



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Offentliga venture capital-bolags motiv till att syndikatinvestera

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Företagsekonomiska institutionen
Industriell och finansiell ekonomi

Vårterminen 2017

Handledare: Hans Jeppsson

Josefin Höijer 930726

Josephin Atie 950212

Förord

Den här kandidatuppsatsen har skrivits med inriktning mot industriell och finansiell ekonomi vid Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet under vårterminen 2017. Uppsatskrivandet har inneburit en givande period som varit såväl personligt som akademiskt lärorik.

Vi vill tacka alla som varit delaktiga och stöttat oss under arbetets gång. Först och främst så vill vi tacka de studerade venture capital-bolagen som tagit sig tid att medverka i intervjuer med oss. Utan deras deltagande hade studien inte varit möjlig. Vi vill även rikta ett stort tack till vår handledare Hans Jeppsson för den värdefulla vägledning samt de tips och idéer han bistått oss med under skrivprocessen.

Än en gång, stort tack!

Josehin Atie

Josefin Höjjer

Göteborg, 25 maj 2017

Abstract

This paper examines the incentives among governmental venture capital-firms in Sweden to syndicate their investments. The results are based on qualitative, semi-structured interviews with investment managers at six different public venture capital firms. The interview questions are derived from five different perspectives on syndication that are frequently described in finance literature; the risk spreading- and risk reducing perspective, the capital perspective, the value-added perspective, the screening- and selection perspective and lastly the deal-flow perspective. The existing literature on syndication is primarily based on quantitative studies, which this paper aims to complete by providing a qualitative view on syndication. In addition, previous studies mainly focus on private venture capital firms, from which public firms differ for two main reasons; firstly they are financed by public funds and secondly they are established to fulfil certain purposes, such as investing in a specific sector. This paper therefore aims to examine the applicability of finance theory on public venture capital firms, in light of their distinctive role on the market. The empirical evidence shows that all perspectives are of importance to public venture capital firms in Sweden, but to various degrees. The conclusion has been drawn that the capital perspective and the value-added perspective are portrayed among the respondents as major reasons for syndicating investments. The risk spreading- and risk reducing perspective, the screening- and selection perspective and lastly the deal-flow perspective on the other hand are portrayed as relatively weak motives for syndicating investments. This result can be partly explained by the public firms' distinctive role on the venture capital market.

Key words: *venture capital, governmental venture capital (GVC), risk, additionality, screening, deal-flow.*

Sammanfattning

I den här uppsatsen studeras motiven bland svenska offentliga venture capital-bolag till att syndikatinvestera. Resultaten bygger på kvalitativa, semistrukturerade intervjuer med investeringsansvariga medarbetare på sex olika venture capital-bolag. Intervjufrågorna tar utgångspunkt i fem olika perspektiv på syndikering som är frekvent förekommande inom finansiell litteraturen. Dessa perspektiv är riskspridning- och riskreduceringsperspektivet, kapitalperspektivet, mervärdesperspektivet, screening- och selekteringsperspektivet samt deal-flow perspektivet. Befintlig forskningslitteratur består främst av kvantitativa studier, vilket den här studien syftar till att komplettera genom att presentera en kvalitativ infallsvinkel på syndikering. Dessutom fokuserar tidigare studier till stor del på privata venture capital-bolag, från vilka de offentliga bolagen skiljer sig av två huvudsakliga anledningar. Dels för att de offentliga venture capital-bolagen finansieras med statliga medel, men också för att de inrättats i olika syften, såsom att investera i en viss sektor. Den här studien ämnar därför utvärdera de befintliga teoriernas applicerbarhet på offentliga venture capital-bolag, med deras särskilda roll på riskkapitalmarknaden i åtanke. Empirin visar att samtliga perspektiv på olika vis är betydelsefulla i en syndikatinvestering, dock härleds slutsatsen att kapitalperspektivet och mervärdesperspektivet framstår som två avgörande anledningar till att syndikatinvestera. Riskspridning- och riskreduceringsperspektivet, screening- och selekteringsperspektivet samt deal-flow perspektivet framstår å andra sidan som förhållandevis svaga argument till att syndikatinvestera. Resultatet kan delvis förklaras av att de statliga aktörerna har en särskild roll på venture capital-marknaden.

Nyckelbegrepp: *venture capital, offentligt venture capital, risk, additionalitet, screening, deal-flow.*

Begreppslista

Deal-flow *ström av investeringar ett riskkapitalbolag erbjuds delta i.*

Due dilligence *att granska och analysera information om ett annat företag.*

Exit *att lämna en investering.*

Governmental venture capital (GVC) *statligt venture capital*

Mervärde *abstrakta resurser som en medinvesterare bidrar med, exempelvis expertis och erfarenhet.*

Offentlig aktör *verksamhet som helt eller delvis finansieras med statliga medel.*

Portföljbolag *ett bolag som är del av en investerares portfölj.*

Private Equity *investeringar i onoterade bolag.*

Private venture capital (PVC) *privat venture capital*

Riskkapital *kapital som satsas i en riskfylld investering.*

Saminvestering *när flera riskkapitalaktörer investerar i ett och samma bolag.*

Screening *undersöka en annan aktör inför ett eventuellt samarbete.*

Second opinion *att få en åsikt bekräftad genom att ta del av en annan aktörs syn på en investering.*

Syndikatinvestering *när flera riskkapitalaktörer investerar i ett och samma bolag.*

Venture capital (VC) *kapital som satsas i en riskfylld investering i ett startup-bolag.*

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	3
1.2 BAKGRUND	4
1.2.1 <i>Venture capital</i>	4
1.2.2 <i>Offentliga venture capital-bolag</i>	5
1.2.3 <i>Syndikatinvestering</i>	6
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	6
1.4 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING	7
1.5 DISPOSITION	8
1.6 AVGRÄNSNING	8
2. METOD	8
2.1 FORSKNINGSMETOD OCH VETENSKAPLIG ANSATS	8
2.2 EMPIRISKA KÄLLOR	9
2.2.1 <i>Urval</i>	9
2.2.2 <i>Intervjuprocess</i>	10
2.2.3 <i>Intervjuguide</i>	11
2.2.4 <i>Etiskt förhållningssätt</i>	12
2.3 TEORETISKA KÄLLOR.....	12
2.4 METODKRITIK.....	13
2.4.1 <i>Metodologiska restriktioner</i>	13
2.4.2 <i>Kritik mot empiriska källor</i>	13
2.4.3 <i>Kritik mot teoretiska källor</i>	14
3. TEORIN OM SYNDIKERING	15
3.1 RISKSPRIDNING- OCH RISKREDUCERINGSPERSPEKTIVET	16
3.2 KAPITALPERSPEKTIVET	17
3.3 MERVÄRDESPERSPEKTIVET	18
3.4 SCREENING- OCH SELEKTERINGSPERSPEKTIVET	18
3.5 DEAL-FLOW PERSPEKTIVET	19
4. EMPIRI	20
4.1 SAMMANSTÄLLNING AV ORGANISATIONER OCH RESPONDENTER	20
4.2 ALMI INVEST	20
4.2.1 <i>Bakgrundsbeskrivning</i>	20
4.2.2 <i>Empiriskt resultat</i>	21
4.3 GU VENTURES	22
4.3.1 <i>Bakgrundsbeskrivning</i>	22
4.3.2 <i>Empiriskt resultat</i>	22
4.4 INDUSTRIFONDEN	23
4.4.1 <i>Bakgrundsbeskrivning</i>	23
4.4.2 <i>Empiriskt resultat</i>	24
4.5 SJÄTTE AP-FONDEN	25
4.5.1 <i>Bakgrundsbeskrivning</i>	25
4.5.2 <i>Empiriskt resultat</i>	25
4.6 SLU HOLDING.....	26
4.6.1 <i>Bakgrundsbeskrivning</i>	26
4.6.2 <i>Empiriskt resultat</i>	27
4.7 SWEDFUND	27
4.7.1 <i>Bakgrundsbeskrivning</i>	27
4.7.2 <i>Empiriskt resultat</i>	28
4.8 RANKING AV FÖRDELAKTIGA RESURSER.....	29

5. ANALYS	30
5.1 RISKSPRIDNING- OCH RISKREDUCERINGSPEKTIKET	31
5.2 KAPITALPERSPEKTIVET	32
5.3 MERVÄRDESPERSPEKTIVET	33
5.4 SCREENING- OCH SELEKTERINGSPEKTIKET	34
5.5 DEAL-FLOW PERSPEKTIVET	36
6. DISKUSSION	37
7. SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	40
7.1 SLUTSATS.....	40
7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	42
REFERENSLISTA	43
VETENSKAPLIGA ARTIKLAR.....	43
WEBSIDOR.....	44
TRYCKTA KÄLLOR.....	45
BILAGA – INTERVJUGUIDE	46

1. Inledning

Detta avsnitt ämnar ge läsaren en introduktion till rapportens studiefält genom att effektivt presentera tidigare studier inom området venture capital och syndikering.

Venture capital-bolag spelar en viktig roll i att förse innovativa entreprenörer med tillväxtkapital (Hopp & Rieder 2008, s. 3089). Utöver att bistå startup-företag med monetär finansiering, erbjuder venture capital-investeraren intellektuellt kapital genom att delge sin expertis kring hur entreprenören kan få sin affärsidé att växa och kommersialiseras (Gompers & Lerner 2001, s. 145). I syfte att reducera den osäkerhet som en VC-investering innebär genomför venture capital-bolag så kallade syndikatinvesteringar, vilket går ut på att flera VC-bolag gemensamt går samman och delar ägandeåtagandet i startup-företaget (Wilson 1968, s.119). Utöver att kunna dela eventuella förluster bidrar en syndikeringspartner till en mängd ytterligare värdefulla fördelar vilka presenteras nedan.

Tidigare studier har påvisat att en medfinansiär underlättar selekteringen och screeningen (Lerner 1994, s. 16-27) av investeringsmöjligheter genom att det egna venture capital-bolaget har möjlighet att få sitt beslutstänkande bekräftat från en annan aktör inom branschen. Vidare har föregående forskning även framställt att samfinansiärer bistår med abstrakta mervärden (Brander et al. 2002, s. 423-452) som till exempel sektorspecifik kunskap och erfarenheter kring hur företagsidéer kan bli vinstdrivande. Slutförda studier har även urskilt att motivet till syndikering bottnar i det faktum att en medfinansiär har tillgång till värdefulla kontaktnätverk (Bygrave 1987, s. 139-154). Det finns således en mängd argument som beskriver varför venture capital-bolag gärna saminvesterar istället för att genomföra fristående kapitalsatsningar. Samtidigt framför (Lockett & Wright 2001, s. 375-390) problematiken som uppstår då vetenskapsidkare betraktar venture capital-bolag som homogena aktörer vilka besitter likartade motiv till syndikering. Det existerar följaktligen en vetenskaplig relevans i att undersöka organisations specifika argument till att syndikatinvestera.

1.2 Bakgrund

Studiens bakgrundsavsnitt inleds med en beskrivning av begreppet venture capital. Vidare presenteras de offentliga venture capital-bolagens roll i en jämförande kontext med privata venture capital-aktörer. Diskussionen om statlig inblandning på riskkapitalmarknaden mynnar ut i en presentation av studiens utgångspunkt vilket är offentliga venture capital-bolags motiv till syndikering, det vill säga saminvesteringar med andra aktörer.

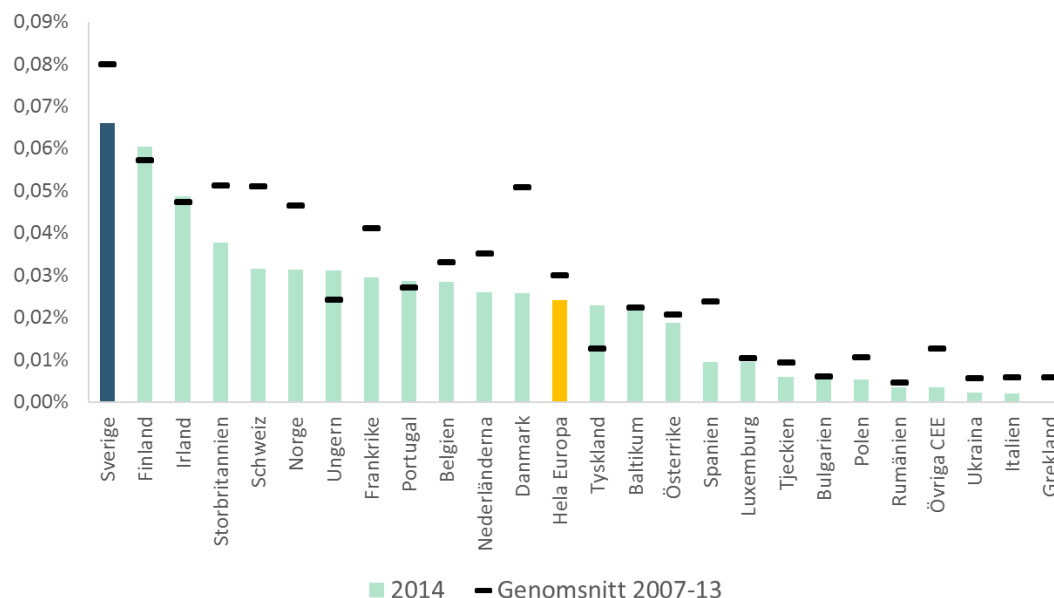
1.2.1 Venture capital

Venture capital definieras som en form av riskkapital som ges till onoterade företag som befinner sig i startgroparna av sin utvecklingsfas (Gompers & Lerner 2001, s. 145). Mer än 80 % av det venture capital som ett företag tillskjuts vid en finansieringsrunda används för att etablera den infrastruktur (produktion, marknadsföring och försäljning) som behövs för att företagsidén skall ta ytterligare ett steg i sin kommersialiseringsprocess (Ziber 1998, s. 132). Venture capital har således inte som ändamål att vara en långsiktig finansieringskälla, utan syftet är snarare att hjälpa de startup-företag som saknar finansiell historik och därmed inte är kreditvänliga nog för att beviljas lånefinansiering. Idén med venture capital är därför att stödja entreprenören till dess att företaget kan säljas till ett annat bolag eller börsnoteras på aktiemarknaden (Kaplan & Lerner 2010, s. 36). Förutom att företagen som tilldelas venture capital vanligen saknar finansiell historik, befinner de sig i en dynamisk marknadsmiljö där förändring sker snabbt och där osäkerheten kring företagets framtid är ett faktum (Gompers & Lerner 2001, s. 154). Startup-företag karakteriseras därför av informationsasymmetri (Akerlof 1970, s. 489) vilket kan beskrivas som bristande kommunikation och ojämn informationstillgång mellan entreprenören och finansiären. Inom nystartade företag är det även vanligt att agentproblematik (Jensen & Meckling 1976, s. 308) förekommer, vilket uppstår då företaget och investeraren kan ha motstridiga drivkrafter och incitament bakom ett beslutstagande.

American Research and Development Corporation (ARDC) är namnet på det första venture capital-bolaget i historien. Bolaget grundades 1946 av Harvardprofessorn och företagsledaren General Georges F. Doriot och Karl Compton, mest känd för sitt kansleruppdrag hos Massachusetts Institute of Technology (MIT) (Gompers & Lerner 2001, s. 146-148). Organisationens utmärkande drag var att de genomförde investeringar med hög risk i framväxande företag som utvecklade teknologi för andra världskriget. Sedermera har venture capital-satsningar varit med och finansierat några av världens mest framgångsrika företag, bland annat Apple, Amazon och eBay (Kaplan & Lerner 2010, s. 36-38). Till följd av organisationskonceptets framgång har venture capital-industrin snabbt spridit sig från USA till resten av världen, däribland Sverige. I syfte att belysa förekomsten av venture capital i Sverige används *Figur 1: Venture Capital - investeringar i tidiga skeden* (SVAC, 2017) som illustrerar tillväxtkapitalinvesteringar som procentuell andel av BNP för länder inom Europa under 2014. Diagrammet tydliggör att Sverige utgör det ledande landet när det

kommer till att förse företag med venture capital, sett till landets egen bruttonationalprodukt följt av Finland och Irland.

Figur 1: Venture Capital - investeringar i tidiga skeden



Figurbeskrivning: På y-axeln visas procentsatser som andel av BNP. På x-axeln listas 26 europeiska länder med venture capital-marknader. Staplarna visar respektive lands riskkapital som andel av BNP. Av grafen framgår att Sverige både genomsnittligt mellan år 2007-2013, och år 2014 haft störst mängd riskkapital som andel av BNP i Europa (SVCA, 2017).

