

Corporate Venture Capital

Agentkonflikter inom svenska bankers CVC-verksamhet



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Vårterminen 2017

Handledare:

Stefan Sjögren

Författare:

Berg, Theodor 19910417

Häger, Ulf 19920614

Sammanfattning

Titel: Agentkonflikter inom svenska bankers CVC-verksamhet

Författare: Theodor Berg och Ulf Häger

Handledare: Stefan Sjögren

Bakgrund: Corporate Venture Capital (CVC) är en undergrupp till Venture Capital (VC) och bedrivs av företag vars kärnverksamhet inte är riskkapitalinvesteringar och där de huvudsakliga målen är strategiska snarare än finansiella som i traditionell VC. Denna uppsats fokuserar på agentkonflikter som kan uppstå i och med CVC, med utgångspunkt i svenska bankers Fintech-investeringar.

Syfte: Syftet med denna uppsats är att undersöka potentiella agentkonflikter i svenska bankers CVC-verksamhet. Genom att belysa detta ämnar uppsatsen att bidra med insikt kring hur banker kan strukturera CVC för att minimera dessa potentiella konflikter.

Metod: Uppsatsen bygger på en kvalitativ metod och är baserad på intervjuer. För just denna uppsats lämpar sig en kvalitativ metod eftersom vi vill bekanta oss med de värderingar och tankegångar som finns kring de potentiella agentkonflikter som existerar. Insamlad empiri har behandlats deduktivt mot tidigare forskning på området.

Resultat: De intervjuade personerna visar på att både externa och interna agentkonflikter kan uppstå. De externa kan uppstå gentemot entreprenören i form av risk för exploatering, och gentemot andra VC-företag pga. olika mål. Interna agentkonflikter kan uppstå i form av långsamma beslutsprocesser och risker för att lukrativa investeringsmöjligheter går till spillo.

Slutsats: Externa agentkonflikter verkar vara mindre uttalade inom de intervjuade bankernas CVC-verksamhet, framförallt då investeringsprocessen outsourcas till ett VC-företag. Potentiella interna agentkonflikter existerar främst i form av byråkratiska kostnader vid in-house och asymmetrisk information vid outsourcing. Detta gör det viktigt för bankerna att anpassa strukturen av CVC efter de egenskaper som karaktäriserar deras organisationskultur.

Nyckelord: Corporate Venture Capital, Venture Capital, Fintech, Asymmetrisk information, Agentkonflikter

Innehåll

1 Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	3
1.3 Syfte och frågeställningar	5
2 Metod.....	6
2.1 Forskningsdesign	6
2.2 Urval av data	7
2.3 Validitet och reliabilitet	8
3 Teoretisk referensram.....	11
3.1 Agentteorin	11
3.1.1 Asymmetrisk information.....	11
3.2 Externa agentkonflikter	12
3.2.1 Inom VC	12
3.2.2 Inom CVC.....	12
3.4 Strukturering av CVC och interna agentkonflikter	14
3.4.1 Organisationsstrukturer	14
3.4.2 Nackdelar med att investera via VC-företag.....	14
3.4.3 Fördelar med att investera via VC-företag	15
3.4.4 Nackdelar med att investera in-house	16
3.4.5 Fördelar med att investera in-house	17
3.5 Analysmodell	18
4 Empiri	19
4.1 Intervju med SEB Venture Capital	19
4.1.1 Verksamhetsstruktur.....	19
4.1.2 Huvudsakliga mål.....	19
4.1.3 Arbetsätt	20
4.1.4 Relation till entreprenören.....	20
4.1.5 Utmaningar och konfliktrisker.....	21
4.2 Intervju med Collector Ventures	21
4.2.1 Verksamhetsstruktur.....	21
4.2.2 Huvudsakliga mål.....	22
4.2.3 Arbetsätt	23
4.2.4 Relation till entreprenören.....	23
4.2.5 Utmaningar och konfliktrisker.....	24
4.3 Intervju med NFT Ventures	25

4.3.1 Verksamhet	25
4.3.2 Arbetsätt	25
4.3.3 Utmaningar och konfliktrisker	25
5 Analys	27
5.1 Analys av externa agentkonflikter	27
5.2 Analys av interna agentkonflikter	29
6 Slutsatser och förslag till framtida forskning	31
Källförteckning	34
Appendix	38
Intervjufrågor SEB Venture Capital	38
Intervjufrågor NFT Ventures	39
Intervjufrågor Collector	39

Begrepp och Definitioner

Förklaringar av begrepp som nämns i uppsatsen.

Corporate Venture Capital Minoritetsinvesteringar i unga entreprenörsföretag av företag vars kärnverksamhet ej är riskkapitalinvesteringar.

Venture Capital En form av riskkapital som investeras i företag som befinner sig i tidiga skeden, har få anställda och låg omsättning men besitter stor potential.

Fintech Företag som är fokuserade på att erbjuda finansiella tjänster via mjukvaruteknologi.

Due Diligence Arbetsprocess som innebär att företag noggrant evalueras innan en investering görs.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Över en miljard kronor investerades i den svenska Fintech-sektorn under 2016 (Dagens Industri, 2016). Sektorerna omfattar de företag som är inriktade på finansiella tjänster via mjukvaruteknologi, där området för betalningslösningar har varit, och är, det mest framstående (PWC, 2016; Citigroup, 2017). Tillväxten inom Fintech i Sverige har varit hög på senare år men det som skiljer investeringarna nu från tidigare är att investeringarna idag inte bara är affärsänglar eller individuella Venture Capital (VC)-företag, utan även banker (Dagens Industri, 2017). Sedan 2016 har bankerna på allvar börjat göra minoritetsinvesteringar i unga entreprenöriella företag (Dagens Industri, 2017). Däribland återfinns företag med produkter som till viss del kan anses som konkurrerande, såsom exempelvis kreditförmedling, leasingupphandling och betalningslösningar (Retriever Business, 2017).

Denna verksamhet av bankerna, det vill säga minoritetsinvesteringar i entreprenörer, är exempel på en aktivitet som upplevt hög tillväxt i Sverige på senare tid, nämligen Corporate Venture Capital (CVC) (Dagens Industri, 2017). CVC är en undergrupp till VC som har existerat i flera decennier och har sitt ursprung i USA. CVC har främst ägt rum inom sektorerna för telekom, IT och medicinsk teknologi, alltså främst i branscher som är teknologiskt intensiva och drivna av strävan efter produktutveckling (Chesbrough, 2002). Aktiviteten har senare spridit sig både till fler sektorer och fler länder, däribland Sverige (Boston Consulting Group, 2016). Även om CVC är en form av VC finns det tydliga skillnader, enligt Chesbrough (2002): CVC bedrivs av företag, ofta stora koncerner, vars kärnverksamhet inte är VC, där ändamålen främst är strategiska, snarare än finansiella som de generellt sett är inom VC. Det finns också en skillnad i tidshorisonten. CVC-fonder har ofta en icke begränsad livslängd vilket ger upphov till att CVC-företag kan åta sig mer långsiktiga projekt.

En anledning till att CVC-företag väljer att investera i entreprenörer är att dessa kan besitta resurser av högt värde för de stora företagen, t.ex. teknologisk kompetens (Dushnitsky & Shaver, 2009). Ibland kan de resurser som entreprenörer besitter också hota de större företagens position, varför CVC kan fungera som en försvarsmekanism mot att bli utkonkurrerad (Kann, 2000). CVC kan ses som en form av strategisk allians och delar vissa

likheter kring ändamål och affärsrelation med andra typer av strategiska allianser (t.ex. ”joint ventures”, ”joint research and development” och licensavtal) (Kann, 2000). Något som dock skiljer CVC från andra strategiska allianser är diskrepansen i storlek som ofta finns mellan CVC-företaget och entreprenören. Kann (2000) menar att denna diskrepans kan skapa möjligheter till fördelaktiga synergier. Sådana synergier är något som tidigare forskning har antytt vara många företags högsta mål med CVC (Yost & Devlin, 1993). Ett annat kännetecken för CVC är som sagt att det rör sig om minoritetsinvesteringar. Att företag väljer detta snarare än förvärv kan bero på att kostnaderna för att dra sig ur en misslyckad investering är lägre, samtidigt som företagen också kan välja att utöka investeringen genom att delta i ytterligare finansieringsrundor om investeringen visar sig vara lyckosam (Tong & Li, 2011).

Samhället idag ställer höga krav på företag vad gäller teknologi och behovet av att vara långt fram i sin teknologiska utveckling är ett skäl till det lyft som CVC har fått på senare år. Den höga kompetensen hos entreprenörer i Sverige har fått en del större företag att inse att de måste agera för att inte riskera att bli ifrånsprungna (Dagens Industri, 2017). Banksektorn är ett exempel på en sektor som har ställts inför stora utmaningar. Bankerna befinner sig idag i en liknande position som flyg- och telekomföretag tidigare befunnit sig i, där ett förändrat klimat medför att företagen måste anpassa sig för att överleva. I tillägg till teknologiska förändringar som har bevitnats inom banksektorn på senare år har även regelverksförändringar ägt rum som påverkat bankerna (t.ex. strängare kapitaltäckningskrav och konkurrensfrämjande direktiv). Under 2018 kommer ett ytterligare regelverk som påverkar bankerna att implementeras, nämligen EU:s betaltjänstdirektiv PSD2. Detta regelverk tvingar bankerna att öppna upp deras system för andra aktörer, vilket minskar etableringshinder inom banksektorn och därmed ökar konkurrensen på den finansiella marknaden (PWC, 2016). Trenden som redan idag visar på att fler konsumenter vänder sig till Fintech-företag i ärenden gällande deras ekonomi (Capgemini, 2016) kan därmed komma att förstärkas i och med PSD2.

