigare erfarenheter är av värde då det oftast betyder befintliga kontakter och nätverk som kan möjliggöra resurser som portföljbolag kan behöva till lägre kostnader. Om entreprenören förstår marknaden är det möjligt att bättre bedöma riskerna och möjligheterna, vilket leder till att de bättre kan bedöma sannolikheter för lyckade projekt och resurser som krävs (Wiklund & Shepherd, 2008).

3. 4. 2 Marknaden

Det finns flera sätt att bedöma hur attraktiv en marknad är, metoder som inte enbart används av venture capitalbranschen utan företagande som helhet. För en blivande entreprenör gäller det att noggrant ha undersökt marknaden de vill slå sig in på eller expandera inom. Vikten av det påvisade vi tidigare i uppsatsen då vi påpekade att bättre kunskap om marknaden oftast leder till bättre förståelse om möjligheter och hot (Wiklund & Shepherd, 2008). Det är därför av ytterst vikt för en entreprenör som vill slå sig in på en ny marknad eller expandera att förstå de olika krafter som verkar där. Venture capitalbolag lägger stor vikt vid sin bedömning av portföljbolag att entreprenören har gjort en grundläggande marknadsundersökning. Det är viktigt att entreprenören har förstått riskerna och kostnaderna samt uppskattat om de finns

alternativa tillvägagångssätt utifall att den preliminära strategin misslyckas (Silva, 2004). Två av de viktigaste faktorerna inom kategorin marknad är portföljbolagets tillväxtpotentialer och marknadens behov av produkten. Med kunskap om de två faktorerna kan venture capitalbolag beräkna en möjlig avkastning för portföljbolaget (Tyebjee & Bruno, 1984).

Det finns även andra faktorer som påverkar hur ett venture capitalbolag bedömer marknaden som portföljbolag ska agera på. En viktig faktor som de tittar på är om portföljbolaget är först på marknaden, det vill säga om de är pionjärer. Det medför en högre risk i jämförelse med om företaget hade varit en efterföljare. Det beror främst på osäkerheten som uppstår då det inte finns tillräckligt med information om marknaden. Efterföljare som kommer in i ett senare skede brukar vara bättre på att förstå marknadens möjligheter och hot (Shepherd, 1999).

3. 4. 3 Produkt/Service

En viktig faktor för entreprenörer som agerar på nyetablerade marknader med ny produkt eller tjänst, är att försöka skapa barriärer för att hindra konkurrenter från att imitera deras produkter (Shepherd, 1999). Ett sätt att skapa barriärer är att producera en högteknologisk produkt eller att patentera produkten eller tjänsten. Genom att aktivt sträva efter att hålla borta konkurrenter skapas ett försprång för entreprenören (Tyebjee & Bruno, 1984). Venture capitalbolag granskar oftast portföljbolagets konkurrensfördelar, såsom hur de står sig mot hot från nyetableringar på marknaden, utveckling av substitut produkter och möjligheter för företaget att säkra sina värdeskapande processer genom att skydda sina innovationer (MacMillan et al, 1987).

Det är även av stor vikt för venture capitalbolag att det finns en fungerande prototyp av produkten, det gör då lättare att utvärdera och undersöka möjligheter produkten har på marknaden, samt marknadens acceptans gentemot produkten. För att möjliggöra uträkningen av förväntad avkastning är det bra om det finns en uträknad lönsamhetsmarginal för produkten eller tjänsten (MacMillan et al, 1987).

3. 4. 4 Finansiell avkastning

Även om de finansiella aspekterna inte anses väga tyngst bland investeringskriterierna är de fortfarande en viktig faktor. I ett tidigt skede av beslutsprocessen är investeringens storlek avgörande då det är en av de faktorer som ett venture capitalbolag tittar på (Silva, 2004) . Av de finansiella prognoserna anses den förväntade avkastningen samt den förväntade risken vara de två viktigaste kriterierna (Franke et al, 2008). I undersökningen gjord av Silva kom han fram till, i motsats till tidigare litteratur, att de finansiella prognoserna inte ansågs nödvändiga i det tidiga stadiet av bedömningen, då de inte ansågs tillförlitliga. Finansiella prognoser användes av venture capitalbolag mestadels för att göra en grov bedömning av break-even punkten. I undersökningen sägs inget gällande vikten av de finansiella prognoserna i senare skede av förhandlingen mellan entreprenören och venture capitalbolag (Silva, 2004).

3. 5 Exit-strategier

Eftersom venture capitalinvesteringar är tidsbestämda måste de ha strategier för att få ut kapital från portföljbolag. Då företag i tidiga tillväxtstadiet, företag som behöver kapital för expansion eller företag som är i kris, sällan har möjlighet att betala utdelning, är den primära inkomstkällan för fonden vinsten vid försäljning av tillgångarna i portföljbolag. Det finns ett flertal olika exit-strategier vid försäljning av tillgångar, de fem vanligaste är (Isaksson, 2006):