1.2.2 Offentliga venture capital-bolag

Venture capital-bolag är investerare som väljer att tillskjuta kapital till riskfyllda projekt, med vetskapen om att hög risk även innebär stor potentiell avkastning (Gompers & Lerner 2001, s. 145). Det finns dock ett åtskiljande syfte mellan offentliga och privata venture capital-bolag. Motiven bakom statlig inblandning på riskkapitalmarknaden är många, men den främsta anledningen går att hänföra till motivet att korrigera det marknadsmisslyckande som uppstår till följd av informationsasymmetri (Akerlof 1970, s. 488-500) mellan entreprenör och finansiär. Marknadsmisslyckandet förklaras som ett ”equity gap” (Colombo et al. 2014 s. 11), det vill säga som en lucka vilken uppstår mellan startup-företaget som har begränsat med information och finansiären som behöver information i syfte att förse entreprenören med kapital. Privata aktörer med ekonomisk vinst som huvudsakligt mål tenderar att undvika investeringar där risken på grund av informationsbrist blir alltför stor (Colombo et al. 2014 s. 12-24). Den offentliga sektorns roll blir då att tillföra venture capital till de entreprenörer som har lovande idéer, men otillräcklig information ur privata aktörers investeringsperspektiv.

Incitamenten inom privata venture capital-bolag däremot är traditionellt att stötta företag och idéer som anses ha störst potential till att bli ekonomiskt framgångsrika (Zider 1998, s. 132). Målet är således att välja investeringar där företaget har stor chans att stiga i värde. På detta sätt ökar venture capital-bolagen successivt sina tillgångar och har möjlighet att återinvestera sitt vinstkapital i framtida startup-företag. Ett åtskiljande syfte mellan privata och offentliga venture capital-aktörer är sammanfattningsvis att privata investerare primärt beaktar ekonomisk avkastning vid ett investeringsförfarande, medan offentliga aktörer även tar hänsyn till samhällsnyttig avkastning i form av exempelvis jobbskapande eller allmännyttig innovation. De portföljbolag som offentliga venture capital-bolag finansierar behöver således inte vara de som genererar störst vinst eller utvecklar det högsta aktiepriset, utan kan bidra till arbetstillfällen i en mindre privilegierad region eller stimulerar tillväxt i en viss sektor (Colombo et al. 2014, s. 3).

1.2.3 Syndikatinvestering

Implementeringen av metoder för att hantera den osäkerhet som en venture capital-investering innebär utgör ett stort forskningsområde inom finansiell litteratur (Gompers & Lerner 2001, s. 155). Ett redskap som venture capital-investerare använder sig av i syfte att säkerställa investeringens förmåga att generera avkastning är syndikering, vilket innebär att bolaget går samman med en eller flera andra aktörer och delar ägandet. Den grundläggande orsaken till att syndikera en investering bygger på idén om att reducera osäkerhet. Osäkerhet kan minimeras genom att en medinvestorare tillför ytterligare kapital (Brander et al. 2015, s. 571-618), vilket även indirekt kan ge upphov till mindre investeringssummor för det egna bolaget och därmed skapa portföljdiversifiering (Markowitz 1959, s. 3-129). Ytterligare orsaker som motiverar syndikering är tillförseln av mervärde i form av icke-monetära resurser (Lockett & Wright 2001, s. 375-390). Fler incitament som skildrar varför investerare genomför syndikat är att den behjälpliga selekteringen (Lerner 1994, s. 16-27) och screeningen (Stiglitz 1975, s. 283-300) av projekt som en medfinansiär bistår med. Till sist kan en syndikeringspartner även ge tillgång till sitt kontaktnät vilket på sikt kan öka det egna venture capital-bolagets deal-flow (Hochberg et al. 2007, s. 251-301). Även om det fundamentala syftet att reducera osäkerhet och säkra lönsamhet är detsamma, finns som nyligen nämnts olika förklaringar till varför venture capital-bolag genomför syndikatinvesteringar.

1.3 Problemformulering

Den vetenskapliga relevansen att specifikt undersöka offentliga venture capital-bolags motiv till syndikering bottenar i det faktum att såväl (Lockett & Wright 2000, s. 376) som (Lerner 1994, s. 20) understryker det faktum att drivkraften till att syndikera en investering är som starkast under företagets initieringsfas. Med tanke på att offentliga venture capital-bolag har som huvuduppgift att investera i tidiga investeringsrundor (Lerner 2002, s. 73), är det vetenskapligt tillämpligt att analysera deras argument till syndikering respektive icke-syndikering då fenomenet ligger inom deras fält.

Tidigare studier (Lockett & Wright 2000, s. 375) vars syfte varit att undersöka varför venture capital-bolag genomför syndikatinvesteringar har mynnat ut i konklusionen att riskkapitalbolag inte bör behandlas som en homogen grupp vilka innehar likartade investeringsstrategier. Snarare tvärtom, venture capital-investerare bör betraktas som disparata aktörer vilka förfogar över egna tillvägagångssätt för att hantera osäkerheter. Samtidigt har majoriteten av de existerande studierna inom forskningsfältet tillämpat en kvantitativ forskningsmetod i syfte att testa hypoteser relaterade till risk och expertis (Hopp & Rieder 2008, s. 3089-3102 och Brander et al. 2001, s. 423-452) eller nätverk (Bygrave 1987, s. 139-154). Ytterligare faktorer som har undersökts är syndikeringsfaktorer som är relaterade till selektering och kapital (Lerner 1994, s. 16-27 och Brander et al. 2014, s. 571-618). Dessa studier har gett upphov till allomfattande beskrivningar kring varför venture capital-bolag syndikerar, men har exkluderat bolagens individuella syndikeringsstrategier. Med bakgrund till nyssnämnda angreppssätt betraktas studiens metodval, vilket är att genom kvalitativa intervjuer undersöka organisationsspecifika motiv till syndikering utöka förståelsen för varför venture capital-bolag genomför syndikatinvesteringar.

Offentliga venture capital-bolag utgör med staten som medfinansär en homogen grupp i sin förekomst, medan privata venture capital-aktörer utgör en annan homogen grupp på riskkapitalmarknaden vilket skildrades i bakgrundsavsnittet. Dock föreligger bolagsspecifika restriktioner och ändamål för samtliga VC-bolag, till exempel gällande vilka industrier bolaget skall verka inom eller vilka investeringssummor som bör tillämpas. Statliga venture capital-bolag är således inte en inbördes homogen grupp av investerare, vilket innebär att studien därmed kommer att bistå tidigare forskning genom att kartlägga de intervjuade venture capital-bolagens unika och individuella motiv till att genomföra syndikatinvesteringar.

1.4 Syfte och frågeställning

Den här studien ämnar undersöka motiven till varför offentliga venture capital-bolag väljer att syndikera sina investeringar. Tidigare forskning (Lerner 1994, s. 16-27 och Lockett & Wright, 2000 s. 375-390) på området har främst bestått av kvantitativa undersökningar kring finansiella effekter och motiv till syndikering, vartill den här studien syftar komplettera med en kvalitativ utredning av organisationsspecifika syndikeringsmotiv. De fem perspektiven om riskspridning och riskreducering, kapital, mervärde, screening och selektering samt deal-flow tar utgångspunkt i teorier som är frekvent nämnda inom finansieringslitteraturen på forskningsområdet syndikering. Syndikering är som mest relevant i tidiga investeringsfaser, vilket framlett uppsatsens inriktning på offentliga venture capital-bolag som mot bakgrund av sin marknadskorrigerande funktion till stor del investerar i tidiga skeden.

Studien har därmed syftet att öka förståelsen för varför offentliga venture capital-bolag väljer att syndikera sina investeringar. Detta syfte har lett fram till följande frågeställning;

- *Varför syndikerar offentliga venture capital-bolag?*

1.5 Disposition

Med målet att besvara frågeställningen så tydligt som möjligt har studien till en början förklarat relevanta begrepp såsom venture capital, offentliga venture capital-bolag samt syndikatinvestering. Bakgrundsavsnittet ger därmed en övergripande förståelse för det vetenskapliga området. Detta följs av en problemformulering och studiens syfte och frågeställning följt av ett metodavsnitt där en detaljerad beskrivning ges av de tillvägagångssätt som rapporten tillämpat. Metodavsnittets fokus kommer att läggas på intervjuteknik eftersom undersökningens resultat bygger på det insamlade intervjumaterialet. Efter metodavsnittet förklaras fem teoretiska perspektiv om riskspridning och riskreducering, kapital, mervärde, screening och selektering samt deal-flow. Dessa fem perspektiv utgör studiens teoretiska ramverk, vilket empiri och analys kommer att framställas genom. Avslutningsvis kommer en diskussion om studiens utfall att presenteras innan en slutlig härledning av undersökningen genomförs och en framställning av fortsatta studier presenteras.

1.6 Avgränsning

Studien har upprättat tre former av avgränsningar, en av geografisk karaktär, en av industrikaraktär samt en av bolagskaraktär. Den geografiska avgränsningen bottenar i det faktum att studien endast ämnar undersöka VC-bolag som återfinns i Sverige med tanke på den begränsade tidsramen. Den industriella avgränsningen att endast undersöka tillväxtkapital i form av venture capital och inte fler former av riskkapital såsom till exempel private equity är vetenskapligt motiverbart genom att syndikering och venture capital är två begrepp som är tätt kopplade till varandra. Den tredje och sista avgränsningen innebär att studien endast ämnar intervjua VC-bolag som är av statlig karaktär, därmed kommer inte privata venture capital-bolag att undersökas vilket motiverats i studiens problemformulering.

2. Metod

I detta avsnitt beskrivs studiens forskningsmetod och vetenskapliga ansats. Därefter följer en presentation av de valda empiriska och teoretiska källorna där processen för hantering och insamling av data framställs och skildras. Avslutningsvis riktas ljuset mot de underliggande metodrestriktioner som präglar studiens framställningsprocess samtidigt som det metodologiska tillvägagångssättet kritiserar med utgångspunkt i valet av empiriska och teoretiska källor.

2.1 Forskningsmetod och vetenskaplig ansats

Studien baseras på en kvalitativ fallstudie, vilket till skillnad från en kvantitativ studie innebär att forskningens tonvikt ligger på ord snarare än på siffror eller kvantifiering (Bryman & Bell 2013, s. 391). Det som avgjorde rapportens forskningsmetod var den formulerade problemundersökning, vilken har som avsikt att tolka och förstå offentliga venture capital-bolags motiv till syndikatinvesteringar. Då problemlösning har det överordnande målet att fokusera på verbala analyser i syfte att beskriva och upptäcka begränsade aspekter av den sociala verkligheten (Patel & Davidson 2014, s. 23), har studien en kvalitativ snarare än en kvantitativ forskningsinriktning. Det finns

olika analysmetoder att praktisera i syfte att tolka ett kvalitativt datamaterial. Studien kännetecknas av en hermeneutiskt angreppssätt (Dalen 2007, s.14), vilket innebär att forskningens fokus är att skapa insikt och förklaring genom intervjuforskning. Vidare innebär ett hermeneutisk vetenskapligt förhållningssätt att det finns ett värde i att skaffa sig förståelse för att människor har intentioner och avsikter, samt att dessa är möjliga att kartlägga genom språkligt yttrande.

För att kunna operationalisera och vetenskapligt undersöka studiens frågeställning *"Varför syndikerar offentliga venture capital-bolag?"* tillämpas en abduktiv (Patel & Davidson 2014, s. 23) ansats, vilket innebär att studien präglas av både deduktion och induktion. Ett deduktivt arbetssätt karaktäriseras av att forskarna har som syfte att framställa slutsatser utifrån befintliga principer och teorier. Vilket står i kontrast till ett induktivt arbetssätt, där forskningens arbetsgång kännetecknas av att härleda slutsatser baserade på erfarenheter snarare än empirisk prövning (Patel & Davidson 2014, s. 24) I denna rapport studeras motiven till att offentliga venture-capital bolag genomför syndikatinvesteringar. Syftet är således att studera en företeelse (syndikering inom offentliga venture capital-bolag) med på förhand bestämda hypoteser (riskspridning- och riskreduceringsperspektivet, kapitalperspektivet, mervärdesperspektivet, screening- och selekteringsperspektivet samt deal-flow perspektivet) som presenteras i teoriavsnittet. Detta arbetssätt benämns vanligen i metodlitteraturen för det hypotetiskt-deduktiva, eftersom redan befintliga teorier präglar vilken empirisk information som kommer att samlas in (Patel & Davidson 2014, s. 23). Med tanke på att studien inte ämnar acceptera eller förkasta nyssnämnda hypoteser, utan snarare undersöka befintlig eller obefintlig signifikans genom språklig analys präglas forskningens utgångspunkt även utan induktion. Ansatsen är dock övergripande induktiv, eftersom att den är hypotesgenererande snarare än hypotesprövande vilket anses vara deduktivt.

2.2 Empiriska källor

Det är informationen som samlades in via forskningsintervjuerna som utgör källorna i det empiriska materialet. Totalt genomfördes sex stycken intervjuer, där varje intervjuperson representerade en offentlig aktör som bedriver eller har bedrivit venture capital-investeringar. En del information har även hämtats från organisationernas webbsidor i syfte att ge läsaren en inblick och förståelse för de intervjuade bolagens verksamhetssyfte.

2.2.1 Urval

Detta avsnitt har som avsikt att tydliggöra hur intervjupersonerna valdes ut och hur många intervjuer som genomfördes. I syfte att besvara den upprättade frågeställningen genomfördes ett målstyrt urval där förfrågningar skickades per mail till de offentliga venture capital-aktörer som återfinns på Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA) webbsida eller som har registrerade venture capital-investeringar i databasen Crunchbase. Vi kontaktade såldes Inlandsinnovation AB, Swedfund International AB, SLU Holding AB, Industrifonden, GU Ventures, Fouriertransform AB, Almi Invest AB och Sjätte AP-fonden. Utav 8 kontaktade bolag

stälde 6 bolag upp på en intervju, vilket motsvarar en deltagarfrekvens på 75 %. Orsaken till att Fouriertransform AB och Inlandsinnovation AB inte kunde delta berodde på att de inte hade beläggningen att avsätta tid inom studiens angivna tidsram.

Förutom ett målstyrt urval gjordes även ett teoretiskt urval, vilket kännetecknas av att författarna urskiljer kärnbegrepp inom det valda studieområdet för att sedan genomföra en selektion (Dalen 2007, s. 51). Med vetskapen om att syndikering och venture capital är två begrepp som är tätt sammankopplade vilket framställts i bakgrundsavsnittet, bidrog det teoretiska urvalet till begränsningen att inte undersöka allt statligt riskkapital, utan endast tillväxtkapital. Det framgick dock under intervjun med Sjätte AP-fonden, trots det genomförda teoretiska urvalet, att bolaget nuförtiden endast genomför ett fåtal fristående venture capital-investeringar och att de främst utför kapitalsatsningar i senare skeden i form av private-equity/buyout investeringar. Valet att inte genomföra ett kompletterande urval baserades på närvaron av teoretisk mättnad (Dalen 2007, s. 54), då fler intervjuobjekt inte uppfattades bidra till ytterligare omständigheter och förhållanden utan de utförda intervjuerna utgjorde ett tillräckligt underlag för att kunna genomföra en tolkning och analys. Som en följd av frånvaron av renodlade venture capital-investeringar hos Sjätte AP-fonden kommer organisationens empiriska resultat endast refereras till i begränsad utsträckning under studiens analys, diskussion och slutsats.

Utöver ett målstyrt och teoretiskt urval grundades selektionen av intervjupersoner även på kriterieurval (Dalen 2007, s. 56), vilket innebär att studien avgränsas och specificeras. Detta var möjligt efter en lång period av uppsökande verksamhet där andra frågeställningar var formulerade men också uttömda. Några av de urvalskriterier som alstrades fram under den uppsökande perioden var bland annat av geografisk karaktär då alla intervjuobjekt är offentliga venture capital-bolag som arbetar på uppdrag av den svenska regeringen. Andra kriterier som ställdes på respondenterna var till exempel befattning, då vi alltid försökte få tag på en representant som jobbat inom organisationen länge och som har erfarenhet av syndikatinvesteringar.

2.2.2 Intervjuprocess

Initialt kontaktades respondenterna per mail i syfte att boka intervjutillfälle, om svar uteblev kontaktades organisationen även via telefon. Vid kontaktandet gavs en kort men informativ beskrivning av studiens forskningsfråga, men detaljer utelämnades i syfte att inte eliminera respondenternas egen uppfattning av problemlösningen (Bryman & Bell 2013, s. 474). I vissa fall bifogades några få exempelfrågor i syfte att påvisa vad för kompetens som respondenten behövde besitta, somliga valde att vidarebefordra ärendet till en mer lämpad person inom bolaget som ansågs ha starkare kompetens gällande studiens frågeställning. Vidare genomfördes tre intervjuer per telefon som en följd av den geografiska distansen, medan de tre övriga intervjuerna skedde genom ett verkligt möte med respondent. Vid ett tillfälle togs även beslutet att

genomföra telefonintervju av effektivitetsskäl, då denna forskningsmetod underlättar intervjuprocessen för såväl respondenterna som författarna (Bryman & Bell 2013, 488). Även om kvalitativa intervjuer är personliga och en ”ansikte mot ansikte” intervju är att föredra, försvårar distansen, tiden och pengarna ibland möjligheten att genomföra en verklig intervju.