Under 2016 chockade SEB marknaden när de via dotterbolaget SEB Venture Capital gjorde en stor investering i sparapplikationen Tink. SEB har sedan dess varit en av de mest aktiva aktörerna, och var även den första bland storbankerna på detta område (Dagens Industri, 2017). Fram tills 2016 var SEB Venture Capital dock inriktat på industriell teknologi och livsvetenskap (SEB, 2017). Investeringarna var alltså till synes orelaterade till bankens kärnverksamhet. Förra året ändrade SEB däremot detta till att rikta in sig mer på företag inom Fintech-sektorn (SEB, 2017), något som ytterligare förstärker vårt ämnes aktualitet. Nordea

och Swedbank har också nyligen gjort varsin investering, Nordea i rabattapplikationen Wrapp och Swedbank i Mina Tjänster, som hjälper användare med avslut av abonnemangstjänster (Dagens Industri, 2017). Handelsbanken är den storbank som i störst utsträckning släpar efter då de ännu inte gjort en investering i sektorn (Dagens Industri, 2017). Tittar vi utanför de fyra storbankerna återfinns en annan aktiv aktör vad gäller Fintech-investeringar, nämligen den digitala nischbanken Collector (Crunchbase, 2017; Nordictechlist, 2017), som tillsammans med Sveriges största aktör vad gäller VC-investeringar i Fintech, NFT Ventures (NFT Ventures, 2017), har bildat kommanditbolaget Collector Ventures (Dagens Industri, 2016).

1.2 Problemdiskussion

Det finns en historik med många misslyckade implementeringar av CVC-program. En studie på området gjordes av Gompers och Lerner (1998), där de identifierade två huvudskäl till CVC:s misslyckanden. Det första problemet var att det fanns en brist på väldefinierade mål och härrörde sig från investeringar som gjorts i företag med ingen eller svag koppling till det investerande företaget. Det andra problemet bestod av att det fanns en otillräcklig hängivenhet hos det investerande företaget, vilket illustrerades genom höga nivåer av byråkrati, olika attityder gentemot risktagande i investeringarna samt brist på uppmärksamhet från företagsledningen (Gompers & Lerner, 1998).

En del forskning har bedrivits inom området VC där fokus har varit på hur risken för eventuella agentkonflikter mellan VC-företag och entreprenör hanteras med hjälp av kontrakteringsprinciper (Kaplan & Strömberg, 2003). Agentkonflikter kan enligt Jensen & Meckling (1976) definieras som de kostnader som uppstår då en agent agerar i egenintresse, och detta inte är förenligt med en principals intresse. Jensen & Meckling (1976) använder förhållandet mellan aktieägare (principaler) och företagsledning (agenter) för att illustrera denna konflikt (Jensen & Meckling, 1976). Relationen mellan ett VC-företag och en entreprenör kan således beskrivas som ett agentförhållande. Bristen på historik kring entreprenörens verksamhet medför att VC-företaget behöver spendera mycket resurser på undersökning och monitorering av entreprenören för att försäkra sig om att entreprenören inte målar upp en felaktig bild av sin verksamhet. VC-företaget och entreprenören riskerar också att ha olika intressen, vilket ger upphov till en risk för att entreprenören agerar opportunistiskt (Kann, 2000). Att CVC-företag i tillägg till finansiella intressen också har strategiska intressen kan leda till agentkonflikter med såväl entreprenörer som andra VC-företag som är inblandade i investeringarna. De här agentkonflikterna kommer framöver att benämnas som

”externa”. Det som ligger till grund för dessa konflikter är att CVC-företagets strategiska ändamål kan vara skilt från entreprenörens och VC-företagets (Masulis & Nahata, 2006). Den strategiska aspekten som förekommer inom CVC medför att det inom CVC kan uppstå andra former av agentkonflikter än inom VC. Medan en finansiell investerare behöver använda medel för att göra entreprenören till en bättre agent för att undgå finansiella implikationer, behöver en strategisk investerare även ta hänsyn till strategiska implikationer såsom exploatering av teknologi eller kompetens, som kan vara en del av det som utgör det investerande företagets konkurrensfördel (Kann, 2000).

Ett antal studier (se bl.a. Hellmann, 2002; Masulis & Nahata, 2006) har påvisat att externa agentkonflikter mellan investerare och entreprenör i samband med CVC är lägre om entreprenören i fråga utgör ett komplement till CVC-företaget, och avsevärt högre om entreprenören utgör ett konkurrenshot, då konkurrenssituationen kan göra intressekonflikter mer påtagliga. Eftersom bankernas CVC-verksamheter främst är fokuserade på Fintech-sektorn, där flera potentiella konkurrenter till bankerna återfinns, menar vi att detta kan förstärka de agentkonflikter som kan uppstå i samband med CVC. Att Fintech-sektorn är ett potentiellt konkurrenshot mot bankerna är något som också stöds av statistik över marknaden för finansiella tjänster, där det framgår att bankerna på en global nivå tappar kunder till unga Fintech-företag (Capgemini, 2016). Ovanstående resonemang bidrar till att agentkonflikter inom bankernas CVC-verksamheter är ett intressant område att undersöka.

Förutom de externa agentkonflikter som omnämnts har forskning också belyst konflikter som kan uppstå inom CVC-företaget. Dessa benämns framöver som ”interna” och grundar sig också i agentteorin som framhävts av Jensen & Meckling (1976). Agentförhållandet ser här ut som så att CVC-armen agerar agenter åt moderbolaget (principalen) då de genomför VC-investeringar åt moderbolagets vägnar (Galloway m.fl., 2017). Eftersom CVC-armen samtidigt är principal i relationen med entreprenören de investerar i, menar Galloway med flera (2017) att en flerfaldig agentkonflikt kan uppstå. Riskerna för interna konflikter grundar sig främst i svårigheten att sammanföra strategiska och finansiella mål inom organisationen och kan ta olika former beroende på vilken typ av struktur CVC-armen har (Lerner, 2013; Kann, 2000). På marknaden idag ser vi främst tre olika typer av strukturer (Dushnitsky, 2009): Den första är att investeringar sker via ett helägt dotterbolag som endast är specialiserat på att utföra investeringar för moderbolaget, den andra är genom ett samarbete med ett externt VC-företag där CVC-företaget går in med begränsat ekonomiskt ansvar, och den sista strukturen är att moderbolaget gör direktinvesteringar, ofta via särskilda affärsgrupper eller affärsenheter som till viss del är specialiserade på detta.

I CVC ämnar företag att kombinera två tankesätt: det tillhörande den riskbenägna VC-investeraren och det tillhörande den processbundna företagsledningen (Lerner, 2013). Eftersom banker har hand om invånarens pengar kan de förväntas agera med en viss nivå av riskaversion, och eftersom de dessutom utgör stora och komplexa organisationer där det generellt tar lång tid att genomföra förändringar, så känns det motiverat att utforska hur dessa organisatoriska utmaningar och de konflikter som de kan medföra, ser ut i praktiken.

1.3 Syfte och frågeställningar

Baserat på diskussionen ovan är syftet med denna uppsats att undersöka potentiella agentkonflikter i svenska bankers CVC-verksamhet, såväl interna (inom organisationen) som externa (med entreprenörer och andra VC-företag). Genom att belysa detta ämnar uppsatsen att bidra med insikt kring hur banker kan strukturera CVC för att minimera dessa potentiella konflikter.

Följande frågeställningar kommer att besvaras:

- Vilka externa agentkonflikter existerar i de intervjuade bankernas CVC-verksamhet?
- Vilka interna agentkonflikter existerar i de intervjuade bankernas CVC-verksamhet?

2 Metod

2.1 Forskningsdesign

När en vetenskaplig studie utförs skiljer man mellan en kvantitativ metod och en kvalitativ metod eller en kombination av dessa. När man utför en kvalitativ metod är det författarnas uppfattning och tolkningar av den insamlade informationen som analyseras (Bryman & Bell, 2011). Vi har valt att använda oss av en kvalitativ metod då vi anser att det är den typen av metod som bäst kommer möjliggöra att vi får svar på våra frågeställningar och kan uppfylla syftet med uppsatsen. Eftersom syftet med uppsatsen är att undersöka agentkonflikter inom svenska bankers CVC-verksamhet är det nödvändigt att tankegångarna hos företagen i fråga tas med, och att grunden för den empiriska studien är deras bild av verkligheten, något som möjliggörs av en kvalitativ metod (Bryman & Bell, 2011). Av denna anledningen har vi också valt att göra en intervjustudie, då denna form av datainsamling ämnar få med intervjupersoners världsbild (Bryman & Bell, 2011), vilket var det vi eftersträvade. Efter att ha läst in oss på den teori som finns på ämnet, skaffat oss en bild av problem som existerar och arbetat fram generella frågeställningar vi ville ha svar på, tog vi kontakt med de svenska banker som varit aktiva inom CVC. Vi fick här återkoppling av tre aktörer som vi bedömde var relevanta för uppsatsen.

De intervjuer som har utförts med dessa aktörer har varit semi-strukturerade, vilket innebär att vi har utgått från ett på förhand utformat frågeformulär (Bryman & Bell, 2011). Detta frågeformulär har också den intervjuade personen fått ta del av innan intervjun ägt rum. Vi har främst varit intresserade av den intervjuades ståndpunkter och uppfattningar på området och har därmed låtit intervjuerna vara flexibla och tillåtit den intervjuade personen att till viss del styra intervjun in på de områden denne ansett vara relevant. Detta bidrar till större kunskap och uppfyller vår strävan efter att få fylliga och detaljerade svar (Bryman & Bell, 2011). Vi har dock varit noga med att inte låta den intervjuade personen styra intervjun i den utsträckningen att vi inte kommit in på de frågor vi hade förberett på förhand. Däremot har ordningsföljden på frågorna varierat under intervjuerna och nya frågor och följdfrågor har ställts för att följa upp de svar som givits. För att kunna vara engagerade i intervjuerna, och för att underlätta analysen av de svar som framkommit, har samtliga intervjuer spelats in och sedan transkriberats (Bryman & Bell, 2011).

De frågor som har ställts under intervjuerna har inte varit identiskt utformade för alla tre intervjuer utan har anpassats något för varje individ för att i större grad ge oss de relevanta svar vi sökt hos de olika personerna. Teorin som finns kring konflikter inom CVC tar upp att konflikterna främst påverkas av hur verksamheten är strukturerad och följaktligen hur arbetsprocessen ser ut, vilka ändamål företaget har med verksamheten samt vilken relation företaget har med entreprenören. Frågorna som ställts i intervjuerna har därför haft dessa huvudteman, vilket också bidragit till att empirikapitlet följer den struktur det gör. Intervjuguider med frågor går att hitta i appendix.