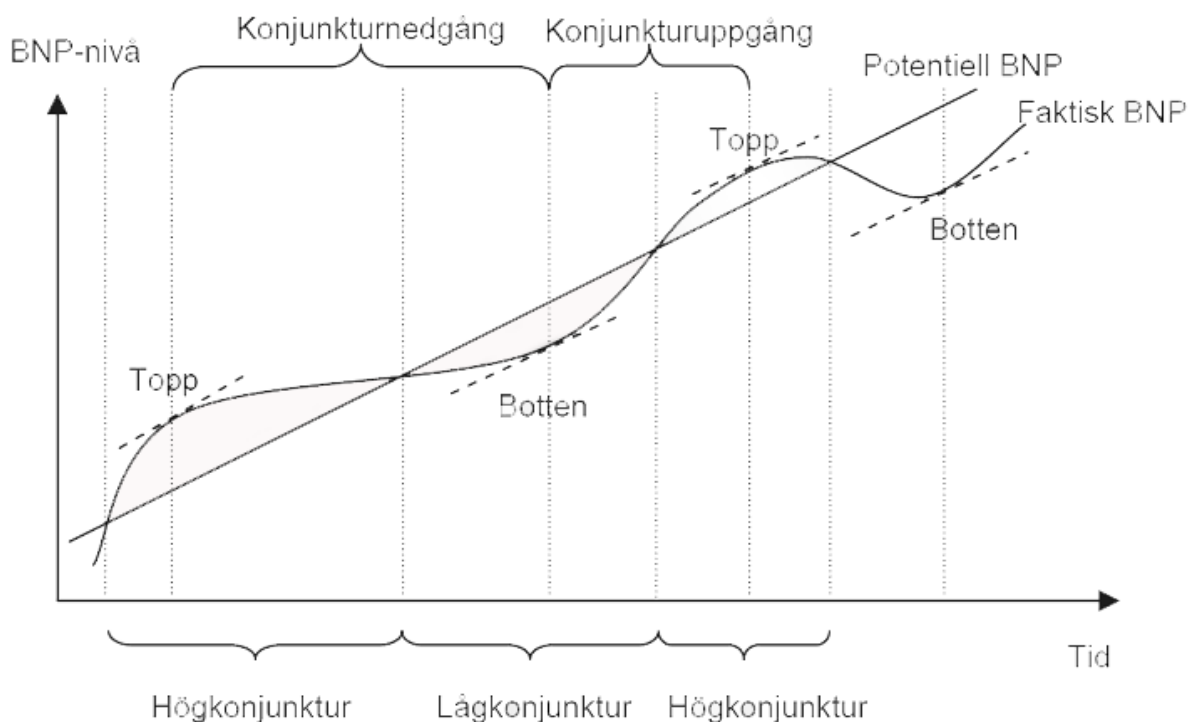
- *Börsintroduktion (IPO)*: Företaget säljer sin andel till allmänheten för första gången. Venture capitalbolag säljer oftast inte sin del direkt utan försäljningen sker oftast över flera månader och ibland även år efter att portföljbolaget noterades på börsen.
- *Försäljning (Trade sale)*: Venture capitalbolag förhandlar fram en försäljning av hela portföljbolaget till en tredje part. Köparna brukar oftast vara stora etablerade företag som söker möjligheter att komma över den teknologi som portföljbolaget besitter.
- *Andrahandsförsäljning (Secondary sale)*: Den här formen av försäljning innebär endast en avyttring av venture capitalbolags ägarandel i portföljbolaget. Försäljningen sker vanligtvis till andra venture capitalbolag eller finansiella institutioner.
- *Återköp (Buyback)*: När entreprenören köper tillbaka venture capitalbolags del av företaget. I många fall kan möjligheten till återköpet finnas med i en exit-klausul som upprättades i det initiala kontraktet.
- *Likvidering, avskrivning, konkurs och rekonstruktion*: Sista utvägen då venture capitalbolag försöker minska sina förluster genom att antingen skriva ner företaget eller tvinga det till konkurs eller likvidation. Venture capitalbolag kan även ta över hela företaget, göra sig av med entreprenören och tillsätta ny ledning i hopp om att lyckas få tillbaka investeringen i ett senare skede.

För att uppnå förväntad avkastning vid avyttring av portföljbolag krävs det att exit sker vid rätt tillfälle. För att undvika en negativ avkastning är det av vikt för venture capitalbolag att redan i samband med den initiala investeringen planera för den framtida avyttringen. Att ha sådan framförhållning är dock sällan möjligt då de under investeringsperioden kan inträffa en mängd oförutsedda händelser (Nyman, 2002).

3. 6 Konjunktur

Världens ekonomier har genom årens lopp gått upp och ned i cykler, konjunkturer. En konjunkturscykel är en återkommande förändring i BNP:s nivå i förhållande till den potentiella BNP nivån. Potentiell BNP syftar på den nivå av produktion, med produktionsfaktorerna arbete och kapital, som skulle vara möjlig att uppnå med en inflation som motsvarar Riksbankens mål på 2 %. En konjunktur befinner sig i *högkonjunktur* när den faktiska BNP nivån överstiger potentiell BNP. Då konjunkturer går i cykler innebär det att när en konjunktur nått sin topp kommer den sakta men säkert gå mot en *lågkonjunktur*. När faktisk BNP passerar potentiell BNP i en nedåtgående trend övergår ekonomin i en lågkonjunktur och kommer att fortsätta till dess att den nått sin botten, då den åter kommer stiga. Konjunkturscykler pågår i normala fall mellan tre och åtta år (Konjunkturinstitutet, 2008).

Figur 4. Konjunkturskurva (Konjunkturinstitutet, 2008)



4. Empiri

I följande avsnitt presenteras resultatet av de sex genomförda intervjuerna. Först kommer läsaren ges en kort presentation av företaget för att sedan få en redogörelse av resultatet från intervjuerna. Intervjuerna presenteras i den ordning de genomfördes.

4.1 GU Holding

GU Holding är ett dotterbolag till Göteborgs universitet. Bolaget finansierar och utvecklar nya företag baserade på forskningsresultat och annan akademisk spetskompetens och tillhandahåller start- och utvecklingskapital samt affärskompetens till kommersiella projekt och företag från Göteborgs universitet. Affärsidén är att finansiera, starta upp, utveckla och avyttra företag. Intervjuperson: Andreas Albertsson, Information Manager and Business Developer.

Enligt Albertsson har lågkonjunkturen påverkat venture capitalbranschen på flera olika vis. Albertsson påtalade att riskkapitalet för tillfället är mycket återhållsamt. Istället för att avyttra portföljbolag när intresset och värderingarna är låga, arbetar GU Holding mer med den värdeskapande processen inom portföljbolag. På så sätt arbetar de upp värdet av portföljbolag under en längre tid. Följden blir att det blir svårt för portföljbolaget att få ytterligare kapital under den förlängda perioden fram till exit. När det gäller investeringskriterier anser inte Albertsson att de förändrats märkbart för GU Holding. Han anser att de investerar i en sådan tidig fas att de inte behöver göra skillnad. Albertsson nämner vidare att det kan vara svårare för portföljbolag att få finansiering i de senare faserna. Ytterligare en effekt konjunkturen fört med sig är att antalet saminvesteringar har ökat.

Albertsson påpekar att en direkt effekt av lågkonjunkturen är att tillgången av kompetens ökar och när tillgången överstiger efterfrågan blir den tillgängliga kompetensen billigare. Vidare säger Albertsson att det är vanligt att antal idéer ökar i en lågkonjunktur då människor blir arbetslösa och väljer att starta eget. Albertsson säger att forskarnas beteende inte påverkas i lika stor utsträckning som i övriga samhällets eftersom forskarna oftast har kvar sina anställningar vid universiteten. Albertsson påpekar dessutom att en lågkonjunktur ofta skapar så kallade tekniksprång, det vill säga att investeringar leder till att tekniken tar stora steg i sin utveckling. Konjunkturens nedgång innebär dessutom att värderingen av portföljbolag minskar och att det därmed är möjligt att göra goda förtjänster vid investeringar. Nu när börsen går svagt finns det mer pengar att tjäna inom venture capitalbranschen vilket gör att allt fler företagsänglar intresserar sig för investeringar.

4. 2 AB Chalmersinvest

AB Chalmersinvest medverkar i utveckling och finansiering av företag inom högskolesfären i Göteborgsområdet. De investerar i företag som befinner sig i initialskedet av sin verksamhet. Det kapital som investeras ska ge företagen en möjlighet att lägga grunden för framtida tillväxt och ytterligare finansiering. Förutom kapital tillför AB Chalmersinvest kompetens inom företagsutveckling, framförallt genom deras nätverk av tillgängliga styrelseledamöter. Verksamheten syftar till att skapa framgångsrika tillväxtföretag och att därmed skapa värdetillväxt för såväl nyckelpersoner som Chalmersinvest. Intervjuperson: Ingvar Andersson, VD.