Under empiriinsamlandet tillämpades en kvalitativ intervjuteknik (Runa & Patel 2014, s. 82) med avseende på att studien har som syfte att kartlägga ett motiv hos studieobjekten. Det är intervjupersonernas (med utgångspunkt i det företag som denne arbetar i) uppfattning av syndikatinvesteringar som är av intresse att identifiera. Med avseende på detta utformades en semistrukturerad intervju vilket innebär att intervjun utformades med åtanke att beröra specifika ämnen. Därefter upprättades en intervjuguide (se bilaga – Intervjuguide) där de fem olika teoretiska perspektiven på syndikering utgjorde ämnesområdena och där varje perspektiv tilldelas minst två frågor som var av direkt, indirekt samt tolkande karaktär (Bryman & Bell 2013, s. 486).

Inför intervjutillfället såg frågeställarna till att vara pålästa om organisationen som intervjupersonerna representerade, dels i syfte att skapa en djupare förståelse för intervjuobjektet (Bryman & Bell 2013, s. 484), men också i åtanke att reducera tidsåtgången för de inledande bakgrundsfrågorna och ge plats åt teoretiska frågor som kunde användas i den empiriska framställningen. Under samtliga intervjuer medverkade bådadera av studiens författare vilka alternerade mellan att agera moderator med avsikten att ha två frågeställare som har möjlighet att svara med eventuella följdfrågor. Alla intervjuer spelades in och transkriberades, vilket går att härleda till det faktum att det underlättar en noggrann analys av vad respondenterna har sagt (Bryman & Bell 2013, s. 488-495). Med utgångspunkten att studiens frågeställning inte går att besvara genom ja eller nej frågor, var transkribering en nödvändig process vis skapandet av den empiriska framställningen. Ytterligare fördelar med att spela in och transkribera respondenternas svar är att författarna har möjlighet att vara mer lyhörda under intervjutillfället istället för att fokusera på att föra anteckningar. Det som inte transkriberades var emotionala reaktioner som till exempel tonfall och accentueringar (Dalen 2007, s.35), då dessa aspekter varken var märkbara eller kritiska gällande studiens utfall.

2.2.3 Intervjuguide

Studiens fråge- och intervjuguide (se bilaga – Intervjuguide) upprättades i syfte att täcka de områden som frågeställningen ämnar besvara. Två aspekter vid utformandet av intervjufrågorna som kommer att besvaras av respondenterna; (1) graden av standardisering samt (2) graden av strukturering (Patel & Davidsson 2014, s. 75-76). Graden av standardisering under forskningsintervjuerna var relativt låg, det vill säga samtliga intervjuobjekt ställdes samma frågor baserade på intervjuguiden men frågorna behövde inte komma i samma ordning. Dock ställdes i stort sett alla frågor i den ursprungliga ordningen och med den ursprungliga ordanalysen, samtidigt som få

frågor ställdes som inte ingick i intervjuguiden. Även graden av strukturering var relativt låg då intervjupersonerna gavs tillfälle att tolka fritt och basera sina svar på sina egna erfarenheter. I den meningen var intervjuprocessen flexibel (Bryman & Bell 2013, s. 476) och tonvikten lades på hur respondenterna uppfattade frågorna och skeendena.

2.2.4 Etiskt förhållningssätt

Studien har under forskningsprocessens gång strävat efter att upprätthålla och genomsyras av de etiska principer som framförs av CODEX, som bedrivs av Vetenskapsrådet i syfte att sprida kännedom och kunskap om etiska frågeställningar i forskningssammanhang (CODEX 2017). Samtliga intervjuer inleddes av moderatorerna genom att presentera informations- och samtyckeskravet (Bryman & Bell 2013, s. 137) för respondenterna, vilket innefattade att redogöra för undersökningens syfte och att underrätta intervjuobjekten om att deras deltagande är frivilligt och att intervjun kan, om så önskas, avbrytas på deras begäran utan motivering om varför. Innan intervjun påbörjades förfrågades även respondenterna ifall det gav sitt medgivande gällande inspelning och transkribering av intervjun. Samtliga intervjuobjekt gav sitt samtycke till ovannämnda underrättelse och godkände citering. Somliga respondenter ville granska de citat som har använts i empiriframställningen med motiveringen att samförstånd föreligger och inte felaktiga tolkningar uppstått. Inga granskningar bidrog dock till att citaten behövde avlägsnas eller revideras, utan de citaten som valdes ut har blivit godkända att användas.

Varje intervju avslutades med en diskussion kring huruvida respondenten såg på anonymitets- och konfidentialitetskravet (Dalen 2007, s. 23). Samtliga respondenter gav sitt medgivande till författarna att deras organisationsnamn och befattning hos bolaget kunde uppges i rapporten. Med tanke på att personnamn inte är av betydelse för forskningens frågeställning kommer detta inte att användas i framställningen av empirin. Värt att nämna är att ingen av respondenterna har utnämnt ett krav om anonymisering av personnamn utan detta är fritt att uppges om författarna så önskar. Innan varje intervju avslutades gavs respondenterna utrymme att genomföra eventuella tillägg. Avsikten med den möjligheten var att undvika eventuella misstolkanden eller begräsningar. Därför gavs även respondenterna möjlighet att återkomma med information i efterhand gällande de ställda frågorna om så önskades.

2.3 Teoretiska källor

Valet av de teoretiska källor som återfinns i rapportens bakgrund, problemformulering och teoretiska avsnitt har framställts genom en period av litteratursökning (Patel & Davison 2014, s. 42). Intresset har både varit att finna de absolut senaste rönen inom det valde studiefältet, men också namnen på de professorer och vetenskapsidkare som myntat de kärnbegrepp som utgör studiens teoretiska referensram. Vartefter den översiktliga litteraturgenomgången hade kartlagts ägnades tid åt att finna lämpliga sökverktyg. De teoretiska källorna har således hittat dels genom de allomfattande sökverktygen som Göteborgs universitet erbjuder som benämns GUNDA (Göteborgs universitetsbibliotekskatalog) samt Supersök som även inrymmer Artikelsök och

tidigare publicerade skrifter som är registrerat inom GUPEA (Göteborgs universitets publikationer – elektroniskt arkiv). En annan sökmotor som inte innehas av Göteborgs Universitet men som har utnyttjats för att finna lämpliga vetenskapliga publikationer är Google Scholar. Utöver dessa söktjänster har även mer ämnesspecifika databaser använts såsom Business Source Premier och Crunchbase. Utöver sök- och databaser fyllde nyckel- och sökorden (Patel & Davidson 2014, s. 45) en viktig funktion i att finna användbara teoretiska källor. De ord som direkt eller indirekt ledde studien i den önskade riktningen var; Venture Capital (VC), Syndication, Government Venture Capital (GVC), risk, additionality, screening och deal-flow.

Den litteratur som ligger till grund för bakgrund- problem- och teoriavsnittet har främst hämtats från elektroniska källor i form av vetenskapliga artiklar och publikationer. Sökträffarna på nyckelord venture capital, syndication och government venture capital var relativt stort, vilket gjorde att valet av källor baserades på ett flertal kriterier. Främst värderades artiklarnas relevans, men även författarnas sakkunnighet inom området såväl som antalet gånger som artiklarna blivit citerade av andra forskare. Att en artikel blivit refererad av ytterligare forskare tyder på att källan är betydande och erkänd.

2.4 Metodkritik

2.4.1 Metodologiska restriktioner

Som en följd av rapportens begränsade tidsram och omfattning existerar ett antal restriktioner som kan ha kommit att påverka det slutliga resultatet av studien. Gällande val av forskningsmetod och vetenskaplig ansats föreligger en del anmärkning, vilket finns för samtliga metodologiska tillvägagångssätt. Den kritik som riktas mot kvalitativ intervjuforskning berör främst urvalet av intervjupersoner (Dalen 2007, s. 16), där antalet respondenter och valet av respondenterna i högsta grad är ett moment som har inverkan på undersökningens slutprodukt. Utöver urvalet av intervjupersoner, har även valet av och utformandet av de empiriska frågorna som återfinns i intervjuguiden en effekt på studiens resultat, likasom urvalet av de teoretiska perspektiven på syndikering. Samtidigt är det dessa selektioner som format, avgränsat och lett undersökningen i den riktning som författarna ansett relevant.

2.4.2 Kritik mot empiriska källor

Beträffande rapportens tidsram, hade en längre undersökningsperiod förmodligen bidragit till att ytterligare organisationer hade intervjuats. Mer tid hade även inneburit en möjlighet att intervjua fler representanter från samma organisation, istället för att låta ett intervjuobjekt företräda ett helt bolag. Ett sådant scenario hade möjligen skapat högre tillförlitlighet och reliabilitet (Patel & Davidson 2014, s. 103) hos undersökningen, då chansen att fånga upp och därmed eliminera eventuella felvärden hade ökat. Viktigt att betona gällande antalet intervjuobjekt är att en större mängd intervjuer (Patel & Davidson 2014, s. 118) även kan försvaga studiens kvalitet om respondenterna inte besitter den kompetens som krävs för att genomföra utfrågningen och tolka frågeställningarna som författarna ämnar reda ut.

Utöver den begränsade tidsperioden, kan valet av standardisering och strukturering kring utformandet av intervjuguiden ha kommit att påverka undersökningens reliabilitet, då intervjun (med avseende på studiens syfte) upprätthöll en relativt låg nivå av standardisering och strukturering. Med tanke på att både respondenten och observatören ständigt gör bedömningar när de registrerar svar eller observationer, finns utrymme för olika typer av bedömarfel att uppträda. Genom att hålla en hög nivå av standardisering och strukturering i kombination med ett större urval av respondenter (Patel & Davidson 2014, s.104) kan en starkare tillförlitlighet skapas. För att kunna hålla en hög nivå av reliabilitet trots förutnämnda begränsningar och intervjuval tillämpades interbedömarreliabilitet, vilket innebar att alla intervjuer genomfördes av två observatörer i syfte att kontrollera tillförlitligheten. Efter avslutad intervju jämförde observatörerna sina registrerade svar i syfte att skapa överrensstämmelse kring respondenternas förklaringar. Detta tillvägagångssätt är effektivt i syfte att eliminera bedömningsfel.

Att skicka ett urval av frågorna till respondenterna kan betraktas ha en såväl positiv som negativ inverkan på rapportens slutprodukt. Med motiveringen att finna sakkunniga respondenter togs beslutet att skicka exempelfrågor till intervjuobjekten. Dessutom blev deltagarviljan starkare då respondenterna på förhand fick se vad för typ av frågor som intervjun skulle innehålla och att ingen konfidentiell information skulle sökas få reda på. De negativa konsekvenserna som uppstår då respondenterna på förhand får läsa somliga av intervjufrågorna är att spontaniteten i intervjun reduceras, samtidigt som intervjuobjekten kan konstruera i förväg bestämda svar. I syfte att undvika dessa problem valde samtalsledarna att öppna intervjun med att klargöra det faktum att urvalet av frågorna som skickades per mail möjligen har revideras, och att respondenterna bör fokusera på de frågor som de ställs inför under det pågående samtalet.

Gällande validiteten av de empiriska källorna har fokus riktats mot validitetsfrågor vid tolkningar och analytiska angreppssätt, vilket benämns tolkningsvaliditet (Dalen 2007, s. 119). Under genomförandet av denna studie har författarna ämnat finna inre samband mellan teori och empiri, vilket innebär att en tolkningsprocess har genomsyrat undersökningen. I syfte att upprätta en valid och objektiv tolkning av det tema som studerats har utgångspunkten varit att låta respondenternas insikter komma fram genom intervjuuttalandena. En förutsättning för att följaktligen kunna tolka respondenternas upplevelser är att respondenternas beskrivningar är tydliga och fylliga. I de fall då respondenterna inte besvarade frågan tydligt nog, gavs de ytterligare utrymme att förmedla sin upplevelse kring det berörda ämnet.

2.4.3 Kritik mot teoretiska källor

Samtliga källor som har använts i bakgrund-, problem- och teoriavsnittet har ställts inför ett antal utredande frågor berörande källans avsändare och budskap (Patel & Davidson 2014, s. 44). Med avseende på den komplexitet som föreligger vid

säkerställandet kring huruvida en källa förhåller sig objektivt eller inte till det studerade området, har fokus legat på att granska ursprungskällorna och i vilken kontext som dessa framställs i. Utöver en noggrann granskning av informationens ursprung, har de författare som står bakom källan granskats genom att dels undersöka vilket/vilken universitet, myndighet eller organisation som skribenten eller forskaren representerar samt inom vilket ämne deras specialkompetens ligger. En period av litteratursökning mynnade ut i ett urval som representerade de senaste och mest citerade rönen inom det valda forskningsfältet.

När information återges i en studie föreligger alltid risken att materialet deformeras som ett resultat av feltolkningar. Vid dessa tillfällen har återigen medbedömarreliabilitet tillämpats där bägge författarna läst och medkritiserat den information som återfinns i teoriavsnittet. Ytterligare en begränsning som föreligger gällande den teoretiska referensramen är osäkerheten för bortfall; Har utformandet och valet av perspektiven fångat syndikeringsbegreppet på ett grundligt sätt? Bortfallet är motiverbart med avseende på studiens omfång, de perspektiv som har använts är de som är framträdande inom syndikeringslitteraturen. Missuppfattningar har reducerats genom att författarna använt sig av flera källor som beskrivelse av ett och samma perspektiv på syndikering. Genom att nyttja fler källor som har som syfte att beskriva samma teori avtar risken för eventuella feltolkningar samtidigt som författarna belyser och beskriver olika saker och på olikartade sätt vilket fångas upp genom att nyttja minst två olika källor.

3. Teorin om syndikering

I detta avsnitt presenteras teorier och begrepp som beskriver och förklarar varför investerare går samman och syndikerar sina kapitalsatsningar istället för att genomföra fristående placeringar. Teoridelen kommer att inledas med en övergripande beskrivning av teorin om syndikering. Sedan presenteras en detaljerad förklaring av fem olika perspektiv på syndikering; (1) riskspridning- och riskreduceringsperspektivet, (2) kapitalperspektivet, (3) mervärdesperspektivet, (4) screening- och selekteringsperspektivet samt (5) deal-flow perspektivet.

”We shall define a *syndicate* to be a group of individual decision makers who must make a common decision under uncertainty, and who, as a result, will receive jointly a payoff to be shared among them”

(Wilson 1968, s. 119)

Begreppet syndikering innebär att en grupp venture capital-investerare gemensamt går samman och investerar i ett projekt under osäkra informationsförhållanden, men med vetskapen om att vinsten (eller förlusten) kommer att fördelas kollegialt mellan de samverkande aktörerna (Wilson 1968, s. 119). Motiven bakom syndikering är flera; under den första investeringsrundan kan syndikering ge upphov till bättre beslutsunderlag i avgörandet om venture capital-bolaget bör genomföra

kapitalsatsningen eller inte. Att ytterligare en eller två investerare är intresserade och villiga att riskera tid och pengar på företagsidén utgör en betryggande faktor för det venture capital-bolaget som leder investeringsrundan, den så kallade ledinvesteraren (Lerner 1994, s. 16). Syndikering är således ett redskap för en investerare att få sitt beslutstänkande bekräftat från en annan kunnig aktör, vilket benämns som en *second-opinion*; *"If two or three other funds whose thinking you respect agree to go along, that is a double check to your own thinking"* (Lerner 1994, s. 17). Erfarna venture capital-bolag nöjer sig dock inte med det faktum att andra investerare visat intresse för företagsidén, utan lägger under den första investeringsrundan stor vikt vid att syndikera med investerare som befinner sig på samma expertisnivå som dem själva. Under de senare investeringsrundorna är medinvesterares framgång av mindre betydelse eftersom det primära intresset är företagets prestation och tillväxtpotential (Lerner 1994, s.17).

Förutom selektering av projekt och screening, går syndikering att motivera utifrån tesen att ytterligare en investerare skapar ett *mervärde* (Brander et al. 2002, s. 423). Mervärde betraktas i detta sammanhang som den erfarenhet, kunskap eller information som en extra investerare kan bidra med. Alla venture capital-investerare har olika egenskaper att bistå med; somliga har förmågan att skapa en större eller trognare kundkrets eller kontaktnät, medan andra kan förse företaget med expertis inom organisering-, produktion- eller personalfrågor (Brander et al. 2002, s. 426). Skillnaden mellan syndikering i form av mervärde och selektering är att det sistnämnda hjälper investerare att sälla fram det bästa projektet, men har ingen inverkan på företagets förmåga att prestera över tid vilket mervärdet har (Brander et al. 2002, s. 434).