När man utför en kvalitativ studie skiljer man ofta på deduktiv och induktiv ansats när man beskriver sambandet mellan teori och empiri (Bryman & Bell, 2011). Vi har använt oss av en deduktiv ansats vilket innebär att vi har utgått ifrån redan befintlig teori och forskning och sedan applicerat dessa teorier på våra observationer (Bryman & Bell, 2011). Efter att intervjuerna ägt rum har de analyserats genom att härleda svaren till teorin på området för att se vilka empiriska observationer som är i enlighet med teorin, och vilka som inte är det.

2.2 Urval av data

Enligt Bryman & Bell (2011) skiljer man vid urval av data främst på två olika typer. Den första typen av data är primärdata, dvs. data som går att hämta och sammanställa direkt från ursprungskällan. Exempel på primärdata är observationer, enkäter eller intervjuer. Sekundärdata är den andra typen av data och detta är data som redan samlats in av exempelvis forskare eller institutioner och sammanställts i akademiska texter, avhandlingar eller uppsatser. Det är nödvändigt med en kombination av de båda typerna av data för att kunna göra slutsatser och för att få en så hög validitet som möjligt (Bryman & Bell, 2011).

Primärdatan i denna uppsats kommer från de tre intervjuer vi har utfört. De personer vi har intervjuat är Ulf Lewander, Senior Investment Manager på SEB Venture Capital, Johan Lundberg, VD samt grundare på NFT Ventures samt Magnus Lenngren, Senior Technical Advisor på Collector AB samt medlem i investeringskommittén på Collector Ventures. Intervjuerna med SEB Venture Capital och Collector gjordes i person på respektive företags huvudkontor och varade i strax under en timme. Intervjun med NFT Ventures blev tvungen att utföras på telefon och varade i cirka tjugo minuter. Anledningen till att vi ville intervju SEB och Collector Bank är för att de har en aktiv CVC-verksamhet och för att de är tydligt inriktade på Fintech-bolag. Anledningen till att vi ville intervju NFT Ventures är främst för att de är operativa delägare i Collector Ventures, men även för att de är den största spelaren

vad gäller Fintech-investeringar bland VC-företagen i Sverige. De kriterier vi har haft på de personer vi har velat intervjua på dessa företag har varit att de ska ha en hög position på företaget i fråga, ha mycket insikt på området och på något sätt vara delaktig i företagets beslutsfattande. Intervjufrågorna som ställts till aktörerna som klassificeras som del av bankerna (SEB Venture Capital och Collector AB) har haft fokus på strategiska ändamål, relation till entreprenörer, verksamhetsstruktur och potentiella konkurrenssituationer med företagen de investerar i. Frågorna till NFT Ventures har varit mer inriktade mot eventuella diskrepanser mellan traditionell VC och CVC, då de är aktiva i båda delarna. I tillägg har frågorna varit anpassade till respektive CVC-verksamhets struktur, vilket lett till att frågor till Collector AB och NFT Ventures varit mer fokuserade på deras samarbete i Collector Ventures, medan frågor till SEB Venture Capital varit mer fokuserade på interna beslutsprocesser och koppling till moderbolaget.

Den sekundärdata som använts under uppsatsens gång består främst av litteratur och vetenskapliga artiklar som är insamlade med hjälp av Göteborgs Universitetsbiblioteks olika sökmotorer samt Google Scholar. Denna data har hjälpt oss att få en förståelse för ämnet vilket har möjliggjort att vi kunnat avgöra vad som varit applicerbart för just vår uppsats. När vi sökt efter relevant litteratur har viktiga sökord bl.a. varit: ”Corporate Venture Capital”, ”CVC”, ”Strategic Investing”, ”Conflicts in Venture Capital”, ”CVC Structure” och ”Agency Conflicts in CVC”. Vi har också använt databaserna Norditechlist och Crunchbase för att göra en viss kartläggning av branschen och få en bild av vilka investeringar som gjorts inom sektorn och av vilka aktörer. En ytterligare form av sekundärdata som använts för kartläggning av den globala finansmarknaden är rapporter från konsultföretagen PwC LLP och Cap Gemini S.A. samt från finansbolaget och banken Citigroup Inc. Vad gäller företagsspecifik information såsom exempelvis sammansättning av styrelser har vi använt oss av databasen Retriever Business. Annan grundläggande information om företagen vi intervjuat har hämtats från respektive företags hemsida. Viss sekundärdata har även varit i form av tidningsartiklar från Dagens Industri, då enbart för användning i inledningen med syfte att redogöra för aktuella trender som kunnat stärka vårt uppsatsämnes relevans.

2.3 Validitet och reliabilitet

En uppsats reliabilitet rör frågan huruvida resultatet från undersökningen skulle bli detsamma om den skulle genomföras en gång till eller om de påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga förutsättningar. Uppsatsens validitet bedöms av huruvida de slutsatser och resultat som

genererats i undersökningen hänger ihop eller inte (Bryman & Bell, 2011). Denna uppsats ämnar ha så hög validitet och reliabilitet som möjligt men vi är väl medvetna om att det kan uppstå tillkortakommanden under uppsatsens gång vilket kan komma att påverka resultatets validitet och reliabilitet.

När intervjuer utförs finns det alltid en risk att personerna i fråga är partiska vilket kan komma att påverka de svar och den information de väljer att dela med sig av vilket i sin tur kan komma att påverka vår analys. Banksektorn har också väldigt höga krav på sig gällande sekretess så i vissa fall har intervjupersonerna inte kunnat gå in så detaljerat på de frågor vi ställt vilket också kan påverka utfallet. För att minska risken för att missa värdefull information under intervjuerna har vi spelat in och transkriberat dem vilket vi anser har bidragit till en högre kvalitet på uppsatsen. Intervjun som gjordes med Johan Lundberg på NFT Ventures blev tvungen att utföras via telefon, vilket kan ha haft en negativ påverkan då det är lättare för intervjupersoner att avsluta telefonintervjuer än intervjuer som görs ansikte mot ansikte (Bryman & Bell, 2011). Intervjun kan därmed ha blivit kortare än vad den hade blivit om den hade gjorts i person.

Något som till synes skulle kunna vara en annan begränsning med uppsatsen är att vi endast haft tre intervjuer och det skulle kunna gå att argumentera för att vi därmed ej uppnått den mättnad som hade önskats. Vi kontaktade andra banker i hopp om att kunna få med dem i vår uppsats men de hade ingen möjlighet att ställa upp på intervjuer. De intervjuer vi gjort har dock varit med de företag som är klart dominerande inom vårt valda undersökningsområde. Även om det existerar många fler banker i Sverige så svarar SEB och Collector tillsammans för en stor andel av svenska bankers CVC-investeringar (Crunchbase, 2017; Nordic Tech List, 2017), varför vi menar att avsaknaden av fler intervjuer inte har en märkbar negativ påverkan på uppsatsens validitet. De personer som intervjuats är också högt uppsatta på respektive företag, vilket vi menar ytterligare stärker kvalitén på empirin.

Flyvbjerg (2006) argumenterar för att ett strategiskt urval av ett eller ett fåtal fall kan räcka för att dra generella slutsatser, och kan vara en minst lika viktig metod för generalisering som ett stort, slumpmässigt urval. De företag och personer som intervjuats för denna uppsatsen anser vi håller en väldigt hög kvalitet och dessutom är så pass olika att de skulle kunna klassificeras som maximumvariationsfall, som enligt Flyvbjerg (2006) kan vara ett sätt att kunna generalisera utifrån ett fåtal fall. Vi menar ändå att för att dra generella slutsatser om övriga bankers CVC-verksamheter skulle vi velat ha intervjuer både med banker som använt en annan struktur för CVC, och med banker som valt att inte engagera sig i CVC-verksamhet. En mer ambitiös fallstudie där beslutsprocesser inom organisationerna studeras

på djupet, och där relationerna till entreprenörerna samt utformningen av kontrakt undersöks närmare, hade enligt vår mening också känts nödvändigt för att göra starka uttalanden kring andra bankers CVC-verksamheter. Av dessa anledningar kommer det i den här uppsatsen inte att dras några generella slutsatser om marknaden i sin helhet.

3 Teoretisk referensram

3.1 Agentteorin

Agentförhållandet beskrivs som ett kontrakt mellan två eller flera parter där ena parten (ledningen) skall utföra ett uppdrag åt den andra parten (ägare) och där beslutsfattandet således delegeras till ledningen. Om båda parter ämnar maximera sin egna nytta finns det stor anledning att tro att ledningen kommer sätta sina egna intressen framför ägarens och därmed uppstår problematiken. Detta problem benämns också ibland som "principal-agent problem", där principalerna är synonyma med ägarna och agenterna med ledningen (Jensen & Meckling, 1976). För att minska motsättningarna i en sådan relation finns det vissa åtgärder ägarna kan ta till. Genom övervakning ("monitoring") av de beslut ledningen fattar kan ägarna förhindra beslutsfattande som inte gynnar dem. Genom att skapa lämpliga incitament för ledningen kan de även få bådats intressen att i större grad sammanflätas ("bonding") vilket leder till färre skiljaktigheter och problematiska konflikter (Jensen & Meckling, 1976). Agentförhållandet är universalt och förekommer i alla företag och på alla nivåer av förvaltning inom företagen (Eisenhardt, 1985).

3.1.1 Asymmetrisk information

Asymmetrisk information definieras som när en part har ett informationsövertag över den andra parten. Detta kan leda till att det finns en obalans av makt och kunskap när transaktioner skall utföras eller kontrakt skall skrivas (Akerlof, 1970). Asymmetrisk information kan leda till opportunistiskt agerande och beskrivs inom VC ofta på något eller några av följande tre sätt (Barney & Ouchi, 1986):

- 1) "Adverse selection". Agenter målar upp en felaktig bild av sig själva genom att inte vara helt ärliga kring deras bakgrund, motiv eller kapacitet. Inom VC är risken för detta mest påtagligt under den s.k. due diligence-processen, d.v.s. innan en investering gjorts.
- 2) "Moral hazard". När den ena parten i en affärsrelation inte direkt kan observera den andra parten, dvs. då asymmetrisk information råder, så måste den ena parten monitorera den andra. Om kostnader för monitorering är höga, och felmarginalen dessutom är hög, uppstår problem relaterade till moral hazard. Dessa problem är applicerbara på VC efter att en investering gjorts, i fall då VC-bolaget (principalen) inte har tillräckligt bra information om entreprenörens (agentens) nuvarande prestation, vilket kan ge upphov till

opportunistiskt beteende i form av oförmåga att möta de skyldigheter som stipulerats i kontrakt, samt ”shirking costs”, som innebär att agenten agerar halvhjärtat.