Andersson påpekar att han urskiljer två identifierbara problem med lågkonjunkturen. Ett av problemen är börsutvecklingen som har resulterat i lägre värdering av portföljbolag. Normalt borde det innebära att det är ett utmärkt tillfälle för investeringar, men på grund av den rådande osäkerheten på marknaden håller bolagen i kapitalet. Osäkerheten innebär vidare att venture capitalbolag måste agera mer sparsamt med det befintliga kapitalet, vilket får till följd att det blir svårare för nya bolag att få kapital under kommande år. Det är där Andersson identifierar ett andra problem, han ser är att det kan komma att bli svårare att resa nya fonder. Anledningen är att kapitalförvaltarna har allokeringsregler, det vill säga regler som styr hur många procent som kan läggas på onoterade innehav. När summan av allt kapital minskar, får det till följd att även summa som kan läggas på onoterade innehav minskar.

När det kommer till strategierna säger Andersson att de självklart påverkas av konjunkturen. AB Chalmersinvest håller på sina investeringar då det för tillfället finns måttligt med kapital, Dessutom är det svårt att få in ytterligare kapital då tillflödet för tillfället är iskallt. Följden blir att de måste vara mer försiktiga med att investera och aktivt sträva efter att få in medfinansiärer och därmed öka syndikeringen. För tillfället är det av stor vikt att fokuserar på portföljbolags utveckling, den värdeskapande processen inom företaget, då den rådande värderingen inte tillåter venture capitalbolag att driva igenom exits. Vidare anser inte Andersson att portföljbolag kommer att drabbas särskilt hårt av marknadens nedgång, då bra idéer oftast kan attrahera kapital. Andersson ser även fördelar i form av att det kan bli lättare att anställa personal med hög kompetens då utbudet är större i en lågkonjunktur.

4. 3 SEB Venture Capital

SEB Venture Capital är en del av Skandinaviska Enskilda Banken. Deras investeringar inom venture capital bidrar med kompetens samt nätverk för företag med hållbara tillväxtmöjligheter. SEB Venture Capitals fokus ligger inom teknologi och life science. SEB Venture Capital arbetar självständigt, de har en egen styrelse och har ett omfattande kontaktnätverk inom många industrier, service sektorn samt högskolor och universitet. SEB Venture Capital arbetar utifrån en evergreen fond och har gjort över 80 investeringar sedan starten 1995, varav 40 har blivit avyttrade. SEB Venture Capital letar kontinuerligt efter nya

investeringsmöjligheter och uppköpsmål. SEB Venture Capital gör investeringar upp till 80 MSEK. Intervjupersoner: Björn Österlund, Senior Investment Manager och Rickard Peterson, Venture Analyst.

Österlund och Peterson anser att börsens nedgång har haft en negativ påverkan på branschen. De arbetar mot små företag med dåliga balansräkningar och svag marknadsposition. De här företagen har inte kommit tillräckligt långt i sin utveckling och behöver en marknad där det finns tillväxt, kunder, aktiviteter och ekonomi, vilket inte existerar nu. Så för venture capital och buyout är den vikande konjunkturen minst lika jobbigt som för börserna. Många kommer att ställas inför enorma utmaningar.

Vidare påpekar Österlund och Peterson att det under en period kommer vara svårare att resa nya fonder. Delvis beror det på att många investerare har andra behov. Resultatet kommer innebära slutet för en del venture capital aktörer och en naturlig utrensning kommer att ske på marknaden, vilket i längden kommer höja nivån på kvarvarande aktörer. En liknande rensning skedde på marknaden under finanskrisen i början av 2000-talet, vilket fick till följd att nästan hälften av alla venture capitalbolag försvann. Totalt sett är det dålig avkastning inom venture capital, främst inom life science, det tar lång tid och innebär en stor risk. De lönsammaste investeringarna sker inom teknologibranschen. Vidare ser Österlund och Peterson behov av att venture capitalbranschen inom Europa behöver växa samman. Det finns helt enkelt inte tillräckligt med projekt att investera i på den inhemska marknaden.

Som situationen på marknaden ser ut just nu säger Österlund och Peterson att många investerare enbart sitter på pengarna och funderar på hur de skall hantera dem. De påpekar dock vidare att i en situation, likt den på SEB Venture Capital, där kapitalet inte är ett problem får de möjlighet att se många nya projekt. Det innebär att de kan var mer kräsna i sina val av investering och för tillfället är ett krav att det ska vara billigt. Österlund och Peterson anser att en viktig faktor för att bli framgångsrik är att ha en stor deal-flow. Det vill säga att ju mer idéer du tittar på desto större chans har du att bli framgångsrik.

Österlund och Peterson lyfter fram en fördel med den rådande situationen i det faktum att alla bolag är minst 50 % billigare. Investerare som har kapital och en idé om vad de vill investera i har möjlighet att göra det till låga priser. Nu arbetar de flesta företagen med värdeskapande aktiviteter, främst handlar det om att överleva, då de flesta av företagen är i en fas där de behöver kapital för att växa vidare.

4. 4 Industrifonden

Industrifonden är en självständig stiftelse bildad av staten 1979. De erbjuder riskkapital, kompetens och nätverk till små och medelstora företag. Fonden är en evergreenfond och fokuserar på värdeskapande i de portföljbolag de investerar inom. Alla investeringar har affärsmässiga villkor som skapas tillsammans med entreprenörer och övriga investerare. Industrifonden gör två olika typer av investeringar, utvecklingskapital till unga innovativa teknikföretag och expensionskapital till etablerade företag som strävar efter att växa. Investeringsverksamheten är indelad i fyra delar; life science, teknologi, industrifinans och övriga investeringar. Intervjuperson: Stefan Lindholm, Investerings Ansvarig.

Lindholm anser att nedgången på börsen påverkar onoterade bolag i samma utsträckning som noterade, dock sker nedgången inom de onoterade bolagen under en längre period och mer oregelbundet. Det finns otydligare värderingsprinciper inom venture capital och därmed är projekten inte lika lätta att värdera och jämföra. När värderingen av bolagen på börsen förändras kommer det även ha inverkan på investerarnas allokering. Då innehavet i onoterade bolag kommer stiga som en följd av nedgången i värde av de noterade bolagen, blir resultatet att kapitalförvaltarna blir överallokerade i onoterade innehav. Följden blir att när fonderna löper ut, riskerar venture capitalbranschen att stå utan nytt kapital. Inom de fonder som löper fram till 2010 och 2011, finns det idag rikligt med kapital, men det råder en stor osäkerhet om det kommer resas några nya fonder. Venture capitalbolag kommer att få klara sig på det befintliga kapitalet och de kan inte räkna med ytterligare kapitalinsatser. Lindholm säger att det kommer leda till tuffare ägardiskussioner än idag, alternativen är färre och allt kommer ställs på sin spets med tydligare ägardirektiv. Lindholm tror att det kommer ske en omfattande förändring på marknaden då en stor utslagning kommer att ske.