Förutom att syndikering underlättar selekteringen och screeningen samt skapar mervärde, bidrar saminvesteringar under initieringsfasen till större riskspridning och fler kassaflöden. Riskspridning via syndikering är ett sätt för investerare att diversifiera sina portföljer genom att dela risktagandet med andra aktörer och på så sätt försöka undvika att ensam stå inför eventuella osäkerheter (Markowitz 1959, s. 3-129). Vidare kan ytterligare en syndikeringspartner tillföra kapital (Brander et al. 2015, s. 571-618) vilket kan bidra till portföljbolagets utveckling och expansion. Avslutningsvis kan en medinvesterare bistå de övriga investerarna med kontaktnät (Hochberg et al. 2007, s. 251-301) inom venture capital-branschen vilket kan vara fördelaktigt för framtida investeringar.

3.1 Riskspridning- och riskreduceringsperspektivet

Ett av de dominerande motiven till syndikering som framgår inom finansiell litteratur är att investerare vill dela och reducera risk. Genom att göra flera mindre investeringar istället för få större investeringar uppnås portföljdiversifiering. Saminvestering möjliggör denna typ av riskspridning eftersom flera aktörers kapitaltillförsel gemensamt bildar till en tillräckligt stor investeringssumma (Lockett & Wright 2000, s. 376). Nobelpristagare Harry Markowitz myntade modern

portföljteori (modern portfolio theory). Modern portföljteori visar hur diversifiering kan användas för att optimera en investeringsportfölj. Olika typer av information kan användas för att analysera en portfölj, däribland framtidsanalys vilket blir det enda tillgängliga analysverktyget för VC-investerare som inte har någon historisk information att tillgå (Markowitz 1959, s. 3-34). En portfölj är *ineffektiv* så länge det går att uppnå högre avkastning, alternativt samma avkastning med lägre risk. Med andra ord innebär en *effektiv* portfölj den med högst avkastning, alternativt den med samma avkastning till lägst risk (Markowitz 1959, s. 129). Vidare påpekar Markowitz hur portföljdiversifiering är betydande både då investeringar är korrelerade och inte. Dock är portföljdiversifiering starkast då investeringar inte är korrelerade (Markowitz 1959, s.102). Vad gäller venture capital är korrelationen mycket svår att uppskatta innan en investering genomförs. Trots detta har diversifiering en stor betydelse för spridning av bolagsspecifik såväl som marknadsspecifik risk. Då syndikering kan innebära att en mindre summa kapital behöver investeras i ett portföljbolag möjliggörs diversifiering. Detta genom det finns kapital över att investera i andra portföljbolag istället för att satsa allt i en investering.

Risk kan således delas in i två kategorier (Lockett Wright 2001, s. 377), marknadsrisk (systematisk risk) och företagsrisk (osystematisk risk). Marknadsrisk rör en hel marknad eller segment medan företagsrisk rör den specifika investeringen. Båda risktyperna kan reduceras genom diversifiering. Marknadsrisk kan reduceras genom att investera i olika sektorer och företagsrisk kan reduceras genom att investera mindre summor i flera portföljbolag. Syndikering möjliggör diversifiering genom att låta varje enskild aktör investera en mindre summa i ett portföljbolag, eftersom att investeringarna tillsammans bildar en tillräckligt stor kapitalsumma. Riskspridning utgör därmed ett motiv till att syndikatinvestera.

3.2 Kapitalperspektivet

Det har påvisats (Leleux et al. 2001, s. 99) att offentliga venture capital-bolag adderar och ger understöd till den totala mängden kapital som finns tillgängligt på venture capital-marknaden. Utöver att skapa mer tillväxtkapital på marknadsnivå, har tidigare forskning (Brander et al. 2015, s. 573) byggt vidare på resonemanget genom att förklara hur offentliga venture capital-bolag även kan skapa additionalitet på företagsnivå, det vill säga att fler investerare och investeringsrundor ger upphov till att en större mängd kapital investeras i startup-företaget (Ozmel et al. 2013, s. 656-669). Teorin om additionalitet testas i en studie (Brander et al. 2015, s. 571-618) som baseras på portföljbolag i 25 olika länder. Additionalitetsteorin bekräftas i studien och det konkluderas vidare att portföljbolag som försetts med offentligt venture capital dessutom förses med en större mängd privat venture capital. De portföljbolag som tilldelas en blandning av offentligt och privat venture capital tillhandahåller således mer kapital totalt än de som endast tilldelas den ena typen av tillväxtkapital. Ytterligare en betydelsefull slutsats är att en större kapitalmängd ökar sannolikheten för en lönsam exit (Brander et al. 2015, s. 614). Detta innebär att en större mängd kapital är gynnsam för såväl entreprenören som investerarna. Sannolikheten för en

lönsam exit beror inte på *typen* av kapital om det är offentligt eller privat, utan beror snarare på *mängden* kapital som investeras. Av den anledningen skulle samtliga investerare ha incitament att locka fler investerare att delta i en investering, vilket motiverar genomförandet av syndikatinvesteringar.

3.3 Mervärdesperspektivet

Lockett och Wright (2001, s. 375-390) presenterar ett resursbeaktande motiv till syndikering. Varje investerare besitter en mängd unika mervärden som denne har kontroll över. Dessa resurser kan vara antingen konkreta som exempelvis kapital, eller abstrakta såsom kunskap och expertis. Saminvestering blir ett sätt för investerare att dra nytta av andra investerares unika resurser. Vilken typ av resurs som är av störst värde kan bero på om den aktuella investeringsrundan är i ett tidigt eller sent skede (Lockett & Wright 2001, s. 378). I tidiga rundor spelar resurser i kategorin expertis och information stor roll för att kunna förutspå utfallet av en investering. Framförallt blir detta viktigt i den första investeringsrundan. Däremot i senare investeringsrundor spelar främst de finansiella resurserna roll för att uppnå adekvat tillförsel av kapital. Exempelvis i en situation där en investerare upplever att varken de själva eller portföljbolagets ledning har tillräcklig kunskap för att investeringen ska nå sin fulla potential finns incitament att saminvestera med en aktör som anses ha den kunskap som krävs för just den investeringen.

Brander et al (2002, s. 449-450) testar en mervärdeshypotes (value-added hypothesis) i en studie om syndikering på venture capital-marknaden. Hypotesen testar huruvida saminvesteringar har högre genomsnittlig avkastning än fristående investeringar. Denna hypotes finner betydande stöd i studien. Av portföljbolagen som studerats har de som saminvesterats i haft högre genomsnittlig avkastning än de som ensaminvesterats i. Av detta resultat drar Brander et al (2002, s. 449-450) slutsatsen att venture capital investerare utöver kapital bidrar med abstrakta resurser som ökar värdet på investeringen. Fler investerare innebär alltså en större mängd resurser, vilket är förklaringen till att saminvesteringar i genomsnitt har högre avkastning än fristående kapitalsatsningar. Med tanke på de gynnsamma effekter som abstrakta resurser bidrar med utgör resursperspektivet ett incitament för saminvestering.

3.4 Screening- och selekteringsperspektivet

Teorin om screening myntades av den amerikanske ekonomen Joseph E. Stiglitz på 1970-talet. Screening innebär identifiering och bedömning av ett objekts kvalitet, eller en individs förmåga. I syfte att förklara principen sätts teorin initialt i en arbetsmarknadskontext. En arbetsgivare screenar en medarbetare, och desto skickligare medarbetaren är desto mer villig är denne att avslöja sina goda kvalitéer för arbetsgivaren (Stiglitz 1975, s. 286). Den mindre skickliga medarbetaren missgynnas av att den skickliga medarbetaren avslöjar sina kvalitéer, eftersom det medför att den mindre skickliga medarbetaren får sämre chans till lön och arbete. Screeningen sker därmed delvis på bekostnad av den mindre skickliga medarbetaren, och delvis även på bekostnad av arbetsgivaren som får betala ut högre lön. Vinsten av

screening fördelas mellan arbetsgivaren som får högre produktivitet och den skickliga medarbetaren som får högre lön.

Grundteorin om screening har ofta satts i en investeringskontext, både genom att screena investeringar och genom att screena medinvesterare. Vid saminvesteringar är det vanligt att screena övriga investerare i syfte att samarbeta med de som är så skickliga och erfarna som möjligt. Att välja investering eller investeringspartner kallas selektering. Screening och selektering hänger samman på det sätt att screening ger möjlighet till selektering. Exempelvis kan inte ett aktivt val av medinvesterare (selektering) göras utan att ha gjort en bedömning av dennes förmåga (screening). Erfarna investerare har ofta förmåga att göra de mest precisa screeningarna av investeringar. Av denna anledning tenderar erfarna investerare göra få saminvesteringar jämfört med oerfarna investerare (Casamatta et al. 2007, s. 369). Detta eftersom de erfarna inte vill avslöja sin goda insikt i ett visst projekt till en utomstående part och därmed riskera att rivaler uppstår som konkurrerar om investeringsmöjligheten. För mindre erfarna investerare å andra sidan kan erfarna investerares screenings ha en guidande roll, vilket utgör ett motiv för syndikering.

Med utgångspunkt i grundteorin kan medinvesterare dels jämföras med medarbetare, desto mer kapabla de är desto större blir chansen till att få delta i ett lovande investeringsprojekt och få hög avkastning (lön). Vidare kan en investerare även jämföras med arbetsgivaren, att inkludera medinvesterare medför dels en kostnad i form av delad vinst men också potentiellt ökad avkastning på investeringen (produktivitet). Screening spelar således en viktig roll i investeringssammanhang, antingen genom att kunna screena investeringsmöjligheter eller genom att ta del av andra investerares screenings. Det sistnämnda benämns för second-opinion. Screening- och selekteringsaspekten (Lerner 1994, s. 16-27) kan därför utgöra en anledning framförallt för mindre erfarna venture capital-bolag att saminvestera.

3.5 Deal-flow perspektivet

Med begreppet deal-flow menas strömmen av potentiella investeringar som ett venture capital-bolag erbjuds delta i (Hochberg et al. 2007, s. 296). Högt deal-flow är eftersträvansvärt eftersom att ett stort urval av möjliga investeringar ökar chansen att kunna välja ut de investeringar som ger allra högst avkastning. Deal-flow skapas genom kontaktnät, desto fler kontakter en venture capital-organisation har desto fler investeringar tenderar de bli erbjudna att delta i. Ett sätt att bygga upp ett gediget kontaktnätverk är genom syndikering. Ett VC-bolag kan i syfte att vidga sitt kontaktnät bjuda in aktörer till att medverka i en planerad investering, vilket sannolikt leder till att venture capital-bolaget i gengäld blir erbjudet att i framtiden delta i deras investeringar.

För att bygga kontaktnätverk och bli erbjuden deltagande i lovande saminvesteringar är VC-aktörens anseende av betydelse (Lerner 1994, s. 18). Främst baseras ett riskkapitalbolags anseende på avkastningsgraden i tidigare investeringar. Med detta i

åtanke kan det finnas incitament hos venture capital-bolag att genomföra investeringar i lovande portföljbolag en kort tid innan exit, eftersom att utfallet av investeringen i detta skede kan förutspås relativt väl. Även om avkastningen blir låg gynnar investeringen bolaget genom att förbättra deras anseende i branschen, vilket i sin tur leda till ett ökat deal-flow. Med andra ord borde venture capital-investerare som vill öka sitt deal-flow bjuda in aktörer med störst potential att återgälda tjänsten till att delta i deras saminvesteringar.

4. Empiri

Empiriavsnittet inleds med en sammanställning av de organisationer och respondenter som har intervjuats, varav befattning, intervjudatum och intervjumetod anges i tabellen nedan. Fortsättningsvis fortskrider empirin genom en kort presentation av respektive bolag samt en framställning av det empiriska resultatet som erhållits genom intervjuerna.

4.1 Sammanställning av organisationer och respondenter

Tabell 1: Genomförda intervjuer

Organisationsnamn	Respondentens befattning	Intervjudatum	Intervjumetod
Almi Invest	VD, Fund Manager	17-05-19	Mötesintervju
GU Ventures	Investeringsansvarig	17-05-03	Mötesintervju
Industrifonden	Investeringsansvarig	17-05-11	Telefonintervju
Sjätte AP-fonden	Chef Direktinvesteringar	17-05-05	Mötesintervju
SLU Holding	Senior Innovations- & Affärsrådgivare	17-05-10	Telefonintervju
Swedfund	Senior Investment Manager	17-05-05	Telefonintervju

Tabellbeskrivning: Tabellen visar de företag som intervjuats, respondentens befattning, tillfälle då intervjun hölls samt hur intervjun genomfördes.

4.2 Almi Invest

4.2.1 Bakgrundsbeskrivning

Almi företagspartner AB är moderbolag till Almi Invest AB, vilket i sin tur består av åtta regionala riskkapitalbolag. Den lokala uppdelningen har som syfte att skapa närvaro på marknaden och kunna sammanföra entreprenörer och idéer över landet. Almi Invest investerar i bolag där kundefterfrågan är tydlig och där potential finns att

expandera både nationellt och globalt, men inriktar sig inte på någon specifik bransch. Bolaget utför årligen cirka 70 investeringar och förvaltar kapital om 3 miljarder kronor vilket gör dem till en av de stora aktörerna på den svenska venture capital-marknaden (Almi Invest 2017). Almi Invest Västsverige AB som intervjuats i den här studien förvaltar mellan 500 och 600 miljoner kronor i cirka 70-80 bolag, och är därmed det största av de åtta regionala riskkapitalbolagen. Investeringsbeloppen under den första investeringsrundan ligger vanligen mellan 1-3 miljoner, och ackumulerat 10 miljoner per bolag med följdinvesteringar inräknade. Ägarandelar i portföljbolagen är vanligen mellan 15 % och 25 %. Almi Invest får enligt lagstadgade restriktioner från EU inte ensaminvestera, eftersom att de delvis finansieras av Europeiska Unionen. Detta gör att respondenten kan prata om generella fördelar med investeringspartners, men inte jämföra saminvesteringar med fristående investeringar (Respondent Almi Invest, 2017).

4.2.2 Empiriskt resultat

Almi Invest Västsverige AB investerar i en bredd av branscher vilket naturligt leder till en viss mån av portföljdiversifiering. Dock anser respondenten att portföljdiversifiering som riskminimerande strategi skulle kunna utvecklas vidare inom företaget. Dessutom föreslås en ytterligare strategi för att minimera risk, att investera mer i senare faser. För närvarande görs en stor andel av investeringarna i en mycket tidig såddfas vilket är betydligt mer riskfyllt än att investera i senare faser. Ägande om 49 % som är den lagstadgade maxgränsen uppnås sällan, utan bolaget föredrar ägande mellan 10 % -20 %. Efter följdinvesteringar gjorts brukar ägande dock hamna runt 15 % -20 %. Den primära anledningen till att mindre ägarandelar föredras är inte att minimera risk genom syndikering, utan snarare för att fylla sin uttalade funktion på marknaden. Almi Invest ska inte vara en statlig ägare, utan snarare finnas till för att minska risken för de privata investerarna.

Det finns sällan möjlighet att välja bland potentiella saminvesterare, istället nöjer bolagets sig med det kapital som tillskjuts investeringen. Dock har det hänt att Almi Invest motsatt sig att en viss investerare deltar i en av deras investeringar, men sådant sker mycket sällan. De resurser som värdesätts hos en medinvesterare är främst deras kapital som är essentiellt i investeringen, men också deras förmåga och tid att engagera sig i investeringen. I många fall tar Almi Invest en aktiv ägarroll då deras medarbetare har god kunskap och erfarenhet av att driva bolag. Ägarrollen är dock inte deras huvuduppgift och det uppskattas därför när medinvesterare aktivt åtar sig den rollen. Då Almi Invest arbetar med ett brett spektrum av branscher är sektorspecifik kunskap en uppskattad komponent som en medinvesterare kan bidra med till en investering. Respondenten understryker dock att kapitalet är det absolut viktigaste som en medinvesterare kan bidra med, annars hade inte syndikatinvesteringen över huvud taget varit möjlig. Brist på kapital är enligt respondentens erfarenhet en vanligt förekommande orsak till att en kapitalsatsning misslyckas och det upplevs ofta svårt att hitta medinvesterare i den region som Almi Invest Västsverige arbetar i.

Eftersom kapitalet är den mest essentiella komponenten hos en medinvesterare görs endast en lättare screening av medinvesterare innan ett syndikat ingås. Det som undersöks är främst förmågan att tillskjuta kapital i framtida investeringsrundor, samt mängden tid medfinansiären har möjlighet att lägga ner på att driva bolaget. Monetära tillgångar är således ett starkt argument till varför Almi Invest genomför syndikatinvesteringar, bortsett från lagstadgade restriktioner.