- 3) ”Hold-up problems”. Dessa uppstår om överenskommelser mellan de två parterna måste omförhandlas p.g.a. att investeringar har gjorts i relationsspecifika tillgångar (vilket ger transaktionspartnern en möjlighet att förhandla till sig bättre villkor efter investeringen har gjorts) eller att kontrakt varit inkompleta (investeraren har misslyckats med att identifiera alla olika utfall och kan därmed stå utan nödvändig respons).

3.2 Externa agentkonflikter

3.2.1 Inom VC

Enligt Kann (2000) karaktäriseras VC av hög osäkerhet kring investeringens utfall, adverse selection, moral hazard och hold-up-problem. Den höga osäkerheten kan ha sina grunder internt i entreprenörens organisation (exempelvis otillräcklig företagsledning, dåligt kassaflöde eller svårigheter med teknologiutveckling) eller externt på marknaden (teknologiskiften, nya konkurrenter eller svängningar i ekonomin) (Ruhnka & Young, 1991). Problem kring adverse selection uppstår på grund av att entreprenören har mer information om sin egen verksamhet än en investerare, framförallt på grund av att företaget är ungt vilket gör asymmetrisk information än mer påtaglig (Sahlman, 1990). Moral hazard-relaterade problem inom VC har ofta sin grund i att entreprenören och VC-bolaget strävar mot olika mål, och om inte ett lämpligt incitamentsprogram tillämpas finns det en hög risk för att entreprenören agerar opportunistiskt och orsakar shirking costs (Kann, 2000). Eftersom en VC-investering kan beskrivas som en ”sunk cost”, dvs. går ej att reversera, och eftersom entreprenören själv ofta är en viktig del av investeringens framgång kan hold-up-problem uppstå så snart en investering gjorts, genom att entreprenören får ett för bra förhandlingsläge (Kann, 2000).

3.2.2 Inom CVC

När investerare med strategiska ändamål likt CVC-företag deltar i finansiering kan konflikter uppstå både mellan CVC-företaget och entreprenören samt mellan CVC- och VC-företag i de fall då VC-företag också deltar i en investering (Masulis & Nahata, 2006). Bland annat kan konflikter med entreprenören grunda sig i den strategiska frågan då CVC-företaget är måna om deras egna utveckling och kan vara lockade att styra entreprenören i denna riktning. Konflikt med VC-företag kan uppstå av finansiella skäl då CVC-företaget exempelvis kan

vara ointresserade av en finansiellt lönsam exit (för VC-företag och entreprenör), framförallt om det involverar en konkurrent (Masulis & Nahata, 2006).

Kann (2000) menar på att CVC-investeringar är föremål för främst två typer av konflikter: moral hazard gällande expropriation av immateriell egendom och övriga strategiska intressekonflikter. Moral hazard-problemen är enligt Kann (2000) främst en risk för entreprenören. Om entreprenören inte har tillräckligt starkt immaterialrättsligt skydd finns det en risk att investeraren agerar opportunistiskt och felaktigt utnyttjar den immateriell egendom investeraren får tillgång till. Att risken för att investeraren drabbas av motsvarande agerande av entreprenören beror delvis på starkare immaterialrättsligt skydd samt att det faktum att CVC-företaget tar ägande i entreprenörens verksamhet till viss del sammanför entreprenörens intressen med deras egna. Det är svårare för entreprenören att göra motsvarande. Risken kan exempelvis uppstå i samband med due diligence-processen eller om det existerar ett licensavtal mellan investeraren och entreprenören (Kann, 2000). Om CVC-företaget och entreprenören kan klassificeras som konkurrenter är moral hazard-problemen mer påtagliga än om de är komplement till varandra. Om de är potentiella konkurrenter är nämligen CVC-företaget mer benägna att vilja investera i entreprenören för att få tillgång till potentiellt framgångsrik teknologi eller dra nytta av entreprenörens framtida utveckling i ett tidigt stadie (Masulis & Nahata, 2006). CVC har generellt en tendens att leda till högre värdering av företaget, vilket också förstärks när det gäller investeringar i potentiella konkurrenter (Hellmann, 2002).

Typen av affärsrelation som CVC-företaget har med entreprenören kan också påverka i vilken utsträckning intressekonflikter kan uppstå. Den främsta intressekonflikten som kan uppstå är om det sker direkta transaktioner mellan företagen, exempelvis i de fallen då det finns ett kund-leverantörsförhållande. Om investeraren dessutom är kund ställs den inför en intressekonflikt då den, i egenskap av investerare, är mån om att entreprenören gör så stor vinst som möjligt på sina produkter, medan den som kund vill betala ett så lågt pris som möjligt. I dessa fall är det vanligt att investeraren inte är styrelserepresentant i det entreprenöriella företaget då den skulle bli tvungen att företräda två sidor med olika intressen (Kann, 2000).

3.4 Strukturering av CVC och interna agentkonflikter

3.4.1 Organisationsstrukturer

Dushnitsky (2000) menar att CVC-investeringar kan ske genom ett flertal olika organisationsstrukturer:

- 1) ”Direct investments”, vilket innebär att företag antingen gör investeringar via en särskild affärsutvecklingsgrupp eller via någon av affärsenheterna som ansvarar för den operativa verksamheten. Genomgående för samtliga direkta investeringar är att de ansvariga är anställda i bolaget.
- 2) ”Dedicated venture capital funds”. I detta fall används ett fristående VC-bolag som är strukturerat som en fond och de förvaltar CVC företagets investeringar. I dessa fall går CVC-företaget in med begränsad ekonomisk risk medan det externa VC-företaget har obegränsad ekonomisk risk. Denna struktur motsvaras i Sverige av ett kommanditbolag. VC-bolaget hanterar själva investeringarna men med CVC-företagets strategiska mål i åtanke.
- 3) ”Wholly-owned subsidiary”. Dessa bolag är helägda av moderbolaget men ägnar sig enbart åt VC-verksamhet. Detta gestaltar sig ofta genom att moderbolaget allokerar kapital till dotterbolaget för att använda till investeringar.

3.4.2 Nackdelar med att investera via VC-företag

När investeringar görs genom VC-företag uppstår kostnader i form av koordinering och motivation (Kann, 2000). Kostnader för koordinering inom CVC handlar om att identifiera ett lämpligt VC-företag, förhandla fram villkoren för investeringen, skapa detaljerade stadgar för investeringen, samt överföra nödvändig teknologisk kompetens och information om CVC-företagets strategiska ändamål till VC-företaget (Kann, 2000). Dessa kostnader är störst innan investering görs, då CVC-företagets risk är begränsad till deras insats och därmed inte kan vara aktiva i den operativa styrningen av fonden som startas tillsammans med VC-företaget. Kostnader för koordinering inkluderar också sådana vinster som går förlorade om VC-företaget misslyckas med att identifiera relevanta investeringsmöjligheter, vare sig detta beror på att en investering görs i ett undermåligt företag eller att de går miste om en investering i ett bra företag (Kann, 2000). Motivationskostnader i ett CVC-kontext härrör från ofullständig information och asymmetrier samt bristfälligt engagemang (Kann, 2000). Kostnader som grundar sig i ofullständig information uppstår i de fall då CVC-företaget inte helt och hållet

lyckas identifiera VC-företagets motiv innan de tillför kapital, eller för att de inte lyckas övervaka VC-företagets agerande tillräckligt efter att de tillfört kapital (Kann, 2000). I vilken utsträckning VC-företaget är motiverade att anstränga sig för att identifiera strategiska möjligheter för CVC-företaget är en huvudfaktor för CVC-verksamhetens framgång. De investeringar som är av intresse för CVC-företaget finns ofta på en väldigt smal marknad, vilket gör VC-företagets process mer arbetskraftsintensiv och mindre effektiv när de agerar åt ett CVC-företags vägnar jämfört med deras traditionella arbetssätt (Kann, 2000).

Motivationskostnader som uppstår på grund av bristfälligt engagemang grundar sig i svårigheten att styra VC-företagets agerande efter att CVC-företaget har tillfört kapital, och att det ursprungliga avtalet för partnerskapet är den enda styrningsmekanismen som existerar (Gompers & Lerner, 1996). Incitament till VC-företaget ges ofta med grund i finansiell avkastning och inte strategisk. Således kan de inte straffas om de misslyckas med att identifiera strategiskt relevanta investeringar. Enligt Kann (2000) kan dessa kostnader, som uppstår genom att motivera VC-företaget till att agera i enlighet med CVC-företagets strategiska mål, vara en avskräckande faktor för outsourcing av investeringsprocessen.

Investeringar i unga företag kännetecknas också av höga nivåer av asymmetrisk information. Vid outsourcing har VC-företaget vanligtvis en aktiv roll i entreprenören, medan CVC-företaget har en begränsad risk, vilket innebär att de inte kan övervaka entreprenören lika noga (Sahlman, 1990). Asymmetrisk information kännetecknas också här av att CVC-företaget inte har full kunskap om hur väl VC-företaget kan agera i enlighet med de strategiska ändamål som CVC-företaget satt upp.

3.4.3 Fördelar med att investera via VC-företag

Fördelarna med att outsourca investeringsprocessen grundar sig i att det kan tillåta processen att skötas mer effektivt genom skal fördelar och principer för konkurrens på marknaden. VC-företag kan utnyttja skal fördelar genom att de etablerar mycket kontakter för förädling av investeringar och hantering av due diligence (Kann, 2000). Genom att VC-företag skapar ett rykte för deras tjänster ges entreprenörer mer kännedom om deras kompetens. Detta leder i sin tur till ett bättre flöde vad gäller affärer än vad ett CVC-företag skulle kunna uppnå. Likaså uppvisar VC en brant inlärningskurva vad gäller identifiering av investeringsmöjligheter, strukturerande av affärer, hantering av relationer med entreprenörer och planering av exit-strategier. Ett VC-företag torde kunna vara mer effektivt än ett CVC-företag i denna process (Kann, 2000).