Lindholm förklarar vidare att investeringsprocessen påverkas på så sätt att exit förfarandet senareläggs och de arbetar mer med den värdeskapande processer inom portföljbolag. Vidare säger Lindholm att exits endast genomförs om marknaden är villig att betala det pris de vill ha. Som ett direkt resultat av den allt större osäkerheten på marknaden har venture capitalbolag blivit allt mer försiktiga med investeringsbelopp till tänkbara portföljbolag. Just nu, säger Lindholm, ligger fokus på att ha tillräckligt med likvida medel för att säkra de bolag som redan fått investeringar.

I lågkonjunkturer ökar möjligheter till tilläggsförvärv, rekrytering av nyckelpersoner och agenter både på nyinvesterings- och tilläggsinvesteringssidan. Det som lättast går att sälja nu, är enligt Lindholm, koncept över hur man kan hjälpa bolag att sänka kostnaden vilket kan ses som yttersta delen på pendeln. För två år sen var pendeln helt åt andra hållet och fokus låg på investeringar för att växa.

4. 5 InnovationsKapital

Innovationskapital är ett ledande, självständigt venture capitalbolag för innovativa tillväxtföretag i den nordiska regionen. Innovationskapital investerar huvudsakligen i information och kommunikations teknologi samt healthcare och life science företag. De investerar i uppstart, tidiga stadiet och tidiga expansionsfasen. Innovationskapital startades 1994, på initiativ av Chalmers Högskola för att investera i högteknologiska företag och har sedan dess gjort över 60 investeringar i life science och teknologi sektorn. De förvaltar nu 317 miljoner EUR i fyra fonder. Intervjuperson: Gunnar Fernström, Investment Director.

Fernström poängterar att nedgången inom venture capital inte är direkt orsakat av den rådande lågkonjunkturen. Nedgången har pågått under de senaste åren, där mycket allokering har gått till buyout, som i förhållande till venture capital genererat högre avkastning. I och med allokeringsreglerna hos investerarna har börsens nedgång i den rådande lågkonjunkturen bidragit ytterligare till att kapital allokeras ifrån venture capital. Kapitalförvaltarna har ingen möjlighet att bryta de avtal de ingått, men däremot försöker de sälja på grund av överallokeringen. Enligt Fernström kan det tidigare ha funnits för mycket kapital inom venture capital, vilket kan ha lett till lägre avkastning, då det funnits mer kapital än tillgång på bra idéer. Det kommer troligen under den kommande perioden ske en stor utslagning på marknaden. Nya bolag som söker finansiering kan få det svårt, då utbudet av tillgängligt kapital minskar.

Fernström beskriver att fonden efter fem år eller då 60 % av dess kapital är använt, stänger fonden för nyinvesteringar. En effekt av den rådande situationen är att venture capitalbolag blir mer selektiva med resterande kapitalet. Det resulterar i att portföljbolag som är i behov av ytterligare kapital får det svårare. Fernström poängterar dock att det fortfarande finns fonder med utrymme för nyinvesteringar, exempelvis Innovationskapitals nystartade fond från 2006 samt tillgängliga evergreenfonder. En direkt effekt av den låga värderingen av portföljbolag är att det utförs allt mindre exits och istället strävar de efter att dra ut på den värdeskapande processen.

Fernström anser att det finns goda förutsättningar för investeringar inom venture capital på grund av den låga värderingen av företag, vilket leder till att kapital investerat inom venture capital har goda förutsättningar att generera bra avkastning. De flesta exit som genomförts med framgång har gjorts på toppen av konjunkturskurvan och Fernström lyfter fram vikten av att investera i många fonder över en längre tid för att bli framgångsrik. Ytterligare en följd som Fernström kan se av den rådande konjunkturen är att kompetent personal blir tillgänglig, vilket i längden skapar en kreativ miljö med många nya idéer. Slutligen säger Fernström att det finns gott om kapital inom venture capital, men att marknaden i allmänhet har mindre kapital.

4. 6 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden förvaltar allmänna pensionsmedel med målet att skapa långsiktig hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom att placera riskkapital i små och medelstora svenska tillväxtföretag. Sjätte AP-fonden har funnits på den svenska riskkapitalmarknaden sedan 1996. Sjätte AP-fondens uppdrag är formulerat utifrån tre grundstenar, det övergripande målet är att generera en långsiktigt hög avkastning till förmån för det svenska allmänna pensionssystemet, beakta en tillfredsställande riskspridning samt investeringsfokus mot små och medelstora företag. Intervjuperson: Cecilia Gross Friberger, Portföljansvarig Venture Capital AP Fondinvesteringar.

Enligt Gross Friberger har den kraftiga konjunkturavmattningen och den rådande finanskrisen påverkat investeringar inom venture capital. Gross Friberger säger att många investerare idag jämfört med för ett år sedan är mindre benägna att investera i företag som är kapitalkrävande. Det beror dels på att det är svårt att uppskatta det totala kapitalbehovet, men även finansieringsrisken hos övriga investerare. Det finns alltid en risk att konjunkturen skördar offer även bland förvaltarna och då finns en ovisshet om att de i slutändan sitter med hela finansieringsrisken själv. Generellt sett lämnas kapitalintensiva investeringar och nu riktas istället blickarna mot företag som inte är lika kapitalkrävande.

Gross Friberger belyser att venture capitalmarknaden i Norden fortfarande är en relativt ung marknad som inte bevisat sig fullt ut. Det har hittills gjorts lyckosamma exits av portföljbolag, men fortfarande finns det många företag kvar i portföljerna. I den högkonjunktur som varit har det genomförts fler exit, men Gross Friberger säger att de önskar att det vore ännu fler till antalet. Sammantaget är de få venture capital aktörer med bevisad hög historisk avkastning i sina fonder vilket påverkar allokeringen till venture capital. Inom buyout finns däremot fler aktörer som kan uppvisa god historisk avkastning, vilket även medfört att mer kapital allokerats till buyout. Gross Friberger säger att Sjätte AP-fonden under senare år allokerat 75 % mot buyout, medan de endast allokerat 25 % av den totala allokeringen mot venture capital.