Användandet av kontaktnät för att få tillgång till investeringar skiljer sig åt beroende på region i landet. I Västsverige behöver Almi Invest i princip aldrig leta efter investeringsmöjligheter utan har ett stort deal-flow i form av entreprenörer som själva hör av sig till dem med investeringsförfrågningar. Kontaktnät är dock viktigt och Almi Invest deltar ofta i tillställningar där de visar upp sin verksamhet. Efter dessa möten har respondenten upplevt att inströmningen av investeringsförfrågningar tillfälligt ökar, och att kontaktnätet därför har en påverkan på företagets deal-flow.

4.3 GU Ventures

4.3.1 Bakgrundsbeskrivning

GU Ventures är ett venture capital-bolag som investerar i affärsidéer som tar ursprung i någon av Göteborgs Universitets fakulteter. Investeringar görs därmed inom en mängd olika affärsområden, men främst inom Life Science vilket inkluderar bland annat medicin och bioteknik. Investeringar väljs ut baserat på potential att förbättra och effektivisera branscher, eller allmännytta för samhället (GU Ventures, 2017). Bolaget tillämpar ett investeringstak på 1,5 miljoner kronor men genomför vanligen investeringar som uppgår till cirka 100,000 till 200,000 kronor i startkapital (Respondent GU Ventures, 2017).

4.3.2 Empiriskt resultat

Det utmärkande draget hos GU Ventures i en jämförelse med de andra intervjuade bolagen är kravet om att företagsidéerna som de finansierar skall ha en anknytning till Göteborgs Universitet. Med avseende på denna restriktion, menar respondenten att den selektion av startupföretag som en medinvesterare kan bidra med inte är ett starkt motiv till varför de väljer att genomföra syndikatinvesteringar. För GU Ventures ser verkligheten annorlunda ut, de krav och grunder som måste vara uppfyllda för att en affärsidé ska förses med tillväxtkapital utgör snarare det underlag som avgör vilka entreprenörer de väljer att satsa på.

”Jag tror det beror på att vi har vårt underlag, idéer utifrån är jättebra men de måste ha en anknytning till Göteborgs universitet och av den anledningen är vi lite speciella”.

Respondent GU Ventures, 2017

Att öka mängden kapital är ett starkare argument som motiverar behovet av att investera tillsammans med andra aktörer. Som svar på frågan ifall brist på kapital är

en vanlig orsak till att investeringar misslyckas, menar respondenten att för lite kapital kan vara en orsak till att företaget inte kan vidareutvecklas. Respondent menar på att GU Ventures i de flesta fallen tillskjuter kapital själva under företagsidéns första finansieringsrunda, men i ett tidigt stadiet undersöker och försöker finna fler lämpliga investerare såsom statliga riskkapitalbolag, företag eller affärsänglar. Respondenten menar på att investeringssamarbeten, utöver ett monetärt bidrag dessutom tillskjuter kompetens som är värdefull.

Som respons på frågan om vad för resurser som GU Ventures värdesätter hos en samfinansierare sa respondenten att expertkunskap inom området är jätteviktigt. Inom life science branschen är kunskap om läkemedelsutveckling och läkemedelstillverkning värdefullt och utgör ett motiv till varför bolaget genomför syndikatinvesteringar. Utöver branschspecifik kunskap är finansiell expertis såsom erfarenheter kring hur ett företag skall förberedas för aktiemarknaden viktigt information att tillhandahålla från en samarbetspartner. Respondenten menar på att man för samtliga medfinansierare har en så kallad "whishlist" som beskriver den perfekta saminvesteringen och som skulle komplettera det egna bolaget på ett effektivt sätt. Som ett resultat av den krassa verkligheten, där det är relativt svårt för entreprenörer att finna finansierare måste dock GU Ventures kolla berett och föra diskussioner med flera saminvesteringar som kanske tyvärr inte fullt ut besitter de kunskaper som är önskvärda från GU Ventures sida.

Vidare skildrar respondenten att GU Ventures vanligen på förhand har kännedom om de investerare som de genomför syndikatinvesteringar med, vilket innebär att de inte lägger speciellt mycket tid och resurser på att undersöka dem. De väsentligt i det läget är snarare avtalet. Situationen blir dock annorlunda om medfinansieraren är okänd sedan innan, till exempel om det är ett venture capital bolag utanför Sverige. I de fallen screenar GU Ventures vilka samarbetspartners dem har, vad bolagets agenda är samt ifall deras målsättning är lång- eller kortsiktig.

Vid förfrågan ifall GU Ventures använder portföljdiversifiering som en metod för att reducera risk, svarade respondenten att det är svårt att arbeta strukturerat med diversifiering eftersom att de ska ta hand om de idéer som kommer från Göteborgs Universitet, vilka mestadels är inom medtech-industrin. Samtidigt rangordnar respondenten riskminimering och kapital som en delad förstaplats gällande motiven till varför bolaget väljer att genomföra syndikerade investeringar med motiveringen att en medfinansierare reducerar den företagsspecifika risken.

4.4 Industrifonden

4.4.1 Bakgrundsbeskrivning

Industrifonden grundades 1979, då med fokus på investeringar i industrisektorn. På senare år har fokusområdet istället rört sig mot teknologi och life science. Bolaget arbetar enbart med rena venture-capital investeringar, ibland kortsiktiga och ibland med långsiktigt och aktivt ägande. Industrifonden har under åren investerat i över

1,000 bolag vilket gör dem till en stor och etablerad aktör på den svenska riskkapitalmarknaden (Industrifonden u.å.). Investeringar görs i regel inte under 10 miljoner och med ägarandelar mellan 10-49% (Respondent Industrifonden, 2017).

4.4.2 Empiriskt resultat

Eftersom de offentliga riskkapitalbolagen har tydliga fokusområden blir det i respondentens erfarenhet svårt att gardera sig mot marknadsrisk genom portföljdiversifiering, då bolagen har inrättats för att investera endast i vissa sektorer. Däremot är antalet portföljbolag stort vilket möjliggör portföljdiversifiering inom marknadssegmentet. Risken bolaget tar är således stort, men minskar väsentligt vid saminvesteringar till följd av den gemensamma prissättning som görs på portföljbolagen. Då ett statligt riskkapitalbolag bedömer ett visst värde på ett bolag, och en eller flera privata riskkapitalaktörer bedömer samma värde utgör det en benchmark som är värdefull för att minska risken för överprissättning. För statliga aktörer blir denna mekanism särskilt viktig för att kunna uppvisa lämplig användning av statliga medel, samt att man följer den privata marknaden. Respondenten understryker vikten av riskspridning inom venture capital-industrin. Jämfört med private-equity/buyout där en investerare själv tar kontrollen över en investering så bygger venture capital på att dela risk med andra investerare.

En medinvesterares kunskap och erfarenhet anses också vara en viktig faktor för att lyckas med en saminvestering. Både i form av branschspecifik expertis och kunskap om att få bolag att växa. Det viktigaste är att ha erfarenhet av att framgångsrikt ha drivit en investering som i viss mån liknar den aktuella. Den kunskap och expertis som behövs kan tillföras till en investering på olika sätt, antingen genom att medinvesterare innehar denna kunskap eller att styrelseledamöter väljs in som besitter kunskapen. Majoriteten av de som arbetar på ett riskkapitalbolag tycks vara generalister nämner respondenten. Med detta menas att de har bred kunskap om venture capital-investeringar överlag, men kanske inte alltid den specifika kunskap som behövs i en viss sektor eller bransch. I dessa fall tillförs kunskapen ofta genom att tillsätta lämpliga styrelseledamöter. På så sätt går nödvändig kunskap att tillföra till en investering även om inte investerarna själva har den kunskapen.

Vad gäller att screena medinvesterare inför en investering behöver det arbetet i ett litet land som Sverige inte vara speciellt omfattande. De flesta i branschen känner varandra och fortsätter gärna investera tillsammans om samarbetet fungerat väl. Den största problematiken som kan uppstå i samspelet mellan två investerare är att ägaragendan inte stämmer överens. Med ägaragenda menas allt från tidshorisont på investeringen till målsättning om hur bolaget ska utvecklas. En gemensam ägaragenda är essentiell för att uppnå en lyckad investering, vilket respondenten kommenterar såhär;

”Att man har samsyn, att vi gör den här investeringen nu, vi vill att de här pengarna ska användas till A,B,C och D. Om fyra år så vill vi att bolaget ska ha uppnått den

här omsättningen och då vill vi kanske kunna expandera ytterligare eller vi kanske vill inleda en försäljningsprocess. Att man har en gemensam ägaragenda det är det viktigaste av allt. Att ha en gemensam ägaragenda.”

Respondent Industrifonden, 2017

Synen på investeringen är således det viktigaste att undersöka hos en investeringspartner när ett syndikat ingås, men ibland kan en investerares ägaragenda ändras över tid. En investeringspartners direktiv inom bolaget kan ändras exempelvis på grund av ägarbyte eller VD-byte, och med ändrade direktiv revideras också förhållningssättet till den redan ingångna investeringen. Detta kan leda till komplikationer vid fullföljandet av en investering. Ytterligare ett viktigt kriterium hos en medinvestor är att den bör ha likartade kapitalresurser. Om ett venture capital-bolag investerar med en privat investerar i första finansieringsrundan kan det bli så att venture capital-bolaget står ensamt kvar i kommande rundor när kapitalet sinar för den privata investeraren. Det är även vanligt att en investering kostar mer pengar och tar längre tid än vad den ursprungliga planen förutspått. I dessa lägen krävs kapitalstarka medinvestor som kan skjuta till extra kapital när det behövs. En gemensam agenda och likartad kapitaltillgång blir tillsammans två viktiga faktorer att beakta hos en saminvestor och som motiverar syndikatinvesteringar.

För att hitta de bästa investeringsmöjligheterna är kontaktnätet av stor vikt. Även att göra sig attraktiv i branschen genom att visa upp lyckade investeringar är betydelsefullt i syfte att uppnå ett gediget deal-flow menar respondenten för Industrifonden.

4.5 Sjätte AP-fonden

4.5.1 Bakgrundsbeskrivning

Sjätte AP-fonden har likt de övriga fyra AP-fonderna i uppdrag att förvalta allmänt pensionskapital. Bolagets styrelse utses av regeringen och består av fem ledamöter. Det som utmärker sjätte AP-fonden är att de endast investerar i onoterade bolag, och investerar därmed i tidigare faser än de övriga AP-fonderna. Dessutom är sjätte AP-fonden en stängd fond vilket innebär att in- och utbetalningar inte görs utan istället återinvesteras allt kapital, och på samma sätt står fondkapitalet för eventuella förluster (Sjätte AP-fonden 2017). Huvudsyftet med verksamheten är maximerad avkastning för att förvalta pensionärernas kapital på bästa möjliga sätt. Totalt förvaltar fonden kapital om cirka 11 miljarder kronor. Sjätte AP-fonden arbetar inom två huvudsakliga verksamhetsområden, fondinvesteringar och direktinvesteringar. Sjätte AP-fonden har ingen egen venture capital-verksamhet men på fondinvesteringssidan görs venture investeringar genom fondinvesteringar. På direktinvesteringssidan arbetar bolaget endast med private-equity/buyout (Respondent Sjätte AP-fonden, 2017).

4.5.2 Empiriskt resultat

Sjätte AP-fonden arbetar noggrant med att hantera marknadsrisk, och diversifierar sin portfölj genom att inte investera för stor andel inom en viss sektor. I de

saminvesteringar som bolaget har erfarenhet av har det upplevts att risken minskar jämfört med vid ensaminvesteringar, framförallt genom att de får en second-opinion. När både sjätte AP-fonden och ett ytterligare riskkapitalbolag gjort liknande utvärderingar stärks sannolikheten att investeringen ger avkastning. Dock ser inte bolaget att det extra kapital som tillskjutas av en saminvesterare nödvändigtvis bidrar till att öka lyckandegraden i en investering. En misslyckad investering beror på investeringen i sig, inte på kapitalmängden. Detta kan dock bero på att bolagets investeringar alltid är så stora, att brist på kapital i princip inte existerar.

Medinvesterarens kompetens och resurser anses vara av stor betydelse vid en saminvestering, och bolaget söker därför aktivt investeringspartners som kan bidra med relevant kunskap och expertis till en investering. Investeringspartners som bidrar med kapital men inte involverar sig på annat sätt blir därför inte aktuella att samarbeta med. I och med att vikten av rätt saminvesterare är så stor görs utförliga screenings av potentiella medinvesterare innan ett samarbete ingås. Arbetet utförs vanligtvis av två medarbetare och tar cirka en vecka. Materialet i rapporten innehåller allt från intervjuer till en granskning av medinvesterarens räkenskaper. Det förekommer att investeringspartners nekas till följd av att de inte uppfyllt de kriterier som ställts i granskningen. I de fall en investerare nekas beror det dock ofta på att parternas incitament skiljer sig åt. Exempelvis kan det vara så att ett familjeföretag som investerare vill göra en investering till en del av deras kärnverksamhet, medan Sjätte AP-fonden tillämpar sin tidshorisont på 7-10 år, inom vilken investeringen har för avsikt att säljas av.

Nätverk understryks av respondenten som en viktig del i att skapa ett omfattande deal-flow. Sjätte AP-fonden arbetar enligt respondenten aktivt med att upprätthålla goda kontakter genom att medverka på möten och sammankomster där de påminner om sin vilja att göra saminvesteringar.

4.6 SLU Holding

4.6.1 Bakgrundsbeskrivning

SLU Holding har primärt ett samhällsutvecklande syfte med fokus på miljö och hållbar utveckling. Bolaget arbetar i samarbete med forskare och studenter vid SLU, som står för Sveriges Lantbruksuniversitet (SLU 2017). SLU Holding bedriver både innovationskontor och investeringsverksamhet i ett och samma bolag. Vid universitet som bedriver venture capital-verksamhet är det annars vanligt att dessa utövas separat, men i tätt samarbete. Innovationskontoret bistår forskare och studenter med rådgivning kring olika sätt att kommersialisera sina forskningsresultat samt hur de kan vidareutvecklas. Investeringsbelopp ligger vanligtvis mellan 200,000 till 1,000,000 kronor per bolag, totalt över samtliga investeringsrundor (Respondent SLU Holding, 2017).

4.6.2 Empiriskt resultat

SLU Holding arbetar i princip uteslutande i mycket tidiga stadier, vilket gör risken särskilt hög i deras investeringar. Risknivån har medfört en viss problematik kring att finna medinvesterare som är villiga att ta samma risk. Av den anledningen görs inte syndikerade investeringar så ofta som skulle vara önskvärt från bolagets sida. I syfte att minska den särskilt höga risken har företaget på senare tid ändrat sin strategi från att göra få stora investeringar till att diversifiera sin portfölj genom ett större antal mindre investeringar. Utöver detta upplever företaget att risken vid en saminvestering är mindre än risken vid en ensaminvestering. Dels för att deras egen kapitalsatsning inte behöver vara lika stor, men också för att medinvesteraren ofta har erfarenhet som hjälper investeringen att drivas framåt och lyckas. Då fokus ligger på forskning finns oftast den ämnesspecifika kunskapen redan på plats, däremot är marknads- och försäljningskompetens två mycket uppskattade resurser hos medinvesterare. Trots detta har fortfarande kapitalet en central roll med tanke på företagets jämförelsevis låga investeringstak, vilket kommenteras på följande sätt:

”Kapitalet i sig är ju jätte värdefullt eftersom vi sällan har möjlighet att täcka allt som behövs, men egentligen ännu viktigare är ju deras expertis eller erfarenhet som kan bidra till bolagets utveckling.”

Respondent SLU Holding, 2017

Dock har företaget ofta inte möjlighet att välja ut de mest lämpade medinvesterarna att delta i en investering, eftersom investerare i många fall ställer sig motvilliga till att ta den höga risken. Därmed accepteras vanligen den investerare som är villig, förutsatt att den håller måttet för företagets screening. SLU Holding investerar ofta tillsammans med partners som de känner väl, men ibland kommer nya aktörer in i bilden. Vid dessa tillfällen brukar en lättare screening göras där eventuella skrivelser om bolaget i media ses över. Vid endast ett fåtal tillfällen har screeningen lett till att SLU tackat nej till en förfrågan om saminvestering, och i dessa fall inte med riskkapitalbolag utan med privata investerare. Respondenten understryker att det i egenskap av offentlig aktör är extra viktigt att försäkra sig om att samarbeten sker med uppriktiga bolag där inga oklarheter råder.

Då SLU Holding praktiskt taget arbetar i anslutning till sitt deal-flow, som är universitetet, finns ingen strävan att bredda kontaktnätet i syfte att finna investeringsmöjligheter. Däremot kontaktas ibland personer i nätverket för en second-opinion på tänkbara investeringar med avsikt att undersöka dess tillväxtpotential.