På en marknad med hög konkurrens behöver specialiserade företag, såsom VC-företag, hela tiden försvara sig mot rivaler, vilket leder till mer effektivt arbete och minskar agentkostnader som t.ex. shirking, i jämförelse med CVC-företag (Kann, 2000). I tillägg finns det en stor fördel i att outsourca investeringsverksamheten till VC-företag som handlar om kontaktnät. Inom strategiska allianser i allmänhet är risken för opportunistiskt agerande hög, varför en del entreprenörer föredrar finansiering från ett traditionellt VC-företag i jämförelse med en strategisk investerare som CVC-företag (Kann, 2000). VC-företaget kan här agera som en buffert gentemot entreprenören genom att skyla viss konfidentiell information från CVC-företaget, men samtidigt möjliggöra en affärsrelation mellan dem. VC-företaget kan även agera som en buffert gentemot CVC-företaget eftersom att, vid eventuella misslyckade investeringar i entreprenöriella företag, så är det VC-företaget som tar på sig ansvaret och på detta sätt riskerar inte CVC-företagets varumärke förknippas med detta (Kann, 2000).

3.4.4 Nackdelar med att investera in-house

De kostnader som associeras med en internaliserad investeringsverksamhet är så kallade byråkratiska kostnader, också benämnda ”intra-firm agency costs”, och Kann (2000) lyfter fram fem sådana:

- 1) Alternativkostnader: CVC kräver skicklig personal som är välbekant med företagets strategier. Dessa personer kanske hade använts mer effektivt om de fortsatt varit allokerade inom företagets kärnverksamhet.
- 2) Shirking costs inom företaget: Eftersom målet med CVC är att uppnå strategiska synergier utöver finansiell avkastning så kan det vara svårt att strukturera hur compensationen ska se ut.
- 3) Ojämlighet inom företaget: Om företaget väljer att kompensera CVC-chefer efter förverkligad avkastning baserat på de investeringar de gjort kan det uppstå ojämlikheter mellan anställda, främst bland högre chefer. Dushnitsky och Shapira (2010) har i en annan studie visat på samma problematik och att den interna kompensationsstrukturen inom CVC är betydligt svagare än inom VC.
- 4) Lojalitet: Om företaget inte anpassar compensationen till CVC-cheferna efter förverkligad avkastning baserat på de investeringar de gjort kommer de att se sig om efter andra jobbalternativ.
- 5) Andra byråkratiska kostnader kan uppstå på grund av långsamma beslutsprocesser inom organisationen, att kortsiktiga mål inte är passande för CVC samt att politiskt motiverade beslut förhindrar förmånliga investeringsmöjligheter.

I en annan tidig studie av Rind (1981) undersöktes potentiella intressekonflikter som kan uppstå internt i CVC-företaget, där en sådan konflikt gällde verksamhetsstyrningen. För att entreprenören ska lyckas är det troligt att kostnaderna måste tas i ett tidigt stadiet, medan eventuella vinster från projektet troligtvis kommer mycket senare och sannolikt under en annan chef. När investeringarna sköts in-house kan den ansvariga personen därför ha starka incitament att inte ta några riskabla investeringsbeslut eftersom att denne löper stor risk att enbart bära kostnaderna för investeringen och inte vinsterna (Rind, 1981).

3.4.5 Fördelar med att investera in-house

Kann (2000) nämner att fördelarna med att internalisera sin investeringsverksamhet är främst att man slipper transaktionskostnader men i vissa fall är det också mer teknologiskt effektivt att integrera vissa ekonomiska aktiviteter. När CVC och entreprenörsbolag utför liknande aktiviteter uppstår ofta denna typen av effektivitet. Utöver detta så skapar också en internaliserad investeringsprocess möjligheter för olika avdelningar inom bolaget att uppnå synergier med varandra genom att dela information om marknadsutveckling och möjliga partnerskap (Winter & Murfin, 1988). Besanko (1996) presenterar tre distinkta fördelar med att internalisera investeringsverksamheten.

- 1) Integration reducerar asymmetrisk information och möjliggör en mer kraftfull styrningsstruktur, t.ex. mer effektiva mekanismer för att behandla dispyter inom företaget.
- 2) Integration gör så att de transagerande parterna har upprepad kontakt vilket är ett mer effektivt sätt att sammanföra intressen på än långsiktiga kontrakt.
- 3) Integration kan motverka opportunistiskt agerande då två parter som arbetar inom samma organisation i större grad har samma incitament att agera för organisationens bästa.

Integrering av investeringsverksamheten reducerar möjligheterna till att resurser allokeras på fel sätt på grund av den asymmetriska information som är inblandad i processen. Chefen för investeringarna har en större förståelse för vilken relevans entreprenörens tillgångar har för att uppnå CVC-företagets strategiska mål. Därmed leder integration till att strategiskt irrelevanta investeringar kan undvikas (Kann, 2000). En sista distinkt fördel med internalisering som nämns är att CVC-företagets chefer och personal skaffar kunskaper och skicklighet inom området och även knyter an personliga nätverk som är nödvändiga för att utföra strategiskt relevanta investeringar (Kann, 2000).

3.5 Analymodell

Den teori som presenterats i detta kapitel är essentiell att förstå för att kunna angripa uppsatsens frågeställningar. Kapitlet inleddes med att beskriva agentteorin, vilket är den teori som vi utgår ifrån när vi undersöker konflikter inom bankernas CVC-verksamhet och är därmed fundamental för uppsatsen. Därefter presenterades begreppet ”asymmetrisk information” som också har en stor roll i konflikterna som kan uppstå i samband med CVC. Kapitlet avslutades med att presentera olika typer av konflikter inom CVC, och till viss del även konflikter inom traditionell VC, som i stor utsträckning har sin grund i agentteorin och asymmetrisk information. Det som först togs upp var hur externa agentkonflikter kan se ut och detta presenterades inom både VC och CVC för att belysa skillnader i konflikterna när det föreligger ett strategiskt intresse, som fallet är vid CVC. Därefter presenterades de sätt som företag kan organisera CVC på, varpå fördelar och nackdelar med de olika strukturerna redogjordes för. Syftet med detta var att visa hur valet av organisationsstruktur kan påverka förekomsten av agentkonflikter, vilket är kärnan i uppsatsens andra frågeställning kring interna agentkonflikter. All teori kring CVC som har presenterats i detta kapitel har behandlat CVC på en övergripande nivå, vilket vi sedan använt för att applicera på vårt valda undersökningsområde, nämligen CVC i svenska banker. Med hjälp av den teori som presenterats utformades nästa kapitel, som behandlar de intervjuer vi gjort. Såväl intervjufrågor som struktur av empirikapitlet har sin grund i det som presenterats ovan. I kapitel fem följer sedan analysen, där teorierna som presenterats här förs samman med resultaten från våra intervjuer.

4 Empiri

4.1 Intervju med SEB Venture Capital

4.1.1 Verksamhetsstruktur

SEB Venture Capital grundades 1995 och är därmed den äldsta CVC-armen bland alla banker i Sverige. Strukturen ser ut på samma sätt idag som den gjorde när den startades och CVC-verksamheten är en s.k. "Captive Unit", vilket innebär att de är en del av moderbolaget och använder deras balansräkning. Fonden är också av s.k. Evergreen karaktär, vilket innebär att fonden är evig så när företag säljs så återanvänds investerat kapital (Lewander, 2017). Fonden har 2 miljarder SEK i allokerat kapital och har sedan starten investerat totalt 3,3 miljarder SEK i mer än 110 olika bolag varav 85 har blivit sålda till främst industriella köpare såsom Motorola, Intel och Astrazeneca. De har också genomfört 8 börsnoteringar. De försöker i så stor utsträckning som möjligt att undvika att innehav konsolideras i banken utan de försöker att endast ha minoritetsinnehav. Ibland sker det under en övergångsperiod att innehav faktiskt konsolideras men då ska det finnas en klar plan på hur exit-strategin ska se ut (Lewander, 2017).

4.1.2 Huvudsakliga mål

Vid starten var målet med fonden endast ren finansiell avkastning och de hade mandat att investera brett i olika typer av teknologibolag. Sedan drygt 1 år tillbaka har fokuset på investeringarna dock ändrats till att de investerar i företag som har någon koppling till bankens digitaliseringsomvandling, dvs. investeringar som har en strategisk koppling till den egna verksamheten och då är det främst Fintech-bolag som det har investerats i. De huvudsakliga målen för deras investeringar har därmed skiftat från finansiell avkastning till att uppnå strategiska synergier med sina portföljbolag. Om man går in mer på djupet med vad de vill uppnå med sina investeringar så är det att de vill knyta an ny teknologi, nya affärsmodeller, utveckla ett nätverk med dessa unga Fintech-bolag samt att utbilda och vidareutveckla sin personals kunskaper och skicklighet (Lewander, 2017).

När det gäller avkastningskrav på investeringarna skiljer det sig lite beroende på hur djup integration investeringen kan komma att ha på sikt och där skiljer SEB på "venture-drivna" och mer strategiskt drivna investeringar. Venture-drivna investeringar görs för att "hedga" bankens framtid medan de strategiska investeringarna är lite mer i närtid. I de

strategiska investeringarna måste det även finnas en koppling till banken och det måste också finnas en sponsring från affärssidan. Ett exempel på detta är investeringen i Tink, där retailchefen var mycket drivande. När investeringarna är venture-drivna så har de ett avkastningskrav som är lite högre än de 10 -15 % som banken själva har (Lewander, 2017).