Gross Friberger påpekar att det kommer att resas nya fonder, men att det på grund av nuvarande och tidigare prestationer inom venture capital kommer att ställas högre krav på värdeskapande. Venture capitalbolag måste vara beredda att överleva på de kapital de har ett par år framöver. Gross Friberger säger att efter millenniumskiftet var det en utslagning inom venture capitalbranschen och att det är troligt att det kommer en till. Under 2007 har många fonder rests och när nya fonder ska etableras inom tre till fyra, kommer den historiska avkastningen och värdeskapandet vara kritiska faktorer för att anskaffa nytt kapital. Beaktat rådande marknadsläge fokuserar Sjätte AP-fonden i första hand på befintliga investeringar. Det kommer ta längre tid i den rådande situationen att skapa avkastning. Det är viktigt att vara långsiktig för att vara verksam inom venture capital och investera i de bolag som bedöms

kunna skapa en långsiktigt hög avkastning. Till följd av lågkonjunkturen kommer det för befintliga investeringar ta längre tid att visa på värdeskapande och uppvisa avkastning

Enligt Gross Friberger säger många att det råder ett fantastiskt bra investeringsklimat. Dels beror det på att det finns många bra företag samt att värderingsnivåerna gått ned. Huruvida värderingsnivåerna är rimliga idag vet vi dock först om något år, eftersom det beror på var vi befinner oss i konjunkturcykeln och om värdet kommer att falla ytterligare. I dagsläget finns det goda möjligheter till tilläggsförvärv samt intressanta nyinvesteringsmöjligheter. Vid investeringar är det viktigt att vara selektiv. Gross Friberger säger att Sjätte AP-fonden kommer fortsätta investera i venture capital förutsatt att en långsiktigt hög avkastning kan skapas. Men om venture capital inte har bevisat sig inom kommande femårsperiod, finns det en risk att det kommer att bli väldigt svårt för venture capitalbolag att etablera nya fonder. Gross Friberger påpekar slutligen att venture capitalbolag måste hitta en effektivare modell än den som finns idag, en modell som är bärkraftig och genererar en långsiktig hög avkastning.

5. Analys av empirin

I följande avsnitt analyseras den insamlade empiriska data. Analysen presenteras med hjälp av fyra rubriker. Inledningsvis under stycket Nytt kapital görs en analys om venture capitalbolags möjlighet att resa nya fonder och kapital. Under stycket Tillgängligt kapital analyseras lågkonjunktursens påverkan på venture capitalbolags nuvarande kapital. I tredje stycket Exit analyseras hur avyttringen av portföljbolag påverkas. Avslutningsvis analyseras de Möjligheter som kan tänkas uppstå till följd av lågkonjunkturen.

5.1 Nytt kapital

Genom intervjuerna har vi kommit fram till att två övergripande problemen är fonder och kapitalets allokering mot venture capital. Bakgrunden till problemet ligger delvis i börsens nedgång. Då börsvärdet under kort tid i stort sett halverats har det fått till följd att allt fler kapitalförvaltare är överallokerade inom onoterade innehav. Många kapitalförvaltare arbetar utifrån allokeringsregler som exempelvis endast tillåter dem att investera 40 % i noterade innehav, det vill säga börsen, och 6 % i onoterade innehav. Vid en förändring på börsen likt den som råder nu, där börsvärdet halverats, får det till följd att en kapitalförvaltare helt plötsligt sitter med en portfölj där 12 % är investerat i onoterade bolag. Även onoterade bolag förändras i värde med börsens nedgång, dock sker det inte genom en daglig prissättning likt den på börsen. Som Lindholm nämnde sker nedvärderingen i en ojämnare takt i jämförelse med noterade bolag. Över tid innebär det att kapitalförvaltarna blir överallokerade i onoterade innehav.

Även om överallokeringen innebär ett stort problem för venture capitalbranschen, så finns det även ett annat problem som inte är helt konjunkturrelaterat, nämligen den historiska avkastningen inom den svenska venture capitalmarknaden. Under de senare åren har allt mer kapital allokerats mot buyout, vilket främst beror på att investeringar inom buyout genererat högre avkastning i jämförelse med venture capital. Enligt NUTEK (2007) minskade investerat kapital till venture capital under 2007 med 13 %, medan buyout ökade med 14 %. Gross Friberger säger att Sjätte AP-fonden under senare år har fördelat 75 % mot buyout, medan venture capital endast erhållit 25 % av den totala allokeringen.

Vi har under intervjuerna kommit fram till ett par viktiga anledningar till att avkastningen inom venture capital inte nått sin fulla potential. Dels det faktum att de dragits med investeringar gjorde i samband med krisen i slutet av 90-talet, men även att venture capitalmarknaden i norden varit relativt ung och först under senare år fått den erfarenhet som krävs för att driva branschen framåt. Ytterligare en anledning som har lett till den relativt låga avkastningen är det faktum att det funnits mer kapital i förhållande till bra idéer. Det har i

längden fått till följd att venture capitalbolag inte varit tillräckligt selektiva i sina investeringsbedömningar. Vi ser här klara paralleller med den utveckling som marknaden hade under sent 90-tal, där Isaksson (2006) beskriver hur överflöd av tillgång på kapital, ledde till att venture capitalbolag övervärderade investeringarna. Under uppsatsens gång har vi funnit tydliga tecken på att branschen har mognat, men trots det kan vi se att branschen fortfarande begår liknade misstag.

Till följd av överallokeringar och den historiska avkastningen inom venture capital anser vi, tillsammans med branschen, att framtida fondresning mot venture capital kommer att minska och under de närmsta åren kommer det inte att resas några nya fonder. Bristen på kapital kommer leda till att det kommer bli större konkurrens på marknaden vilket i längden kommer få till följd att det kommer bli en naturlig utslagning av branschens aktörer, likt den som skett vid tidigare lågkonjunkturer enligt Isaksson (2006). För kvarvarande venture capitalbolag kommer det ställas högre krav på att de kan visa hur det ska åstadkomma värde. Som en följd kommer venture capitalbolag bli mer selektiva i sin investeringsprocess på grund av den minskade kapitaltillförseln och kapitalförvaltarnas högre krav.

5.2 Tillgängligt kapital

Utvecklingen på venture capitalmarknaden kommer att påverka framtida resningar av fonder, men självklart är det inte enbart ett framtida problem utan även ett problem för aktiva fonder. Vi har genom intervjuerna förstått att venture capitalbolag står inför flertal problem i sina val av investeringar i lågkonjunkturen. Då venture capitalbolag har blivit medvetna om att det kommer vara svårare att erhålla framtida kapital, samt att det kommer ställas högre krav, tvingas de i en större utsträckning klara sig med befintligt kapital och på ett effektivare sätt förvalta det. Det finns två överbryggande problem som kommer påverka såväl venture capitalbolag som portföljbolag.