4.7 Swedfund

4.7.1 Bakgrundsbeskrivning

Swedfund är den svenska representanten i en grupp europeiska organisationer som definieras som Development Finance Institutions, DFI (Respondent Swedfund, 2017). Verksamhetens målsättning är att bota fattigdom genom att stödja och främja företagande i utvecklingsländer. De projekt som investeras i har huvudsakligen

sociala syften, såsom att förbättra levnadsvillkoren för människor som förtrycks eller lever i fattigdom (Swedfund u.å.). Då svenska staten står som uppdragsgivare följer Swedfund de aktuella statliga riktlinjer som fastställts för biståndsinvestering samt ett antal internationella riktlinjer och policyer. Swedfund har kontor i Stockholm och Nairobi i Kenya. Investeringsstorlekar varierar från ett minimum på 2 miljoner USD upp till 15 miljoner USD (Respondent Swedfund, 2017).

4.7.2 Empiriskt resultat

Att saminvestera upplevs av Swedfund betydligt mindre riskfyllt än att ensaminvestera, men investeringspartners egenskaper spelar stor roll. Kapitalstarka och pålitliga partners är nödvändigt eftersom risken är särskilt hög på de marknader och marknadssegment där Swedfund investerar. Risk innefattas av ett antal komponenter utöver de som är vanliga i Sverige; korruptionsrisk och politisk instabilitet två typer av risk som ska hanteras. Att kunna tillföra kapital kontinuerligt i en investering är viktigt, men brist på kapital är i sig inte en anledning till att en investering misslyckas. På frågan om huruvida investeringar kan misslyckas på grund av kapitalbrist svarar respondenten såhär;

”Nej, jag skulle inte säga så. Jag skulle säga att brist på kapital är ett symptom av någonting annat. Att planerna inte fungerar, att vi inte har gjort hemläxan ordentligt, partnererna har inte förstått marknadens villkor och så vidare.”

Respondent Swedfund, 2017

I faser där kapitalet börjar brista har det hänt att Swedfund sökt investeringspartners endast för att öka mängden kapital som tillförs en investering. Dock bör det ses som en varningsflagga att investeringen kräver mer kapital än vad som planerat, ett tecken på att investeringen sannolikt kan komma att misslyckas. En sådan investering är ofta svår att sälja in till en ny investerare, men kapitalbristen kan även vara en missbedömning som sedan leder fram till en lyckad investering.

Vad gäller resurser som medinvesterare bidrar med ses kapital som en förutsättning, och medinvesteraren måste satsa lika stor summa eller mer. Det är också viktigt att medinvesteraren har kunskap om den verksamhet som investeras i. Ytterligare en faktor som beaktas hos en medinvesterare är hur de betett sig i tidigare investeringar, om de fullföljer sina åtaganden och håller vad de lovar. För få en så bra bild som möjligt av en medinvesterare innan investeringen påbörjas kan omfattande tid och resurser läggas på att screena en medinvesterare. Inom Sverige går det arbetet relativt snabbt, parterna känner ofta varandra sedan tidigare och har lätt att få kontakt. Med utländska partners kan screeningen däremot se annorlunda ut, och det händer varje månad att investeringspartners nekas om inte screeningen visar tillräckligt bra resultat;

”När vi går ner och investerar i Myanmar eller i Etiopien så kan vi lägga ner månader på att kartlägga ägarstrukturer och vad som har gjort tidigare med hjälp av

internationella bolag, det kallas integrity checks. Vi kan lägga ner hundratusentals kronor på att få en rapport hur dem har bettet sig i affärer tidigare och vad dem har för rykte och så vidare. Det är väldigt viktigt”.

Respondent Swedfund, 2017

Att screena sin investeringspartner är av stor vikt i en initial fas, men om samarbetet fungerat har inte screening någon betydelse i senare faser. Swedfund arbetar aktivt med att utveckla sitt kontaktnät, bland annat genom egna seminarier och evenemang för att nå ut och berätta om sin verksamhet. Inom branschen är det även mycket viktigt att ha ett gott rykte för att få erbjudanden om framtida investeringsmöjligheter.

4.8 Ranking av fördelaktiga resurser

I en avslutande fråga under intervjun ombads respondenterna rangordna fem fördelaktiga resurser som en medinvestorare kan bidra med. Dessa fem resurser är baserade på de fem teoretiska perspektiv som studien bygger på. Nedan framställs en kort beskrivning av de fem resurserna samt en sammanfattning av vad som kommenterades kring respektive resurs.

- **Riskspridning och risksreducering** att risken minskar om flera parter deltar i investeringen och ger upphov till portföljdiversifiering.
Kapital att fler investerar leder till mer kapital vilket ökar chansen till avkastning.
- **Expertis och kunskap** att medinvestorare bidrar med abstrakta mervärden som exempelvis branschspecifik expertis och kunskap kring bolagstillväxt.
- **Screening och selektering** att investerar med gott anseende underlättar vid selektering av investeringsprojekt och samfinansiärer.
- **Kontaktnät** att få tillgång till saminvestorarens kontaktnät och deal-flow

Av den sammanlagda rankingen framkom att kapital rankades högst (1), tätt följt av expertis och kunskap (2), sedan kom riskspridning och riskreducering (3) följt av kontaktnät (4) och till sist screening och selektering (5).

Det som kommenteras kring den högst rankade resursen kapital är att den utgör grundpelaren i en investering. Om alla övriga resurser och faktorer var på plats skulle ändå inte en saminvestering kunna ske utan kapital. Dessutom är det så att ett flertal av respondenterna arbetar på organisationer som gör förhållandevis små investeringar (GU Ventures, SLU Holding och Almi Invest) i varje portföljbolag och är följaktligen beroende av medinvestorares monetära resurser. Vidare påpekas att det är viktigt att medinvestoraren kan tillskjuta kapital över tid och inte bara vid första investeringsrundan. En av de som inte rankade kapital fullt så högt menar att kapital endast har ett bevisvärde (Sjätte AP-fonden), att den som investerar mycket kapital visar att den tror på idén.

Expertis och kunskap ansågs också vara en starkt värderad resurs och rankas i toppskiktet av samtliga respondenter. Här understryks generellt att respondenterna i egenskap av medarbetare på venture capital-bolag har en bred kunskap inom venture capital, men mer fördjupande och ämnesspecifik kunskap kring företagsidén kan ibland saknas och det värdesätts därför om medinvesteraren istället besitter den kunskapen. Ytterligare en abstrakt resurs som påpekas som betydelsefull är tid att lägga ner på investeringen och pålitlighet, att medinvesteraren håller vad den lovar och att det finns en gemensam målsättning.

Riskspridning och riskreducering kom på tredje plats i den sammanlagda rankingen, det uttrycktes att riskminimering är viktigt men samtidigt är riskfaktorn en förutsättning inom venture capital. Utan en relativt hög risk skulle inte heller hög avkastning kunna uppnås. Vidare finns en stor del av risken i marknaden och kan inte påverkas eller minimeras av investerarna. I synnerhet gäller detta Industrifonden, GU Ventures, SLU Holding och Swedfund som investerar i specifika sektorer. Vidare har det uttryckts av Almi Invest att en del av deras roll som statlig VC-aktör är att ta en del av de privata aktörernas risk och det går därmed inte att ha en alltför tydlig strävan efter att minimera sin egen risk, dock bör självklart onödiga risker inte ska tas.

Kontaktnät beskrivs som betydelsefullt men inte prioriterat i den här rankingen. Det anses viktigt att ha ett bra kontaktnät för att finna medinvesterare och bli erbjuden att delta i investeringar. Att saminvestera för att få tillgång till investeringspartners kontaktnät och deal-flow besvaras som långsökt. De flesta av respondenterna har på olika sätt byggt upp ett tillräckligt deal-flow och arbetar inte aktivt med att öka just sitt flöde av investeringsmöjligheter.

Screening och selektering prioriteras mycket lågt av de som intervjuats. Selektion av investeringar är något som läggs stor vikt vid internt, och just därför blir andra aktörers selektion inte av någon större betydelse. Eftersom att bolagen som respondenterna arbetar på ofta tvingas vara mycket selektiva vid val av investeringar gör de noggranna egna utvärderingar. Att följa en väl ansedd aktör i deras investeringsval är i praktiken inte aktuellt.

5. Analys

I studiens analysavsnitt genomförs en detaljerad och analytisk framställning av det empiriska materialet i förhållande till den teoretiska referensramen. Analysens framställning är uppbyggd baserad på de fem perspektiven om syndikering; (1) riskspridning och riskreduceringsperspektivet, (2) kapitalperspektivet, (3) mervärdesperspektivet, (4) screening- och selekteringsperspektivet samt (5) deal-flow perspektivet. I syfte att underlätta förståelsen för analysen benämns respondenterna genomgående enligt respektive bolagsnamn.

5.1 Riskspridning- och riskreduceringsperspektivet

Majoritet av de tillfrågade bolagen ansåg att risken i en investering minimeras i de fall syndikatinvesteringar i jämförelse med fristående kapitalsatsningar genomförs. Respondenten för Swedfund menar på att risken definitivt blir mindre vid saminvesteringar, och att riskdelning med strategiska partners är ett motiv till varför bolaget genomför syndikatinvesteringar (Lockett & Wright 2000, s. 375-390). Respondent från Industrifonden menar dessutom på att syndikatinvesteringar mellan statliga aktörer och privata aktörer ger upphov till en benchmark, även kallat riktmärkning för vad företaget borde värdesättas till. Syndikatinvesteringar är således ett sätt att revidera risken för en felaktig bolagsvärdering och förståelse för industrin.

Däremot arbetar endast ett fåtal bolag aktivt med portföljdiversifiering (Markowitz 1959, s. 3-129) som en strategi för att reducera marknadsrisk. Venture capital-bolag har möjlighet att (Lockett & Wright 2000, s. 375-390) genom fler mindre investeringar istället för få större investeringar diversifiera sina bolagsportföljer genom samfinansiering med fler aktörer. För SLU Holding var detta påstående igenkännande då bolaget föredrar att genomföra fler små investeringar istället för få större investeringar, med motiveringen att få bolag inte bör tilldelas allt för stor andel av det kapitalet som bolaget har till för förfogande vilket hade bidragit till en låg grad av portföljdiversifiering.

Almi Invest menar på att de venture capital-investeringar som bolaget gör i dagsläget fokuserar på ”stock-picking” för respektive företag, och att deras portfölj av den anledningen är diversifierad. Vidare poängterar Almi Invest att bolaget bör rikta större fokus på hela portföljens bransch- och sektordiversifiering, så att inte enbart investeringar i life science bolag genomförs. I tillägg önskar bolaget även mer aktivt arbeta för diversifiering genom att investera i olika tidsskeden, så att majoriteten av kapitalsatsningar inte är i form av såddfinansiering. En tydligare strategi för hur venture capital-bolag investerar i olika faser och i olika branscher menar Almi Invest är nödvändigt för att reducera marknads- och företagsrisk. Det finns således en skiljelinje mellan teori och praktik, men en vilja hos Almi Invest att implementera mer portföljdiversifiering lik den som beskrivs i teorin (Markowitz 1959, s. 3-129).

Hos de bolag som inte aktivt arbetar med portföljdiversifiering som en strategi för att dela risk med andra aktörer föreligger en del restriktioner som försvårar implementeringen. GU Ventures menar på att just portföljdiversifiering förmodligen är en strategi som skiljer sig mellan privata och statliga aktörer på venture capital-marknaden. Det intervjuade bolaget har inte arbetssättet att riskminimera genom portföljtänk, utan investerar i de idéer som de anser är bra oavsett fakultet. Som en följd av att majoriteten av de idéer som kommer in till VC-bolaget kretsar inom medtech-industrin, är huvudparten av portföljbolagen inom just den sektorn. Liknande svar erhöles från Industrifonden, som menar på att man har olika fokus med de investeringar som genomförs. Industrifonden fokuserar på life science och technology, vilket även innebär att dessa industrier är de som dominerar portföljen.

Med utgångspunkt i det teoretiska perspektivet (Lockett & Wright 2000, s. 375-390), är riskspridning i form av portföljdiversifiering ett motiv till syndikering som är svårt att tillämpa för statliga VC-bolag i praktiken. Det som främst hämmar portföljtänk är enligt de intervjuade bolagen de underliggande restriktionerna kring vilka industrier de är ämnade att investera i. Av de intervjuade bolagen var det Sjätte AP-fonden, vilka främst verkar inom private-equity/buyout industrin som aktivt arbetar med att mäta och eliminera marknadsrisker genom syndikatinvesteringar, alternativt VC-satsningar genom fondinvesteringar. Det är således inte riskspridning utan snarare riskdelning som motiverar varför offentliga VC-bolag väljer att genomföra saminvesteringar. Vilken typ av riskminimering som en medinvesterare kan sägas bidra med varierade enligt respondenterna. GU Ventures menar på att bidrag i form av branschspecifik kompetens reducerar potentiella missbedömningar inom sektorn. Medan SLU Holding menar på att erfarenheter av att driva bolag samt att bistå entreprenören med de kapital som är nödvändigt är kvaliteter som reducerar riskerna som en VC-investering medför.

En annan bakomliggande orsak till att portföljdiversifiering inte är möjlig i flertalet av de intervjuade bolagens investeringar är de svårigheter som föreligger i att finna medinvesterare. Vanligen är det svårt att finna ytterligare kapital, och blir därför inte möjligt att reducera den tilltänkta investeringssumman. Dock sker indirekt portföljdiversifiering för Almi Invest, GU Ventures och SLU Holding genom att de vanligtvis investerar relativt låga summor som startkapital. Den marknadsspecifika risken reduceras inte genom detta handlande, men däremot kan den företagsspecifika risken omedvetet reduceras genom att låga investeringsbelopp ger upphov till att genomföra ett större antal investeringar.

5.2 Kapitalperspektivet

Samtliga respondenter framställer kapital som en av de absolut viktigaste resurserna hos en medinvesterare, vilket kan ses som självklart eftersom en investering utan kapital inte är möjlig. För ett antal av de intervjuade bolagen (Industrifonden, Almi Invest, Sjätte AP-fonden) är det ett vanligt förekommande problem att andra investerare gärna är med i första investeringsrundan, men när mer kapital än väntat behöver tillskjutas genom följdinvesteringar blickar investerarna mot den statliga aktören med kontinuerlig kapitaltillgång. För att inte återkommande hamna i den rollen blir det viktigt för de offentliga venture capital-bolagen som har intervjuats att medinvesterare har förmåga att tillskjuta kapital på sikt och inte bara vid ett enskilt tillfälle.

Enligt de flesta av respondenterna är kapitalbrist en vanlig anledning till att investeringar misslyckas. Detta kan tolkas som att ett större antal investerare skapar additionalitet (Brander 2015, s. 571-618) vad gäller kapitalet som tillförs portföljbolaget, jämfört med att ha ett fåtal investerare. Med andra ord leder vanligen fler investerare till att mer kapital investeras och vice versa, vilket bekräftar (Ozmel et

al. 2013, s. 655-670). Detta har medfört att investeringspartners ofta söks i senare investeringsrundor endast i syfte att öka mängden kapital som portföljbolaget får tillgång till. I dessa situationer blir medinvesterarens egenskaper så som erfarenhet och nätverk mindre viktiga, istället är det endast kapitalet som eftersöks (Lerner 1994, s. 16-27). Respondenten för Swedfund beskrev hur det kan vara särskilt svårt att locka medinvesterare att medverka när portföljbolaget har fått slut på kapital tidigare än väntat, det är helt enkelt svårt att sälja in en investering där kapitalbrist råder. Ofta ser tillkommande investerare kapitalbristen som en tidig varning att investeringen endast har liten chans att bli lönsam. I dessa lägen får entreprenörer och investerare nöja sig med det kapital de får, även om det inte kommer ifrån den idealiska investeringspartnern. Merparten av respondenterna påpekar att det är sällan som affärsplanen tidsmässigt och pengamässigt följer sin initiala utformning, istället är det mer regel än undantag att investeringar kräver mer tid och kapital än vad som planerats. Det finns även två respondenter, Sjätte AP-fonden och Swedfund som säger tvärtom, att kapitalbrist inte är en direkt anledning till att en investering misslyckas. Istället är det affärsidén som inte lyckas, exempelvis kan misslyckandet bero på att entreprenör och investerare inte haft tillräcklig kännedom om marknaden eller utvecklat sin idé tillräckligt.