4.1.3 Arbetssätt

Lewander (2017) menar på att deras kontrakteringsprinciper i viss mån kan vara mer formella än traditionella VC-företags och lyfter fram att det är viktigt att formalisera vad som gäller för att undvika agentkonflikter. Alla deras investeringar har formella kontrakt som startar med ett term-sheet som sätter ramarna för investeringen och bestämmer villkoren för samarbetet eller affären. Sedan följer ett aktieägaravtal som ofta är kopplat till företagets affärsplan och detta är kopplat till ett investeringsavtal. I aktieägaravtalet brukar de också ofta hänvisa till en ägaragenda som formaliserar vad målsättningarna är med företaget. Avtalen kan förstås se olika ut beroende på vilken typ av bolag som det skall investeras i men det som nämns ovan är deras riktlinjer vad gäller arbetssättet med investeringarna (Lewander, 2017).

Vidare lyftes i intervjun fram vikten av att hitta en bra kombination av ett team som är motiverat och en idé eller teknologi som är bra, men belyser att det viktigaste när de kollar på investeringar inom Fintech är att just teamet är drivet och att själva teknologin i sig inte är lika viktig. För att undvika risk för att företagets renommé tar sig en törn eller att andra problem uppstår som kan skada företaget utför de också noggranna kontroller på de individer bakom företagen de väljer att investera i.

Vad gäller arbetet internt i verksamheten så har de olika processer för att sammanföra relevanta personer. Detta innebär oftast att vissa affärschefer som förs samman med entreprenörer för att se om det finns någon direkt koppling till bankens verksamhet eller om det rör sig om något som banken har användning av. Lewander (2017) menar att sådana här samarbeten internt i organisationen är relativt nytt.

4.1.4 Relation till entreprenören

SEB Venture Capital är ingen affärsutvecklingsenhet i den utsträckningen att de är inne och jobbar operativt i sina portföljbolag utan de faciliterar mer själva investeringen. Deras expertis ligger i att göra investeringar och sedan vara engagerade i bolaget genom en ägarroll eller genom att ha en ledamot i bolagets styrelse men ej på ett operativt plan och det är viktigt att skilja på de rollerna. Utöver detta försöker de också få in mer industriexpertis i bolagen

genom att ta in neutrala personer som företräder banken och arbetar med portföljbolagen. Förutom de formella uppdragen såsom att sitta i styrelsen så har de också mycket informella aktiviteter med sina bolag såsom rekrytering, nätverksskapande, konsultinsatser och interaktion med potentiella köpare som inte sällan är kunder i steg 1 eller tidigt i processen. Vad gäller de Fintech-bolag de har i portföljen i dagsläget har de en styrelseledamot i samtliga förutom i Tink där de har en extern person som företräder SEB VC (Lewander, 2017).

4.1.5 Utmaningar och konfliktrisker

I SEB VC finns det en utmaning i att bankerna kan vara rätt tröga och att det därmed är svårt att driva saker internt då det är många personer inblandade och processerna är tidskrävande (Lewander, 2017). Vad gäller risker för konflikter så menar Lewander (2017) att det är något som är omöjligt att komma ifrån och att det är något som hör till branschen. Han är väldigt tydlig med att det gäller att minimera och reda ut dessa konflikter innan man investerar och det gäller både de konflikter som uppstår med entreprenören och de konflikter som kan uppstå när de gör syndikerade investeringar med andra aktörer. I fall med syndikerade investeringar kan konflikter uppstå då de olika parterna kanske har olika intressen. Förutom ägarintresset kanske SEB också har ett intresse om de är djupt integrerade i bolagets produkter, medan en medinvesterare kanske enbart är ute efter att maximera en exit. Än så länge så upplevs inga konflikter men det utesluts inte att de kan uppstå i framtiden. Däremot nämns att de har tackat nej till många investeringar i bolag vars verksamheter har varit för konkurrerande och legat för nära deras egna verksamhet. Här nämndes bl.a neo-banker, som är appbaserade banker utan fysiska servicekontor. Av de portföljbolag de har idag är Tink det bolag som i största utsträckning kan klassificeras som en potentiell konkurrent, med tanke på att de ska jobba bankoberoende. Det finns definitivt konfliktrisker där men han nämner att inga direkta konflikter har uppstått ännu. Lewander (2017) menar i tillägg att konflikter mellan investerare och entreprenör är mer påtagliga vid industriell-CVC där teknologin är mer avancerad och komplex och där det finns många underliggande patent som investerare kan vilja komma åt.

4.2 Intervju med Collector Ventures

4.2.1 Verksamhetsstruktur

Collector Ventures är Collector Banks investeringsverksamhet, som fokuserar på unga Fintech-företag. Verksamheten är strukturerad som en fond som administreras och helt och

hållet sköts av VC-företaget NFT Ventures. Rent juridiskt är Collector Ventures ett kommanditbolag som ligger utanför banken och rapporterar till Collector AB som är moderbolaget i koncernen. I kommanditbolaget är NFT Ventures komplementär medan Collector AB är kommanditdelägare, vilket innebär att NFT har obegränsat ekonomiskt ansvar och Collector har begränsat. Fonden grundades 2016 och är därmed en väldigt ung verksamhet. Fonden har 100 miljoner sek i allokerat kapital och under fjolåret investerade de i 15 olika bolag, varav några ännu inte är annonserade (Lenngren, 2017).

NFT har sedan tidigare ett liknande samarbete med Bonnier, vilket var ett av skälen till varför Collector valde just NFT som samarbetspartner. Collector insåg också att processen med att screena bolag var väldigt krävande och att de hade betydligt högre ambitioner med investeringsverksamheten än vad de hade resurser, varför de vände sig till NFT som specialiserar sig på Fintech och där VD:n, Johan Lundberg, också har gedigen erfarenhet inom området efter att bland annat ha arbetat på MasterCard (Lenngren, 2017).

4.2.2 Huvudsakliga mål

Målen med de investeringar Collector Ventures har gjort sedan starten har varit mycket tydliga. Varje investering de gör ska på något sätt ha en koppling till bankens nuvarande eller framtida strategi. Lenngren (2017) beskriver att anledningen till att de har satt upp dessa väldigt tydliga mål med sina investeringar är att de har otroligt höga ambitioner med sina egna produkter. De vill ha världens bästa produktutveckling i banken och för att uppnå detta har de insett att de måste hitta strategiska samarbeten. I intervjun belyses också det faktum att det finns en tydlig makrotrend med fler samarbeten inom finansbranschen. I takt med att kundbeteende förändras samt att infrastruktur och system inom bankerna börjar luckras upp i och med PSD2 kommer massor av nya samarbeten att kunna skapas. Där gäller det att våga gå utanför sin "comfort-zone". Lenngren (2017) lyfter också fram vikten av de kontakter och nätverk som skapas med de bolag de investerar i och det är något de värderar väldigt högt. Dessa nätverk skapas inte endast med de företag de har investerat i utan även via de många företag som Collector är i samarbete med, men när de går in och investerar blir detta sammanhang mer naturligt. I och med investeringar summeras också nyttan av de partnerskap de har.

4.2.3 Arbetssätt

NFT ansvarar för all screening och gör i ordning alla case, varpå de går till en investeringskommitté där Collectors grundare Lena Apler tillsammans med Lenngren är Collectors representanter. I kommittén kommer NFT med en stark rekommendation kring vilket eller vilka bolag Collector kan investera i, och Collector tar då ett beslut baserat dels på finansiella aspekter enligt traditionella VC-krav som NFT tagit fram, men även strategiska, dvs. om det finns en koppling till banken och om investeringen därmed tillför någonting på ett strategiskt plan. Det är viktigt för Collector att investeringen är bra fristående och att de inte investerar enbart på grund av att det finns ett strategiskt intresse. Det händer att de tackar nej till investeringar som hade varit lämpliga om det hade handlat om strikt VC, men där den strategiska bäringen inte är tillräcklig (Lenngren, 2017).

Lenngren (2017) uppskattar att NFT screenar uppemot 1000 bolag på ett år och att ungefär 30 - 40 av dessa varit uppe i kommittén senaste året. Väl där har Collector som mål att mellan 50 och 75 % av bolagen ska gå igenom. Det kan ske att de tar in expertis i kommittén från andra personer inom banken såsom affärschefer när de anser att det behövs mer sakkunskap i frågan. Exempelvis var så fallet när de investerade i företaget Mondido som sysslar med checkout-lösningar, och som kan ses som en direkt konkurrent till banken (Lenngren, 2017). I detta fall tog de in affärschefen för checkouts i kommittén, som då fick bidra med expertis på området. Lenngren (2017) är noga med att påpeka att denna person inte sedan är så delaktig löpande i entreprenörens verksamhet och inte får utöva för mycket inflytande över Collector Ventures arbete med entreprenören, då det skulle innebära en alldeles för stor konkurrenssituation.

4.2.4 Relation till entreprenören

NFT och Collector delar lite på bördan vad gäller uppföljning av bolagen, då det ibland är NFT som har en representant i entreprenörens styrelse, och ibland Collector. Valet däremellan är av strategiska och praktiska skäl, beroende på vad de kan bidra med genom erfarenhet och specialistkompetens. Genom att ha djupa samarbeten med de företag Collector investerar i kan de dra nytta av den kompetens och de kontaktnätverk som finns i bolagen. En del bolag som Collector investerat i har de samarbeten med sedan tidigare, varpå de har utvidgat dessa samarbeten genom att dessutom gå in som investerare, vilket gör samarbeten än mer naturliga (Lenngren, 2017). Det finns även ett flertal bolag, däribland Tink, som Collector samarbetar med men där de inte gått in som investerare (Lenngren, 2017).

Företaget Mondido som Collector investerat i har de samarbete med vad gäller checkout-lösningar. Lenngren (2017) menar här att kombinationen av att vara investerare och samarbetspartner ökar deras spridning och möjliga andel av bolagets framgång, och pekar då på att trots att de båda har som individuella mål att bygga världens bästa checkout-lösning, så finns Collector med i Mondidos checkout-lösning och förlorar de en kund till dem, så får de på ett sätt den kunden ändå. I en sådan relation som den med Mondido, där produkterna konkurrerar med varandra, är det viktigt att hålla isär när personen i fråga jobbar med Mondidos lösningar och när denne jobbar med Collectors lösningar (Lenngren, 2017).