Först och främst handlar det om att konkurrensen för att erhålla kapital ökar då mängden tillgängligt kapital minskar, vilket är en direkt följd av att den framtida kapitaltillförseln kommer att bli mindre. Ytterligare en faktor som försvårar för bolag som vill ha uppstarts- eller expansionsfinansiering är det faktum att venture capitalbolag på grund av den rådande situationen tvingas vara mer selektiva i sina investeringsbeslut. Framförallt påverkas den fas som Tyebjee och Bruno (1984) beskriver som screening fasen. Venture capitalbolag kommer troligtvis att satsa mindre på kapitalintensiva investeringar. Den rådande situationen har gjort venture capitalbolag mer riskmedvetna och mindre villiga att lägga ut mycket kapital på enskilda projekt.

I förlängningen kommer kapitalbristen att påverka portföljbolag genom att de måste konkurrera med övriga portföljbolag om en fonds kvarvarande kapital. Det kvarvarande kapitalet är enligt Nyman (2002) den del av fondens kapital som återstår efter att fonden stängs, det vill säga kapitalet som är tillgängligt för tilläggsinvesteringar, som i många avseenden är nödvändiga för portföljbolags fortsatta utveckling. Det är en direkt effekt av att venture capitalbolag är medvetna om det framtida utbudet av kapital. Venture capitalbolag kommer att vara mer restriktiva med att tilläggsinvestera det resterande kapitalet då det läggs större vikt på att portföljbolag ska kunna uppvisa resultat. De portföljbolag som främst kommer erhålla kapital är de som kommit längst i sin utveckling medan de som fortfarande är i utvecklingsstadiet samt kapitalkrävande kommer få det betydligt svårare att ta del av den fortsatta finansieringen. Även om de inte kommer att bli helt utan kapital kommer det finnas svårigheter att erhålla den mängd kapital som de är i behov av.

5.3 Exit

Då börsens nedgång även påverkat onoterade bolag har det lett till att portföljbolag är lågt värderade, vilket fått till följd att venture capitalbolag skjuter på exits och håller på sina portföljbolag. Isaksson (2006) säger att avyttring av portföljbolag genom exit är den huvudsakliga inkomstkällan då utdelningar är ytterst ovanligt. För närvarande råder det en avsaknad av exits på marknaden då ingen är villig att avyttra sina portföljbolag till den rådande värderingen. Effekten blir istället att venture capitalbolag i allt större utsträckning arbetar med värdeskapande aktiviteter inom portföljbolag under en längre tid. Det uppstår då en rad problem till följd av den utvecklingen. Ett av de allvarligaste problemen som intervjuerna visade på, är när det avsatta kapitalet i fonden börjar ta slut och portföljbolag fortfarande kräver ytterligare kapital för sin fortsatta utveckling. Det kommer i de situationerna bli svårt att erhålla tilläggsfonder då kapitalförvaltarna i många fall är överallokerade.

5.4 Möjligheter

Genom intervjuerna har ett antal olika fördelar och möjligheter lyfts fram som venture capitalbolag kan dra nytta av i lågkonjunkturen. Den låga värderingen som råder på marknaden har gjort att det är gynnsamma förutsättningar för att genomföra investeringar. En förutsättning är att det finns bolag som är villig att investera, något som det för tillfället finns brist på. Det beror på att den rådande situationen har lett till en ökad riskmedvetenhet i hela samhället i kombination med en stor osäkerhet om den framtida utvecklingen. Enligt Böök och Ohlsson (2001) blir effekten av en lågkonjunktur en självuppfyllande profetia då människors försiktighet och negativa förväntningar leder till en ond spiral. Ytterligare en aspekt är det faktum att även om branschen säger att det är ett bra tillfälle att investera, så är det först i efterhand det är möjligt att avgöra om investeringen skett till ett förmånligt pris.

En klar fördel som lågkonjunkturen för med sig är i form av att allt mer kompetent personal blir tillgänglig på marknaden, något som det varit brist på innan. När det dessutom finns ett stort utbud på kompetens, finns det bättre möjligheter att rekrytera dem till mer fördelaktiga villkor. Dessutom har det visat sig att under en lågkonjunktur tenderar det att skapas en större entreprenörlig vilja. Med det avser vi att det under en lågkonjunktur tenderar att skapa fler idéer och som enligt Albertsson uttrycker det, ofta sker så kallade tekniksprång.

6. Slutsatser

Följande avsnitt redogör för de slutsatser kopplat till uppsatsens problemformulering. Slutsatserna behandlas i fem stycken, var och ett baserat på de avsnitt beskrivet inom den teoretiska referensramen; fonden, investeringsstrategier, investeringsprocessen, investeringskriterier och exit-strategier. Dessutom presenteras venture capitals framtidsutsikter och möjligheter löpanden genom slutsatserna.

När vi ser till fonden och lågkonjunktorens påverkan på den, har vi kommit fram till att det finns två övergripande problem, som båda kan kopplas till allokeringen. Det första problemet vi ser är överallokeringen som uppstått på grund av börsens nedgång, vilket är direkt kopplat till konjunkturen. De flesta institutionella investerare har allokeringsregler och en avgörande roll inom venture capitalbranschen då de är de största investerarna. När de tvingas minska sina onoterade innehav drabbar börsens nedgång även venture capitalbolag, då det blir en minskning av allokerat kapital till nya fonder.

Den andra slutsatsen vi dragit utifrån allokeringproblemet är inte konjunkturrelaterat utan beror huvudsakligen på venture capitalbranschens historiska avkastning gentemot buyout. Då buyout varit mer lösamt har flera investerare ökat sin allokering mot buyout och minskat sina investeringar i venture capital. Vi anser att det under den närmaste tiden inte kommer resas några nya fonder på grund av ovanstående problem. Resultatet av det anser vi kommer leda till en utslagning på marknaden som en följd av den ökande konkurrensen om det reducerade kapitalet. Vi anser även att bolag som ännu inte bevisat sig på marknaden kommer ha betydligt svårare att resa nya fonder, medan företag som är mer etablerade kommer stärka sina positioner.

Vi har dragit slutsatsen att det inte går att påverka nuvarande allokeringsregler utan branschen måste helt enkelt vänta ut börsens nedgång. Vi anser dock att allokeringen på grund av den sämre avkastningen inom venture capital kommer förbättras i samband med att många bolag lyckas avyttra mindre lönsamma portföljbolag som de dragits med sedan millenniumskiftet. Det här kommer leda till att venture capitalbranschen har bättre möjligheter att generera högre avkastning än tidigare, och därmed erhålla större allokering. En starkt bidragande orsak är också den erfarenhet som branschens aktörer erhållit från tidigare kriser och även får från den nuvarande krisen.