De bolag som intervjuats har vitt skilda golv och tak för sina investeringsbelopp. Spannet rör sig från investeringar om hundratusen kronor upp till ett minimum på 2 miljoner USD. De som inte upplever att kapitalbrist är ett problem i en investering är de två (Sjätte AP-fonden och Swedfund) bolag som också investerar högst belopp per investering. De venture capital-bolag som investerar mindre summor per portföljbolag har däremot erfarenhet av att kapitalbrist som ensam faktor kan orsaka att en investering misslyckas och inte blir lönsam. Det finns således ett samband i den genomförda studien mellan det beloppet som investeras och synen på kapitalbrist. För de bolag som investerar mindre summor (GU Ventures, SLU Holding och Almi Invest) blir additionaliteten som syndikering skapar ett starkt motiv till att saminvestera, medan additionaliteten inte är av lika stor vikt för de bolag som själva investerar stora summor.

5.3 Mervärdesperspektivet

Vad gäller resurser som medinvesterare bidrar med framställs kapital av de flesta respondenterna som den viktigaste resursen. Kapital är trots allt en förutsättning för att över huvud taget investera. Samtliga respondenter anser dock att abstrakta egenskaper utöver kapital, till exempel erfarenheter och kunskap, är av stor betydelse för att genomföra en lyckad investering (Brander 2002, s. 423-452). De intervjuade venture capital-bolagen som har tydlig branschriktning (GU Ventures, Industrifonden och Swedfund) säger sig vara generalister med bred och övergripande kunskap om att driva startup-bolag. Med det menar VC-bolagen att de ofta saknar en mer specifik och nischad kunskap kring själva affärsidén, men tillför värde genom sin erfarenhet av att driva startup-bolag. Den specifika och nischade kunskapen kan medinvesterare bidra med, vilket värdesätts högt. Vilken typ av resurs som värdesätts

mest beror på vad som saknas i portföljbolaget. Exempelvis för SLU Holdings investeringar som är forskningsinriktade innehar ofta entreprenören själv den branschspecifika expertis som behövs, så i deras investeringar värdesätts främst medfinansiärer som istället kan bidra med ägarorienterad expertis. Dock nämner GU Ventures som också gör forskningsinriktade investeringar att den branschspecifika expertisen utöver entreprenörens egna trots allt är mycket viktig. GU Ventures som investerar mycket i life science värdesätter högt om en medinvesterar har kunskap inom läkemedelsutveckling och dylikt. Därmed kan det antas att vilken typ av resurs som värdesätts också beror på sektorn.

Generellt i resursperspektivet finns en stor variation bland respondenterna vad gäller kraven som ställs på medinvesterares resurser. Somliga investerar inte med venture capital-bolag som saknar relevant kompetens, medan andra mer eller mindre endast är ute efter kapitalet och ser övriga resurser som en bonus i investeringen. Även i detta perspektiv går det att utläsa ett samband som har att göra med investeringsbelopp. De bolag som investerar högre summor per investering ställer generellt högre krav på att medinvesteraren har relevanta resurser, jämfört med vad de bolag som investerar mindre belopp gör. Detta kan anses rimligt eftersom att desto mindre summor som investeras, desto viktigare blir medinvesterarnas kapital. Om kapitalet spelar en så stor roll går det helt enkelt inte att vara lika krävande vad gäller mervärde i form av resurser.

Investeringsrundan spelar för de flesta respondenterna en roll för hur viktigt det är att en medinvesterar har användbara resurser (Lerner 1994, s. 16-27). Om en investering kommit igång väl med hjälp av den entreprenör och de bolag som fanns med i första rundan, så blir resurser inte lika viktigt i kommande investeringsrundor. Dock är det alltid positivt om en medinvesterar kan bidra med användbara resurser, oavsett vilken finansieringsrunda det gäller.

5.4 Screening- och selekteringsperspektivet

Majoriteten av de intervjuade bolagen uppgav att de inte behöver lägga mycket tid och resurser på att granska de bolag som de saminvestera med. Respondenten för Industrifonden menar på att de riskkapitalbolag som de genomför syndikerings med vanligen är kända sedan innan, däremot om syndikeringspartnern är en privatperson eller en affärsängel lägger de tid på att utvärdera dessa individer. Liknande svar erhöles från Swedfund som menar på att Sverige är ett så pass litet land att bolaget efter cirka fem till sex samtal har fått en relativt bra bild av den tänkbara samarbetspartnern. I de fallen då Swedfund inte gör sina syndikatinvesteringar med svenska aktörer, utan internationella investerar som är placerade i till exempel Myanmar eller Etiopien kan bolaget lägga ner månader och hundratals kronor på att kartlägga ägarstrukturer och vad den eventuella syndikatpartner har genomfört för investeringar tidigare, så kallad ”integrity checks” (Casamatta et al. 2007, s. 368-392). Även GU Ventures menar på att screeningen av potentiella samarbetspartners är

relativt låg i de fallen då syndikatinvesterarna är lokala och därmed kända, medan vid de tillfällen internationella samarbeten sker betydligt mer undersökning.

Vad för egenskaper och kvalitéer som är intressanta att screena hos en potentiell medinvestor är kapital, kunskap och tid enligt Almi Invests respondent. Enligt SLU Holding är kapitalet värdefullt, eftersom bolaget sällan har möjlighet att täcka all monetär finansiering som behövs på egen hand. Vidare uppger respondenten för SLU Holding att expertis och kontaktnät är ännu viktigare kvalitéer som kan bira till affärsidéns utveckling. Såväl GU Ventures som Industrifonden menar på att gemensam målsättning, ägaranda och samsyn kring vad man vill uppnå med företaget är vilka komponenter att diskutera och undersöka hos en medfinansör.

Som svar på frågan ifall resultatet av en undersökning av en potentiell medinvestor kan leda till att syndikeringen uteblir förklarade samtliga bolag att fallet så kan vara men att det är ytterst sällan. SLU Holding menar på att det har inträffat att tänkbara samarbeten avvisats, och i de fallen har investerarna inte varit typiska affärsänglar eller riskkapitalbolag, utan snarare privatpersoner med entreprenöriell anda. Anledningen till att screeningen sällan mynnar ut i ett avvikande kan tänkas bero på det argument som Almi Invest och GU Ventures upper. Almi Invest frambringade det faktum att det är rätt sällan som bolaget har möjlighet att välja vilka de genomför syndikatinvesteringar med, vilket innebär att de ibland bara är nöjda över att ha funnit ytterligare kapital. Liknande svar erhöles från GU Ventures som menar på att det är väldigt svårt för de affärsidéerna som uppkommer från Göteborgs Universitet att hitta pengar. Teorin (Casamatta et al. 2007, s. 368-392) om screening är följaktligen inte ett starkt motiv till varför syndikatinvesteringar uppstår.

Som respons på frågan ifall en annan investerares goda anseende kan hjälpa bolaget att selektera bland lämpliga investeringsprojekt svarade samtliga respondenter att praktiken inte fungerar på det sättet. Industrifonden menar på att andra investerares förmågor inte kan utgöra beslutsunderlag för att genomföra en syndikatinvestering. Även ifall man litar på den andra investerares förmågor och expertisnivå, måste bolaget självt genomföra en due diligence och stå till svars för sitt investeringsbeslut. Respondenten från Swedfund menar på att hela investeringsprocessen handlar om selektering, och att bolaget kontinuerligt måste ta egna avgörande. GU Ventures menar också på att selektering genom andra investerare inte utgör starka motiv till varför bolaget genomför syndikatinvesteringar, då deras underlag och restriktioner att investera i idéer från Göteborgs Universitet gör att bolaget inte undersöker vilka investeringsmöjligheter andra aktörer upptäckt.

Även ifall andra aktörers selektering och screening av investeringsmöjligheter inte verkar utgöra motiv till varför de intervjuade bolagen väljer att syndikera, besvarar samtliga respondenter att de gärna vänder sig till investerings- och intresseorganisationer för att få en så kallad second-opinion gällande en tänkbar företagsidé. Swedfund menar på att de genom en investeringsprocess kan föra en

dialog med ett annat DIF-bolag som kan vara lokaliserat i en annan region i syfte att ta del av deras specialkompetens och erfarenhet kring en kapitalsatsning. På så vis söker de branschspecifik kunskap inom deras kontaktnät, något som SLU Holding också uppger att de gör. Almi Invest och GU Ventures uppger att kunskap om finansiella och juridiska frågor, såsom hur en eventuell introduktion på aktiemarknaden kan gå till också är värdefull kunskap som kan tillhandahållas från en medfinansiär.

Med utgångspunkt i det teoretiska perspektivet kan empirin således konstatera att samtliga bolag screenar tänkbara samfinansiärer i de situationer då samarbeten inte har ägt rum tidigare. Respondenterna belyser olikartade egenskaper som undersöks och menar på att screeningen kan ge upphov till att ett samarbete avböjs, främst ifall aktören inte är kapitalstark på lång sikt eller ifall målsättningen kring investeringens framtid och syfte är olikartad. Men på grund av kapitalbegränsningar och ett litet urval av villiga medfinansiärer, kan bolagen inte vara alltför restriktiva när det kommer till att finna den slutliga syndikeringspartner. Screening kan med den bakgrunden såväl ge upphov till syndikatinvesteringar som bidra till att de uteblir (Stiglitz 1975, s. 283-300). Gällande ifall selektering utgör ett motiv till varför de intervjuade bolagen väljer att genomföra syndikatinvesteringar rangordnade majoriteten av respondenterna den resursen hos en medfinansiär som minst värdefull, med motiveringar att det slutliga beslutet alltid görs av det egna venture capital-bolaget.

5.5 Deal-flow perspektivet

Deal-flow är av stor vikt inom venture capital, vilket samtliga respondenter påpekar. Det varierar dock mellan olika bolag och regioner hur mycket arbete som behövs läggas ner för att uppnå ett tillräckligt deal-flow. SLU Holding och GU Ventures som är kopplade till specifika universitet (Sveriges Lantbruksuniversitet respektive Göteborgs Universitet) har ett givet deal-flow som varken kan påverkas av de själva eller medinvesterare. Att öka sitt kontaktnät för att finna investeringspartners är oerhört viktigt, men inte att skapa kontakter för att öka sitt deal-flow som redan är begränsat till ett specifikt universitet.

Aktörer som är välkända inom venture capital-branschen, som exempelvis Almi Invest Västsverige får en sådan stor mängd investeringsförfrågningar att de i princip aldrig behöver söka investeringsmöjligheter själva. Almi Invest i andra regioner av landet kan däremot behöva söka investeringsmöjligheter mer aktivt. Trots detta är det viktigt att nätverka och sprida information om sin organisation för att försäkra sig om att investeringsmöjligheter med god potential fortsätter strömma in vilket bekräftar teorin (Hochberg 2007, s. 251-301). Att syndikera investeringar för att få tillgång till medinvesterares deal-flow är dock inte nödvändigt för aktörer som på andra sätt har god tillgång till investeringsinbjudningar.

Att anseende inom branschen har stor betydelse bekräftas av samtliga respondenter (Lerner 1994, s. 16-27). Dessutom är det så att med ett gott anseende skapas lättare

kontakter med andra investerare. Venture capital-marknaden är kommersiell och det gäller att ha ett bra varumärke mer respondenten från Swedfund. När lyckade investeringar genomförts används dessa för att marknadsföra bolaget, och med det goda anseendet skapas fler kontakter som även leder till ett ökat deal-flow. Att investera med väl ansedda partners är något som överlag är önskvärt. Dock verkar praktiken skilja sig från teorin i att det inte finns någon aktiv strävan att få tillgång till väl ansedda aktörers kontaktnät.

De intervjuade företagen har på olika sätt understrukt vikten av att ha kontakter i venture capital-branschen. Dock verkar kontaktnät främst ha betydelse för att finna *investeringspartners* och öka kapitaltillförsel till investeringar, och inte att få tillgång till medinvesterarnas *deal-flow*.

6. Diskussion

Detta avsnitt innehåller en diskussion kring den genomförda undersökningen. Inledningsvis förs en reflekterande och värderande diskussion kring det verkliga utförandet av studien. Vidare diskuteras resultatet av rapporten samt övriga metodologiska faktorer som kan ha kommit att influera studiens slutledning.

Majoriteten av de intervjuade bolagen ansåg att risken i en investering reduceras i de fall då syndikering genomförs i jämförelse med fristående kapitalsatningar, vilket utgör en konklusion. Respondenterna framförde dock olikartade definitioner kring riskbegreppet. Somliga uppfattade att osäkerheten hos en venture capital-satsning reduceras vid syndikering på grund av att medfinansiärer ökar mängden kapital i bolaget vilket underlättar expansionen. Andra framförde att risken i en venture capital-investering minskar vid samfinansiering som en följd av att samarbetspartnern har erfarenhet av tidigare framgångsrika affärer eller sektorspecifik kunskap. GU Ventures och SLU Holding menar på att kapital och riskminimering går hand i hand och kompletterar varandra. Även om de intervjuade bolagen uttryckte att risken i en investering är högre och mer frekvent i de fall som fristående kapitalsatningar genomförs respektive när syndikering uppstår, så var meningarna kring varför risken reduceras annorlunda vilket gör resultatet gällande riskperspektivet mångtydigt då riskreducering kan betraktas som beståndsdelar av såväl kapitalperspektivet som mervärdesperspektivet. Att begreppet riskreducering har givit upphov till olikartade beskrivningar är ett resultat av respondenternas egen tolkning kring definitionen av ordet risk. Sådana resultat är dock inget som studien ämnar eliminera med tanke på att en semistrukturerad intervjumetod har tillämpats.

Utöver riskreducering förklaras i teorin riskspridning via portföljdiversifiering (Markowitz 1959, s. 3-129), vilket innebär att investeraren delar kapitalbehovet med andra aktörer som ett motiv till syndikering. Genom portföljdiversifiering så kan venture capital-bolag undvika att ensamma stå till svars för eventuella marknad- och företagsspecifika osäkerheter. Med utgångspunkt i tidigare studier uppfattades teorin

vara relevant, via de kvalitativa intervjuerna som genomfördes framgick det dock inte att VC-bolagen strukturerat arbetar för att sprida risk genom att upprätthålla en diversifierad marknadsportfölj. Av respondenternas svar att döma, kan en skiljelinje mellan teori och praktik föreligga. Ledmotivet till att de intervjuade VC-aktörerna inte tillämpar portföljtänk beror dels på de underliggande restriktionerna som existerar för offentliga venture capital-investerare. Ett exempel är Industrifonden som skall investera i två specifika sektorer vilket gör de svårt för dem att eliminera marknadsspecifik risk. Ett annat huvudmotiv som förklarar varför portföljdiversifiering inte förekom lika frekvent i praktiken som i teorin kan bero på det faktum att somliga av bolagen, till exempel Almi Invest, GU Ventures och SLU Holding investerar i så pass tidiga faser att andra investerare inte vid det stadiet är intresserade av att genomföra ett syndikat. Av den anledningen blir det även komplicerat för VC-bolagen att tillämpa portföljtänk på företagsnivå.

Ytterligare faktorer som kan ha kommit att påverka slutledningen gällande riskspridning är framställningen av de intervjufrågor som ämnade undersöka detta fenomen. Avsaknaden av portföljdiversifiering som metod för riskspridning hos de intervjuade bolagen kan bero på eventuell missuppfattning kring intervjufrågan från respondenternas sida, likasom tvetydigt utformande av frågan från författarnas perspektiv. Fallet verkar så dock inte vara, utan snarare motiverar nyssnämnda förklaringar varför riskspridning på marknadsnivå inte är tillämpligt för de intervjuade venture capital-bolagen, förutom för Sjätte AP-fonden.

Den teoretiska referensramen bekräftas (Ozmel et al. 2013, s. 655-670 och Brander et al. 2002, 423-452) genom att samtliga respondenter uttrycker att kapital och andra resurser såsom expertis och information har en inverkan på ifall bolaget väljer att saminvestera eller inte. Envar av respondenterna värdesätter kapital högre än andra resurser, men likasom för riskbegreppet förekommer olikartade motiveringar kring vilka resurser som betraktas som värdefulla hos en potentiell medfinansör. Somliga menar på att kunskap om den bransch eller sektor som företaget kommer att verka inom är betydelsefullt, medan andra betonar erfarenheter av att få bolag att växa och bli framgångsrika. Trots att det råder tvetydigheter kring vilka resurser som är betydelsefulla, bekräftas teorin (Lockett & Wright 2001, s. 375-390) om att ytterligare en investerare skapar ett mervärde.