Att det i kombination med relationen som investerare även existerar ett kund-leverantörsförhållande med entreprenörerna är inte ovanligt. I sådana situationer är det viktigt att skilja på vilka personer som ansvarar för vad. Lenngren (2017), som är delaktig i att besluta om investeringen, erbjuda rådgivning och sitta i styrelsen, har sedan inte ett operativt ansvar vad gäller att sätta upp samarbeten. Det hamnar i vanliga fall på produktchefernas bord, där Lenngren självklart kan vara med och "heja på" men där han inte är med och förhandlar fram avtalen och inte heller deltar i den löpande verksamheten (Lenngren, 2017).

4.2.5 Utmaningar och konfliktrisker

Lenngren (2017) menar att CVC är något som borde hållas lite på armlängds avstånd och att kulturen som nu krävs, att vidga sina vyer och satsa på nya idéer, inte lätt kommer av sig självt, och att detta är en utmaning för banker som generellt sett är lite "stelbenta". Den strategiska kopplingen i investeringarna är viktig, men kan komma att ställa till problem då produktchefer etc. vill lägga sig i. Här menar Lenngren (2017) att detta kan vara ett problem för en bank som SEB, som är en äldre organisation med ett nyligen bytt fokus på investeringar från finansiella till strategiska, men menar att Collector inte riktigt har det problemet då de är fostrade i en mer digital värld. Kulturen att samarbeta med små entreprenörsföretag är möjligen starkare hos Collector, och om denna kulturen inte finns uppstår en risk för att bankerna går in och petar för mycket i företagen. Det finns också en risk för missförstånd om banken och entreprenören har för olika arbetsätt (Lenngren, 2017).

Lenngren (2017) identifierar en nackdel med den strukturen som de använder sig av för CVC, och det är att de inte riktigt bygger kompetens in-house vad gäller screening och evalueringsprocessen. Han menar också att eftersom NFT som tidigare nämnts screenar uppemot 1000 bolag på ett år, och Collector haft ca 30 - 40 av dem i kommittén, så finns det en bra bit över 900 bolag som NFT tittat på och som Collector aldrig har träffat eller hört om.

Detta ställer höga krav på att de har rätt partner i NFT, något som dock än så länge inte varit ett problem (Lenngren, 2017).

På frågan kring risken att kompetens och teknologi kan spilla över till bolag Collector investerar i som är potentiella konkurrenter så menar Lenngren (2017) att detta inte är något de tänkt på utan att detta snarare är något positivt, att de drar nytta av varandra. Collector försöker ha en öppen attityd kring detta och anser att risken för konflikter där (gentemot entreprenören) är liten (Lenngren, 2017).

4.3 Intervju med NFT Ventures

4.3.1 Verksamhet

NFT Ventures är ett VC-företag som är inriktat på unga företag inom Fintech i norra Europa (NFT, 2017). Eftersom att de är ett traditionellt VC-företag skiljer de sig från de två andra intervjuade företagen. NFT har ett uttalat mål om att de vill bli förstavalet för nästa generations Fintech-företag som vill etablera sig globalt. De letar efter etablerade entreprenörer som har ett skalbart koncept med dedikerade medarbetare. För att hjälpa sina portföljbolag bidrar de med finansiella medel, expertis och en ökad exponering mot marknaden (NFT, 2017). NFT investerar såväl på egen hand som genom Collector och Bonnier, eller genom en kombination av dessa. Företaget grundades 2014 och har i dagsläget 26 bolag i sin portfölj (NFT, 2017).

4.3.2 Arbetsätt

NFT ansvarar för alla Collectors investeringsuppdrag och sköter denna process som ett vanligt VC-företag. Lundberg (2017) menar att processen ser likadan ut oavsett om NFT går in själva, genom Collector Ventures eller genom Bonnier. Han anser att man inte kan skilja på arbetsättet då detta skulle leda till att man hamnar fel i perspektivet. Av samma anledning är alla kontrakt utformade på samma sätt oavsett investeringspartner (Lundberg, 2017). På frågan kring hur de arbetar för att sammanföra de strategiska målen som Collector har med de finansiella målen NFT har nämner Lundberg (2017) att det inte finns en sådan diskrepans utan att investeringskriterierna är likadana oavsett vilka de går in med.

4.3.3 Utmaningar och konfliktrisker

Lundberg (2017) anser att utmaningarna och riskerna för konflikter som finns med bankers CVC-verksamhet är som mest påtagliga då de väljer att hantera det in-house. Han menar att

sådant här borde skötas på armlängds avstånd såsom Collector valt att göra, av den anledningen att det uppstår en konflikt mellan den gamla och nya kulturen vilket bland annat leder till för långa ledtider. Han nämner flera banker som exempel på att CVC inte borde göras in-house, bland annat nämner han då SEB och syftar först och främst på deras investering i Tink, där värderingen blåstes upp alldeles för mycket. Detta skedde enligt Lundberg (2017) på grund av att en strategisk investerare kan betala ett högre pris, något som kan orsaka konsekvenser för de andra aktörerna på marknaden. Lundberg (2017) menar också att banker är riskaverta, varför upplägget med att göra sådant här in-house blir fel. VC är en annan materia som kräver ett särskilt tankesätt, bl.a. kring risk, och för en bank att basera sådan verksamhet på samma strategi som kärnverksamheten leder sannolikt till misslyckande.

5 Analys

5.1 Analys av externa agentkonflikter

Vad gäller externa konflikter, så finns det en risk att dessa uppstår både mellan CVC-företaget och entreprenören, samt mellan CVC-företaget och andra VC-företag i de fall de också investerar i entreprenören. Dessa konflikter härrör sig från de teorier om agentförhållanden som presenterats i tidigare avsnitt. Enligt denna teori är huvudanledningen till att dessa konflikter uppstår att båda parter söker att maximera sin egen nytta (Jensen & Meckling, 1976).

Kann (2000) menar att moral hazard är en av de främsta agentkonflikterna som kan uppstå inom CVC, vilket gestaltar sig i risken att CVC-företaget agerar opportunistiskt och är ute efter att utnyttja entreprenörens immateriella tillgångar. Detta är således främst en risk för entreprenören. Lewander (2017), som har varit delaktig i SEB:s VC investeringar i både industriell och finansiell sektor, upplever att denna risken är mer påtaglig inom industriell CVC där teknologin är mer avancerad och där det finns fler patent att komma åt. Detta antyder att den forskning som finns gällande just denna risk (bl.a. Dushnitsky (2009)) inte nödvändigtvis är applicerbar på bankernas CVC-verksamhet. Kann (2000) argumenterar för att CVC-företaget inte upplever en särskilt hög risk att entreprenören felaktigt utnyttjar de resurser de får tillgång till i samband med investeringen. Vi menar dock att klimatet ser annorlunda ut idag. Som den tidigare presenterade statistiken från Cap Gemini nämligen visar så är Fintech-sektorn ett hot mot bankerna och genom att EU:s betaltjänstdirektiv PSD2 kommer att tvinga bankerna att öppna upp deras system mer för andra aktörer så tyder mycket på att hotet kommer att förstärkas, något som båda de intervjuade bankerna höll med om. Därför går det att föra argumentationen att i bankernas fall kan den teorin som gäller opportunistiskt agerande av CVC-företaget, också vara applicerbar åt andra hållet. Lewander (2017) menar att bankerna idag har en fördel gällande compliance och förtroende hos kunderna, men att denna fördel inte nödvändigtvis varar för alltid. Både Lewander (2017) och Magnus Lenngren (2017) vidhåller att de inte upplever detta som ett problem idag, men håller med om att riskerna för konflikter finns där, framförallt i de entreprenörer de investerat i som kan klassificeras som potentiella konkurrenter, i SEB:s fall Tink (Lewander, 2017) och i Collectors fall Mondido (Lenngren, 2017). Vidare nämns i intervjun med SEB att de har tackat nej till ett flertal investeringar som har varit i alltför konkurrerande verksamheter, och

pekar främst på neo-bank-initiativ (Lewander, 2017). Eftersom informationen och kunskapen kring unga företag också är begränsad råder det högre informationsasymmetri i samband med investeringar i dessa, vilket gör att risken för att entreprenören målar upp en felaktig bild av sig själv, eller är oärlig kring sin bakgrund, blir än mer påtaglig (Kann, 2000). För att undvika detta är det viktigt att göra utförlig screening av företaget och personerna bakom det (Lewander, 2017).

En annan typ av extern konflikt som kan uppstå med entreprenören är när det sker direkta transaktioner företagen emellan, som exempelvis vid ett kund-leverantörsförhållande. Då blir riskerna för intressekonflikter förstärkta eftersom investeraren blir tvungen att företräda två sidor där intressen skiljer sig (Kann, 2000). Att det existerar ett kund-leverantörsförhållande i tillägg till en ägarroll är något som båda bankerna delger finns i deras verksamheter (Lewander, 2017; Lenngren, 2017). I SEB:s fall nämns företaget Tink som exempel (Lewander, 2017) och i Collectors fall nämns företaget Mondido (Lenngren, 2017). I intervjun med Collector påpekas vikten av att skilja på personers ansvar i sådana situationer, så att den person som är delaktig i investeringsbeslutet inte är operativ i processen med att sätta upp samarbetet (Lenngren, 2017). I intervjun med SEB framgår det att de har en extern representant i Tinks styrelse (Lewander, 2017), vilket även är fallet i Collectors relation till Mondido, där personerna som representerar Collector Ventures båda kommer från NFT (Retriever, 2017). Detta stämmer överens med studien gjord av Kann (2000). Även Hellmann (2002) och Dushnitsky & Shaver (2009) visar att sannolikheten att CVC-företaget har en representant i styrelsen är lägre i de fall då verksamheterna är potentiellt konkurrerande, vilket nämnts tidigare att SEB och Collector identifierade dessa företag som.