De slutsatser vi dragit utifrån konjunktorens påverkan på investeringsstrategier är att venture capitalbolag kommer att bli mer restriktiva med det återstående kapitalet efter att fonden stängs. Det kommer framförallt att påverka portföljbolag som befinner sig i de senare skedena

och kräver ytterligare kapital. Vi anser att de portföljbolag som befinner sig i utvecklingsstadiet och fortfarande är kapitalkrävande kommer få det betydligt svårare att erhålla kapital. De portföljbolag som främst kommer erhålla kapital är de som har kunnat uppvisa positiva resultat och är nära att introducera sin produkt eller tjänst på marknaden. Även om portföljbolag inte kommer att bli helt utan kapital anser vi att det kommer finnas svårigheter att erhålla den mängd kapital som de behöver. I den rådande konjunkturen anser vi även att det kommer bli ytterst svårt att få alternativ finansiering som en följd av finanskrisen, vilket vi tror kommer leda till en utslagning även bland portföljbolag.

När de kommer till slutsatserna rörande investeringsprocessen har vi kommit fram till att själva förfarandets struktur inte förändras under en lågkonjunktur. Däremot läggs större fokus på fasen som behandlar utvärderingen av potentiella portföljbolag. Vi anser att venture capitalbolag kommer ha större möjligheter att vara mer riskmedvetna och selektiva kring sina val av investeringar. Det är en direkt följd av det minskade kapitalet, vilket leder till att potentiella portföljbolag tvingas utmärka sig på en mer konkurrensutsatt marknad. På grund av att venture capitalbolag kommer att agera mer selektivt i sina investeringar kommer det i längden generera en högre avkastning. En annan slutsats som vi dragit, vilket inte direkt är kopplat till investeringsprocessen, är att venture capitalbolags möjligheter till att rekrytera kompetent personal ökar då flera stora bolag tvingas göra nedskärningar under lågkonjunkturen.

Våra slutsatser i samband med lågkonjunkturs påverkan på investeringskriterier är att de huvudsakligen inte förändras. Entreprenörens egenskaper är fortfarande viktigast, följt av marknaden samt produktens utvecklingsmöjligheter. Den förändring vi dock ser är en ökad fokus på de finansiella aspekterna hos portföljbolag. Vi anser att större vikt kommer läggas på att investera i bolag som inte är lika kapitalintensiva som tidigare. Som en följd av det här anser vi att venture capitalbolag kommer fokusera sina investeringar mer mot bolag som kommit en bit på vägen samt inte kräver lika mycket kapital för att introduceras på marknaden. Den möjlighet vi kan se av påverkan på kriterierna är att venture capitalbolag genom att investera som ovan nämnt, har bättre möjligheter att skapa exit i ett tidigare skede. Vi anser att det i förlängningen kan leda till att det blir lättare att resa kapital till fonder med den här inriktningen.

Ett av de mest betydande problemen som vi ser för ett venture capitalbolag i en lågkonjunktur, är det problem som uppstår med exit-förfarandet. Problemen börjar när venture capitalbolag skjuter på exit-förfarandet och det får till följd att det ursprungligt avsatta kapitalet i fonden börjar ta slut. Det kan då uppstå ett behov av resa tilläggsfonder för att säkra den fortsatta utvecklingen av de portföljbolag som fortfarande är i behov av kapital. Men som situationen ser ut nu, då många kapitalförvaltare är överallokerade och vill driva fram exits, anser vi det kan bli svårt för venture capitalbolag att erhålla några tilläggsfonder.

Vi ser att det kan komma att uppstå en konfliktsituation mellan venture capitalbolag och kapitalförvaltare som blir svårlöst i den rådande situationen. Här ser vi en situation där bolag som egentligen har goda framtidsutsikter, riskerar att slås ut.

Avslutningsvis anser vi att de ovanstående situationerna gemensamt kommer leda till en ökad avkastning inom framtida venture capitalfonder och att venture capitalbranschen kommer utvecklas och i framtiden vara ett mer lönsamt investeringsalternativ.

6.1 Vidare studier

Vi har under uppsatsen gång kommit fram till att det finns flera intressanta områden kopplade till venture capital som skulle vara intressant att studera vidare. En aspekt som hade varit intressant att titta på är hur riskkapitalets övriga delar påverkas av lågkonjunkturen. Framförallt hade det varit intressant att titta på buyouts påverkan och senare jämföra den med våra slutsatser angående venture capitals utveckling.

Ett annat intressant undersökningsområde hade varit att se till utvecklingen och påverkan inom den europeiska venture capitalmarknaden. Framförallt hade det varit intressant att se hur den svenska venture capitalmarknaden står sig i förhållande till den europeiska och vilken inverkan den har på den svenska venture capitalmarknaden.

En slutgiltig tanke kring fortsatta studier inom venture capitalområdet skulle vara att skildra uppsatsen ur entreprenören och portföljbolagets perspektiv. Det skulle ge en mer kompletterande bild till den uppsats vi skrivit över konjunkturens påverkan på hela branschen.

Referenslista

- Andersen, H. (1994) *Vetenskapsteori och metodlära; en introduktion*. Studentlitteratur, Lund.
- Bell, J. (1993) *Introduktion till forskningsmetodik*, 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund.
- Bruno, A.V., Tyebjee, T.T. (1984) A model of Venture capital investment activity. *Management Science*, Vol. 30, No 9. September 1984
- Böök, T., Ohlsson, A.K. (2001) *Väx i vikande konjunktur*. Klarabergs Managementkonsulter AB, Borås
- European Private Equity and Venture Capital Association (2008) *Glossery*. Tillgänglig från www.evca.com
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., Henkel, J. (2008) Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 32, No. 3, May 2008
- Holme, I.M., Solvang, B.K. (1991) *Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund.
- Isaksson, A. (2000) *Venture Capital – begrepp och definitioner*. Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel 1999/2000, Stockholm: SVCA
- Isaksson, A. (2006) *Studies on the venture capital process*. Print & Media, Umeå university
- Karaomerlioglu, D.C., Jacobsson, S. (2000) The Swedish venture capital industry – An infant, adolescent or grown-up. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 2, No.1, 1 January 2000
- Konjunkturinstitutet (2008) *Konjunkturläget augusti 2008*. Tillgänglig från: www.konj.se (Besökt 20 december 2008)
- Lekvall P., Wahlbin, C. (2001) *Information för marknadsföringsbeslut*. IHM Publishing, Göteborg.
- MacMillan, C.I., Zemann, L., Subbanarasimha, N.P. (1987) *Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process*. *Journal of Business Venturing*, Vol. 2, No. 2, February 1987
- Muzyka, D., Birley, S., Leleux, B. (1996) *Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalist*. *Journal of Business Venturing* 11:1996
- NUTEK. (2004) *Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag. 1998-2003*. Elanders Tofers, Stockholm
- NUTEK. (2006) *Riskkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden – Fjärde kvartalet 2006*. Elanders Tofers, Stockholm
- NUTEK. (2007) *Riskkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden – Fjärde kvartalet 2007 samt helår 2007* Elanders Tofers, Stockholm
- NUTEK. (2008) *Riskkapitalbolagens aktiviteter och annan finansiering i tidiga skeden – Första kvartalet 2008*. Elanders Tofers, Stockholm

Nyman, M. (2002) *Risikkapital – Private equity- och venture capitalinvesteringar*. Norstedts Juridik AB, Stockholm

Saunders M., Lewis P., Thornhill A. (2000) *Research Methods for Business Students*. 2nd edition, Prentice-Hall, Harlow.