Studiens resultat kan emellertid anses vara intressant med avseende på att respondenterna framförde delade åsikter kring hur viktig selektering och screening är vid genomförandet av ett syndikat. Inom syndikeringsens teoretiska fält (Lerner 1994, s. 16-27) betonas vikten av att de andra investerarna besitter minst lika hög expertisnivå som bolaget självt, samt hur andra investerare vars anseende respekteras hjälper det egna bolaget att välja ut framgångsrika projekt. Selektion i den bemärkelse som skildras i litteraturen föreligger dock inte hos de intervjuade bolagen, vilket kan innebära att det även för detta begrepp, likasom för riskspridning i form av portföljdiversifiering existerar en åtskillnad mellan teori och praktik. Med

utgångspunkt i respondenternas svar, framgick det att bolagen inte har möjlighet att investera i ett startup-företag med argumentet att en annan väletablerad investerare är villig att genomföra kapitalsatsningen. Samtidigt som respondenten för Swedfund menade på att om en väletablerad investerare är villig att tillskjuta kapital kommer denne förmodligen göra investeringen med ytterligare en privat aktör eller på egen hand. De offentliga bolagen har snarare som arbetsuppgift, för att citera respondent "klippa ner häcken" så att andra bolag vågar gå in i senare investeringsrundor, och att stötta de företagsidéer som andra VC-aktörer inte vågar eller är villiga att finansiera av avkastningsskäl. Av den orsaken, och med bakgrunden att det är svårt för de företagsidéer som bland annat GU Ventures, Almi Invest och SLU holding finansierar att finna kapital, tillämpas inte selektering i den bemärkelse som framställs i teorin.

Ytterligare restriktioner som bidrar till en skiljelinje mellan teori och praktik är de faktum att de intervjuade bolagen redan från början har ett selekterat urval av företag som de har möjlighet att investera i. För GU Ventures måste idéerna komma från Göteborgs Universitet samtidigt som Industrifonden har som syfte att finansiera företag inom life science och technology sektorerna. I samband med ovanstående faktum menar envar av de intervjuade bolagen att varje investerare måste stå till svars för sina egna investeringar. Studien fann dock motiv till att de tillfrågade bolagen gärna vänder sig till andra investerare för att få en second-opinion, men att en ytterligare åsikt från andra aktörer inte fäller den avgörande domen kring huruvida en investering genomförs eller uteblir.

Gällande förekomsten av screening utav samfinansierer fann studien samtycke mellan de intervjuade bolagen. Som en följd av att Sverige är ett litet land, och att venture capital-marknaden är en ännu mindre "ankdamm" för att använda Industrifondens liknelse, medger samtliga respondenter att alla riskkapitalbolag på den svenska marknaden är kända sedan innan. Vilket innebär att de intervjuade VC-bolagen inte behöver lägga mycket tid och resurser på att undersöka saminvesterarna. I de fallen då medinvesterarna är lokaliserade utanför Sverige, eller om syndikeringspartnern är en privatperson eller en affärsängel som bolaget inte tidigare investerat tillsammans med uppger samtliga bolag att de screenar dessa aktörer. De intervjuade respondenterna är även överens om att en sådan screening kan ge upphov till att investeringar uteblir såväl som att de genomförs. Av den orsaken kan studien sägas bekräfta den teoretiska referensramen (Stiglitz 1975, s. 283-300) om att screening såväl kan ge upphov till ett syndikat som bidra till att det uteblir. I liknelse med mervärdesteorin, råder det tvetydigheter kring vilka aspekter hos en medfinansier som bör screenas respektive inte. Swedfund belyser korruptionsrisken, medan Industrifonden och GU Ventures värdesätter en delad målsättning som ett krav för att syndikatet skall genomföras.

Gällande den slutliga härledningen kring deal-flow perspektivet gjordes tolkningen att de intervjuade VC-bolagen inte använder kontaktnät i syfte att få tillgång till andra investerares deal-flow (Hochberg 2007, s. 251-301), utan snarare för att hitta medinvesterare. I intervjufrågorna som rörde deal-flow perspektivet uttrycktes inte

begreppet ”deal-flow” utan istället beskrevs innebörden av begreppet. Syftet med att inte uttrycka ”deal-flow” var att hålla ett enkelt och tydligt språk med praktisk koppling, och inte riskera att terminologin blev alltför akademisk. Däremot under intervjuens gång användes termen ”deal-flow” vid vissa tillfällen av respondenterna, vilket inte var väntat. Detta kan dels tolkas som att respondenterna uppfattat vad moderatorerna pratade om, eller så kan det ses som att moderatorerna istället borde varit mer tydliga i frågan och uttalat begreppet i frågeställningen. Om det hade gjorts är det möjligt att stöd funnits i empirin som bekräftat teorin.

Avslutningsvis bör det belysas att respondenterna har olika befattningar inom sin respektive organisation. Därmed skiljer sig sannolikt de exakta arbetsuppgifterna åt, vilket ger respondenterna skilda utgångspunkter och erfarenheter i besvarandet av författarnas intervjufrågor. Vidare skulle kunskapsmässiga skillnader kunna föreligga respondenterna emellan. På så vis minskar jämförbarheten mellan respondenternas svar. Det bör dock påpekas att samtliga respondenter har investeringar och investeringsbeslut som sin huvudsakliga arbetsuppgift. Dessutom har de bolag som intervjuats relativt få medarbetare, och respondenterna arbetar därmed sannolikt nära de övriga medarbetarna och har en övergripande kännedom om allt som sker och tillämpas i företaget. Respondenterna har åtagit sig en stor uppgift i att svara för sin organisation i helhet. Med det åtagandet finns en risk för försiktighet i svaren som ges, att respondenten svarar som det borde vara snarare än hur det i verkligheten ser ut. Dessa faktorer är mycket svåra finna och dessutom ta hänsyn till i studiens resultat.

7. Slutsats och förslag till vidare forskning

Det här avsnittet ämnar besvara studiens frågeställning “Varför syndikerar offentliga venture capital-bolag” samt sätta analysen i en konkluderande kontext. Empirin härleds till den teoretiska referensramen och kopplar samman studiens beståndsdelar i en avslutande slutsats. Avslutningsvis presenteras förslag till fortsatt forskning inom studiefältet.

7.1 Slutsats

Studiens syfte har varit att undersöka varför offentliga venture capital-bolag genomför syndikatinvesteringar. Med avsikt att bistå det rådande forskningsfältet med en kvalitativ studie har en genomgång av syndikeringslitteraturen gett upphov till fem olika perspektiv kring varför VC-bolag saminvesterar. Vidare har en inriktning mot offentliga venture capital-bolag gjorts, där ett urval av sex aktörer som bedriver eller har bedrivit venture capital-investeringar intervjuats genom en semistrukturerad intervju metod, vilket framlett studiens sluthärledning.

I undersökningen framkom att monetär finansiering är ett starkt motiv till varför de intervjuade bolagen genomför syndikatinvesteringar. De bolag som hade förhållandevis lägre investeringstak, såsom GU Ventures och SLU Holding betonade

betydelsen av att finna medfinansiärer i syfte att utöka kapitaltillförseln och skapa additionalitet i portföljbolaget. Brist på kapital ansågs vara en vanligt förekommande anledning till att investeringar misslyckas, vilket också pekar på kapitalets betydelse. Respondenterna har mot bakgrund av sina befattningar påpekat att de besitter bred kunskap om att genomföra tillväxtinvesteringar, och uppskattar därför när medinvesterare kan tillföra mer specifik kunskap kring affärsidén som är värdefull i en viss unik bransch eller sektor. Dessutom värdesätts engagemang hos en investerare, och samsyn kring en investering. Engagemang blir viktigt för att gemensamt bidra till att investeringen lyckas, och samsyn blir viktigt för att under investeringens gång arbeta mot samma mål. Dessutom värdesätts högt när medinvesterare bidrar med kunskap och expertis som kan bidra till investeringens framgång. I teorin beskrivs hur resurser är av störst vikt i tidiga investeringsrundor, vilket respondenterna i stor utsträckning hållit med om. I etableringsfas kan resurser som expertis och kunskap tillföra mest. I senare skeden behövs främst kapital för att utveckla och expandera företaget. Den här studien har inte kvantitativt testat en mervärdeshypotes, att investeringar där medinvesterare bidragit med relevanta resurser har högre avkastning än investeringar med kapital som enda resurs. Dock har samtliga respondenter genom intervju svar bekräftat en mervärdeshypotes.

Riskhantering är av betydelse för alla VC-bolag, men offentliga aktörer har en annorlunda infallsvinkel gentemot övriga aktörer på marknaden. Portföljdiversifiering som metod för att gardera sig mot marknadsrisk konkurrerar ofta med organisationens syfte att investera i en viss sektor. I de fall portföljdiversifiering mot marknadsrisk är möjlig benämns det som relevant och eftersträvansvärt att implementera i ännu större utsträckning. Merparten av de intervjuade venture-capital bolagen har relativt strikta golv och tak satta för beloppen i en investering. Beloppsgränserna är ofta förankrade i dels hur stora ägarandelar bolaget bör ta, samt storleken på de fonder som bolaget förvaltar. Riskaspekten genom portföljdiversifiering lämnas därför endast lite utrymme i beslutet om vilken summa som investeras.

Kontaktnät är viktigt för att finna saminvesterare som kan tillföra kapital, därmed finns det ett samband mellan deal-flow perspektivet och kapitalperspektivet. Till skillnad från teorin så finns i empirin inget uttalat motiv till att få tillgång till medinvesterares kontaktnät och på så sätt öka sitt deal-flow. Deal-flow faller sig relativt naturligt och enkelt för merparten av respondenternas organisationer. Därför behöver inte investeringsmöjligheter arbetas aktivt med i samma utsträckning som exempelvis kapital. Med utgångspunkt i intervjumaterialet skiljer sig empirin från teorin vad gäller deal-flow incitamentet till att saminvestera.

Vikten som läggs på att screena medinvesterare varierar kraftigt mellan de bolag som intervjuats. Medan vissa gör en snabb sökning på internet lägger andra hundratusentals kronor för att få en utförlig rapport om en medinvesterare. Ingen av respondenterna säger sig följa väl ansedda aktörers investeringar, och därmed lita på deras screenings av medinvesterare och selektering av projekt. Istället understryks hur

samtliga venture capital-aktörer tar sina egna beslut, framförallt gällande investeringsprojekt men också vem de väljer att samarbeta med. Inom screening- och selekteringsperspektivet finns en tydlig skiljelinje mellan teorin och den empiri som framställts i studien. Det bör dock nämnas att teorin sannolikt är relevant för mindre etablerade venture capital-aktörer på marknaden. De aktörer som intervjuats är antingen väletablerade sedan en lång tid tillbaka, eller så är deras investeringar begränsade till särskilda sektorer vilket inte gör det möjligt för dem att imitera andra investerare.

Baserat på intervjumaterialet kan en övergripande jämförelse göras av studiens fem teoretiska perspektiv på syndikering. Två perspektiv kan urskiljas som tillsammans utgör den främsta anledningen till att de intervjuade bolagen väljer att saminvestera, dessa är kapitalperspektivet och resursperspektivet. De övriga tre perspektiven om riskspridning och riskreducering, screening och selektering samt deal-flow framstår som betydande, men utgör inte i sig en avgörande anledning till att syndikatinvestera.

7.2 Förslag till vidare forskning

Som en följd av studiens resultat och slutsatser kan vidare forskning genomföras i syfte att ytterligare komplettera forskningsfältet. Med utgångspunkten att studien fann motiv för att kapital och andra icke-monetära resurser utgör argument till varför offentliga venture-capital bolag väljer att genomföra syndikat, hade ytterligare undersökningar kring dessa perspektiv i förhållande till exempelvis bolagens investeringsstorlek och investeringssektor kompletterat studiefältet ännu mer. Den här studiens jämförelse sker inom en homogen grupp på riskkapitalmarknaden, fortsatta studier skulle istället kunna innefatta jämförelser mellan olika homogena grupper på riskkapitalmarknaden i syfte att kartlägga såväl gruppspecifika som bolagsspecifika syndikeringsmotiv. Vidare skulle jämförande studier kunna sättas i en internationell kontext där motiv till syndikering jämförs mellan länder.

Referenslista

Vetenskapliga artiklar

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly Journal of Economics*, 488-500.

Bygrave, W. D. (1987). Syndicated investments by venture capital firms: A networking perspective. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 139-154.

Brander, J. A., Amit, R. & Antweiler, W. (2002). Venture-capital syndication: Improved venture selection vs. the value-added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.

Brander, J. A., Du, Q. & Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: international evidence*. *Review of Finance*, 19(2), 571-618.

Casamatta, G. & Hartchabalet, C. (2007) Experience, screening and syndication in venture capital investments. *Journal of Financial Intermediation*, 16, ss. 368-392.

Colombo, M., Cumming, D. & Vismara, S. (2014) Governmental venture capital for innovative young firms. *Springer Science and Business Media*.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.

Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A. & Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301.

Hopp, C. & Rieder, F. (2011). What drives venture capital syndication?. *Applied Economics*, 43(23), 3089-3102.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kaplan, S. & Lerner, J. (2010) It Ain't Broke: The Past, Present, And Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), ss. 36-38.

Leleux, B. Surlemont, B (2001). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing* (18) ss. 81-104.

Lerner, J. (1994) "The Syndication of Venture Capital Investments", *Financial Management*, ss. 16-27.

Lerner, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective public venture capital' programmes. *The Economic Journal*, 112(477), 73-84.

Lockett, A. & Wright, M. (2001). The syndication of venture capital investments. *Omega*, 29(5), 375-390.

Ozmel, U., Robinson, D. T. & Stuart, T. E. (2013). Strategic alliances, venture capital, and exit decisions in early stage high-tech firms. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 655-670.

Stiglitz, J. (1975). The Theory of "Screening," Education, and the Distribution of Income. *The American Economic Review*, Vol. 65, No. 3, ss. 283-300.

Wilson, R. (1968) "The Theory of Syndicates", *Econometrica* (January). ss. 119-132.

Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), 131-139.

Webbsidor

Almi Invest (u.å.) *Om Almi Invest.*

<http://www.almi.se/Almi-Invest/Om-Almi-Invest/>
[2017-05-08]

CODEX (2017) *Regler och riktlinjer för forskning.*

<http://www.codex.vr.se/index.shtml>
[2017-04-20]

GU Ventures (2017) *Vi är affärspartner för dina innovationer.*

http://ventures.gu.se/Om_oss
[2017-05-11]

Industrifonden (u.å.) *Om oss.*

<http://industrifonden.com/sv/om-oss/>
[2017-05-10]

Sjätte AP-fonden (2017). *Sjätte AP-fondens roll i pensionsystemet.*

<http://www.apfond6.se/sv/Om-Sjatte-AP-fonden/>
[2017-05-10]

SLU Holding (u.å.) *Om oss – SLU Holding.*

<http://www.slu.se/site/slu-holding/om-oss1/>
[2017-05-11]

Swedfund (u.å.). *Om Swedfund.*

<http://www.swedfund.se/sv/om-swedfund/>
[2017-05-11]

SVCA (2017). *Venture Capital – investeringar i tidiga skeden.*

<https://www.svca.se/venture-capital-private-equity-i-tidiga-skeden/>
[17-04-19]

Tryckta källor

Bryman, A. & Bell, E. (2013). Företagsekonomiska forskningsmetoder. 2., [rev.] uppl. Stockholm: Liber

Dalen, M. (2008). Intervju som metod. 2., utök. uppl. Malmö: Gleerups utbildning

Markowitz, H. (1959). Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments. J. Wiley. *Cambridge, Massachusetts: Blackwell.*

Patel, R. & Davidson, B. (2011). Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning. 4., [uppdaterade] uppl. Lund: Studentlitteratur

Bilaga – Intervjuguide

Bakgrundsfråga

1. Berätta kort om bolaget du arbetar på och din befattning.

Riskspridning och riskreduceringsperspektivet

2. Använder ni portföljdiversifiering som en metod för att reducera risk?

3. Upplever ni att risken i en investering reduceras då ni saminvesterar, jämfört med när ni ensaminvesterar?

Kapitalperspektivet

4. Är enligt din erfarenhet brist på kapital en vanlig orsak till att investeringar misslyckas?

5. Har ni aktivt sökt investeringspartners i syfte att öka mängden kapital som investeras?

Mervärdesperspektivet

6. Vilken/vilka resurs/resurser värdesätter ni hos en medinvesterare?

7. Har ni aktivt sökt investeringspartners i syfte att öka expertisen och kunskapen som ges till entreprenören bakom företagsidén?

Screening- och selekteringsperspektivet

8. Vid saminvesteringar med andra aktörer, hur stor vikt (tid och resurser) lägger ni på att undersöka de aktörer som också är intresserade av att investera i företaget?

9. Lägger ni lika stor vikt vid vilka era medinvesterare är oberoende på vilken investeringsrunda företaget befinner sig i?

10. Har ni någon gång genomfört en syndikatinvestering på grund av medfinansiärens goda anseende?

Deal-Flow perspektivet

11. Använder ditt företag ett kontaktnät i syfte att hitta investeringsmöjligheter? Om så är fallet, hur fungerar de rent praktiskt?

12. Då ert företag gått in i en lovande investering, går den investeringen att använda i syfte att skapa ett kontaktnät?

Avslutande frågor

13. Hur skulle du rangordna följande fördelar som en medinvesterare kan bidra med: kapital, riskdelning och riskspridning, expertis och information, selektering och screening samt kontaktnät?