Schön, L. (2007) *En modern svensk ekonomisk historia*. 2:a upplagan, SNS Förlag, Finland

Shepherd, D.A., (1999) Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*. Vol. 45, No. 5, May 1999

Silva, J. (2004) Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 6, Number 2-3, April-September 2004

Svenska Riskkapitalföreningen (2006) *Medlemsmatrikel 2006-2007*. Tillgänglig från: www.svca.se (Besökt 8 december 2008)

Svenska Riskkapitalföreningen (2008) *Frågor och svar om private equity*. Tillgänglig från: www.svca.se (Besökt 5 december 2008)

Svenska Riskkapitalföreningen (2008) *Medlemsmatrikel och årsbok 2008-2009*. Tillgänglig från: www.svca.se (Besök 8 december 2008)

Wiklund, J., Shepherd, D.A. (2008) *Portfolio Entrepreneurship: Habitual and Novice Founders, New Entry, and Mode of Organizing*. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 32, No. 4, Jul 2008

Företagsintervjuer i uppsatsen

GU Holding, Andreas Albertsson, Information Manager and Business Developer, Intervjuades i November 2008, Göteborg

AB Chalmersinvest, Ingvar Andersson, VD, Intervjuades i November 2008, Göteborg

SEB Venture Capital, Björn Österlund, Senior Investment Manager, Rickard Peterson, Venture Analyst, Intervjuades i November 2008, Göteborg

Industrifonden, Stefan Lindholm, Investeringsansvarig, Intervjuades i November 2008, Göteborg

InnovationsKapital, Gunnar Fernström, Investment Director, Intervjuades i November 2008, Göteborg

Sjätte AP-fonden, Cecilia Gross Friberger, Portföljansvarig Venture Capital AP Fondinvesteringar, Intervjuades i November 2008, Göteborg

Bilaga 1. Ordlista

Affärsplan	Ett dokument som definierar ett företags affärsidé, mål för framtiden och hur de målen skall uppnås. En affärsplan kan användas som informationsmaterial till potentiella investerare (Nyman, 2002).
Allokering	En fonds fördelning av sina tillgångar inom exempelvis aktier, obligationer, kontanter, fastigheter, noterade och onoterade bolag (Isaksson, 2006).
Affärsänglar	Privatperson som tillskjuter privat medel till portföljbolag. Kan även benämnas företagsängel och går även under begreppet informellt venture capital (Nyman, 2002).
BNP	Bruttonationalprodukt. Ett mått på ett lands ekonomiska aktivitet under en tidsperiod (Konjunkturinstitutet, 2008).
Buyout	Förvärv av ett bolag eller en verksamhet genom finansiering via ett private equitybolag (Nyman, 2002).
Ersättningsinvestering	En investeringsform där venture capitalbolag köper redan utfärdade aktier (eller andra värdepapper) i ett bolag av ett annat venture capitalbolag (Nyman, 2002).
Evergreenfond	En fond utan tidsbestämt investeringsförlopp (Nyman, 2002).
Exit	Processen kring avyttring av ett portföljbolag (Isaksson, 2000).
Expansion	En investeringsfas där investeringen genomförs för att ett redan etablerat portföljbolag skall ha möjlighet att växa vidare eller expandera (Nyman, 2002)
Företagsundersökning	En undersökning som granskar ett potentiellt portföljbolag inför investeringen. Kallas i allmänna ordalag även för due diligence (Nyman, 2002).
Investeringsfas	Strategier för hur och när ett venture capitalbolag investerar i ett onoterat bolag (Isaksson, 2000)
Konjunktur	Ett tillstånd i ekonomin mätt främst utifrån förändringar i arbetslöshet, tillväxt och inflation (Konjunkturinstitutet, 2008).
Konjunkturcykel	En återkommande förändring i BNP:s nivå i förhållande till den potentiella BNP nivån (Konjunkturinstitutet, 2008).
Private equity	Samlingsnamn för investeringar i onoterade bolags egna kapital där involveringen är tidsbegränsad (Nyman, 2002).
Portföljbolag	Bolag inom vilka private equitybolag valt att investera (Nyman, 2002).
Potentiell BNP	Nivån av produktionen, sett med produktionsfaktorerna arbete och kapital, som skulle vara möjlig att uppnå med en inflation som motsvarar Riksbankens mål på 2 % (Konjunkturinstitutet, 2008).

Syndikeringsinvestering	Inom private equity syftar syndikering på riskspridning i samband med investering i onoterade bolag genom att få med andra private equitybolag som medinvesterar (Nyman, 2002).
Såddfinansiering	Investeringar inom bolag som befinner sig i en tidigutvecklingsfas där det oftast inte finns någon färdigframtagen produkt eller tjänst (Nyman, 2002).
Turnaround finansiering	En investeringsfas som präglas av att försöka vända en negativ utveckling inom ett portföljbolag i en positiv riktning (Isaksson, 2006).
Uppstartsfinansiering	Investering som sker inom bolag som är nystartade eller nyligen nystartade (Isaksson, 2006).
Venture capital	Investeringar som görs inom onoterade bolags egna kapital, där engagemanget präglas av ett aktivt deltagande under en tidsbegränsad period. Investeringarna sker i den tidiga utvecklingsfasen, närmare bestämt sådd- och uppstartsfinansiering samt i expansionsfasen (Nyman, 2002).
Överbrygningsfinansiering	Finansiering till portföljbolag i tillväxt som förväntas noteras på en publiklista inom kort (Isaksson, 2006).

Bilaga 2. Intervjufrågor

1. Vilka branscher investerar ni inom?
2. Vilka faser investerar ni inom?
3. Har era investeringsstrategier påverkats av lågkonjunkturen?
4. Har syndikeringsinvesteringarna ökat?
5. Har val av branscher och investeringsfaser förändrats med lågkonjunkturen?
6. Hur ser er investeringsprocess ut? Har den förändrats?
7. Hur har synen på risk förändrats?
8. Vilka är era investeringskriterier? Har kriterierna ändrats?
9. Vilket av de kriterier som ni just nämnde är de viktigaste?
10. Vilka avkastningskrav ställer ni på era investeringar? Har kraven förändrats?
11. Hur har venture capitalbranschen som helhet påverkats av lågkonjunkturen?
12. Hur ser ni på allokeringen av kapital mot venture capital?
13. Ser ni några möjligheter med den rådande lågkonjunkturen?
14. Hur ser ni på venture capitalbranschens framtidsutsikter? Kommer det resas nya venture fonder?