Ytterligare konflikter kan uppstå när CVC-företaget inte är den enda investeraren, utan när andra VC-företag också investerar i entreprenören. I intervjun med SEB framgår att syndikeringar med andra VC-företag är vanligt förekommande (Lewander, 2017). Masulis & Nahata (2006) menar att sådana konflikter som kan uppstå i dessa fall kan grunda sig i att CVC-företagets strategiska incitament inte är i linje med VC-företagens. Exempelvis kan en exit-strategi vara finansiellt lönsam för VC-företaget och entreprenören, men strategiskt olönsam för CVC-företaget. Just detta åsyftas i intervjun med SEB som en situation där konflikter kan uppstå. Ibland är VC-företagen intresserade av att maximera en exit, men om banken är djupt integrerad i entreprenörens produkter kan detta vara ofördelaktigt för dem, vilket kan leda till konflikter (Lewander, 2017). NFT påpekar också att en strategisk investerare är beredd att betala ett högre pris än ett VC-företag (Lundberg, 2017), något som är i linje med tidigare forskning (Hellmann, 2002). Intervjun med NFT antyder att detta kan

påverka VC-företag på marknaden negativt (Lundberg, 2017), och alltså är detta något som eventuellt kan förstärka potentiella konflikter mellan CVC-företag och VC-företag.

5.2 Analys av interna agentkonflikter

Det finns en distinkt skillnad i verksamhetsstruktur mellan de två intervjuade bankerna. SEB Venture Capitals struktur beskrivs som en Captive Unit (Lewander, 2017), vilket motsvaras av det som Dushnitsky (2009) beskriver som en Wholly Owned Subsidiary. Collector Ventures däremot har outsourcat sin investeringsverksamhet till NFT Ventures (Lenngren, 2017; Lundberg, 2017). Denna struktur går att likna vid vad Dushnitsky (2009) kallar för Dedicated Venture Capital Fund. Den tredje strukturen som Dushnitsky (2009) nämner, Direct Investment, används alltså inte av någon av de intervjuade bankerna och kommer därför inte att diskuteras i denna analys.

Genom att förlägga investeringsverksamheten på ett externt VC-företag kan processen enligt Kann (2000) tillåtas skötas mer effektivt eftersom VC-företaget genom deras specialistkompetens och stora kontaktnät kan nyttja skalfördelar och därmed skapa ett högre "deal flow". Detta stämmer överens med Collectors resonemang, då det i intervjun förklaras att anledningen till att Collector valt att outsourca sin investeringsverksamhet är för att de anser att NFT Ventures besitter en högre expertis på området och för att om banken skall kunna uppnå sina höga ambitioner måste de samarbeta med en extern partner som kan utföra de nödvändiga processerna mer effektivt än vad de själva hade kunnat göra. Bankens ambitioner med CVC-verksamheten överstiger deras resurser för att utföra det själva, och NFT screenar fler bolag än vad de hade kunnat hinna med själva (Lenngren, 2017).

Det existerar även en baksida med ovan nämnda resonemang. Eftersom NFT screenar uppskattningsvis uppemot 1000 bolag per år och Collector enbart stöter på ca 40 av dessa bolag är det väldigt många bolag som Collector inte har träffat. Detta innebär att det ställs väldigt höga krav på att NFT är rätt partner (Lenngren, 2017). Detta är något som är applicerbart i alla fall då verksamheten outsourcas. Det finns då en risk att VC-företaget misslyckas med att identifiera rätt investering, vilket leder till att CVC-företaget kan gå miste om investeringar i bra företag. Här uppkommer vikten av att VC-företaget är väl införstådda i CVC-företagets strategiska mål med investeringarna (Kann, 2000). Eftersom sådana här partnerskap i stor utsträckning använder bolagsformen kommanditbolag finns det alltid en delägare med obegränsat ansvar (komplementär/"general partner") och en med begränsat ansvar (kommanditdelägare/"limited partner"). Den delägare med obegränsat ansvar brukar

vara, och är även i Collector Ventures fall, VC-företaget. Detta innebär att CVC-företaget har begränsade möjligheter för monitorering (Sahlman, 1990). Detta menar Gompers & Lerner (1996) ställer väldigt höga krav på det ursprungliga partnerskapsavtalet, som då är den enda egentliga mekanismen för att hantera denna problematik. I intervjun med Collector påpekas att en nackdel med att de valt att outsourca investeringsverksamheten är att de inte bygger den kompetensen vad gäller screening och evaluering av företag (Lenngren, 2017), vilket också är i linje med Kann (2000), då hon framhäver utvecklandet av denna kompetens som en fördel med att hålla investeringsverksamheten intern.

Samtliga av intervjupersonerna var överens om att ett problem som är kopplat till att ha sin investeringsverksamhet internt inom bolaget har att göra med långa beslutsprocesser, något som kan vara extra påtagligt inom bankväsendet då de består av stora komplexa organisationsstrukturer (Lewander, 2017; Lenngren, 2017; Lundberg, 2017). Forskning som bedrivits på området har också pekat på sådana byråkratiska kostnader som en av de största utmaningarna och potentiella agentkonflikterna med den interna CVC-strukturen (Kann, 2000). Båda de intervjuade bankerna nämner att en del av investeringarna som de gjort har involverat affärs- och produktchefer inom respektive bank (Lewander, 2017; Lenngren, 2017). I SEB:s fall var investeringen i Tink driven från bankens retailchef (Lewander, 2017). I Gompers & Lerner (1998) studie om varför CVC-initiativ misslyckas nämns just brist på uppmärksamhet från företagsledningen som en huvudledning till detta. Därmed torde det vara positivt när företagsledningen engagerar sig på det sätt som beskrivs i intervjuerna. Däremot så omnämns som sagt även risken för byråkratiska kostnader som en utmaning med den interna strukturen, och engagemanget från företagsledningen kan medföra att dessa byråkratiska kostnader förstärks.

Tidigare nämndes vikten av att göra ordentlig screening av entreprenörerna. Om CVC-verksamheten organiseras internt, dvs. under moderbolagets namn, som i SEB:s fall, så finns det enligt Kann (2000) en potentiell varumärkesrisk där som kan leda till sämre rykte och legitimitet. Intervjun med SEB tar upp just denna renommérisk när det framhålls hur viktig due-diligence-processen är (Lewander, 2017). Collector och NFT betonade andra fördelar med att hålla CVC-verksamheten på armlängds avstånd från banken. Dels åsyftades här de byråkratiska kostnader som nämnts tidigare (Lenngren, 2017), men även hur VC involverar högt risktagande och att det uppstår problem när banker själva engagerar sig i detta då de i sin natur är riskaverta (Lundberg, 2017).

6 Slutsatser och förslag till framtida forskning

Syftet med denna uppsatsen var att utforska potentiella agentkonflikter inom bankernas CVC-verksamheter, både externa konflikter med entreprenörer och VC-företag, samt interna konflikter. Vi ville genom detta bidra med insikt kring hur banker kan strukturera CVC för att minimera dessa potentiella konflikter. Eftersom CVC enligt oss är ett relativt outforskat område i Sverige ville vi även väcka ett intresse för vidare forskning.

I vår studie har vi visat att bland de konflikter som tidigare undersökts inom CVC och som lyfts fram i vår teoretiska referensram, är vissa även tydligt applicerbara i praktiken på de intervjuade bankernas CVC-verksamhet, medan andra inte är lika utmärkande. Vad gäller de externa konflikterna har vi i tidigare forskning sett att en av de risker som framhävts tydligast är då CVC-företag agerar opportunistiskt genom att exploatera entreprenörers immateriella egendom. I intervjun med SEB Venture Capital framgår att denna risk upplevs större vid industriell CVC där teknologin är mer komplex och där det existerar fler åtråvärda patent som industriella investerare kan vilja komma åt. Även om intervjupersonen kan ha motiv att svara på detta sätt så framhävs han en viktig poäng i att teknologin inte är så avancerad inom finansiell verksamhet utan antyder att det i de här investeringarna snarare handlar om mer långsiktigt lärande och integration i verksamheten. Detta antyder att risken för att entreprenören exploateras för sin immateriella egendom inte nödvändigtvis är applicerbar på just bankernas CVC-verksamhet. I den utsträckning denna risk existerar går det att utläsa att den skulle kunna vara lägre i Collectors fall än SEB:s, då NFT kan agera som en buffert gentemot entreprenören. Risken för exploatering skulle dock kunna vara applicerbar åt andra hållet, genom att entreprenören drar för stor nytta av investeringen från banken. Detta antyds i intervjun med SEB där det nämns att de avstått från att investera i alltför konkurrerande verksamhet, som exempelvis neo-bank-initiativ.

Något som lyfts fram som kan förstärka eventuella agentkonflikter mellan CVC-företaget och entreprenören handlar om de fall då det, förutom ägarförhållandet, även existerar direkta transaktioner mellan parterna i form av exempelvis ett kund-leverantörsförhållande. Detta är högst relevant inom de intervjuade bankernas CVC-verksamhet eftersom att båda har sådana förhållanden med vissa entreprenörer. Av de personer som intervjuats i bankerna upplever ingen att det har uppstått några konflikter på

grund av detta, men är tydliga med att risken är påtaglig och att det gäller att hantera den, framförallt om entreprenören i fråga också är en potentiell konkurrent. Att ingen av bankerna har egna representanter i styrelserna för de företag de identifierade som närmast konkurrenter, och där de dessutom har kund-leverantörsförhållande, stämmer överens med forskningen som presenterades i vår teoretiska referensram.

En ytterligare agentkonflikt som tagits upp och som är applicerbar på de intervjuade bankernas CVC-verksamhet är då banken i fråga inte är den enda investeraren utan då andra VC-företag också investerar i en entreprenör. I intervjun med SEB framgår att risken för konflikter i sådana situationer är påtaglig, exempelvis då en exit-strategi kan vara lönsam för ett VC-företag och en entreprenör, men strategiskt olönsam för CVC-företaget. Även i intervjun med NFT antyds det att det kan bli problematiskt för andra VC-företag när en strategisk investerare såsom ett CVC-företag gör en investering, inte minst då det kan leda till orimligt höga värderingar. Dessa potentiella konflikter är en aspekt som den befintliga forskningen inte har bemött i särskilt hög grad, men som vår studie visar kan ha hög relevans och inte bör negligeras. Eftersom Collector använder sig av ett traditionellt VC-företag i NFT för att sköta hela deras investeringsprocess så antyds dock att risken för dessa konflikter inte är lika påtaglig i deras CVC-verksamhet.

Potentiella interna agentkonflikter existerar däremot i båda de intervjuade bankernas CVC-verksamhet. Dessa har tagit lite olika skepnad beroende på vilken struktur som bankerna har använt. När investeringsverksamheten delegeras till ett VC-företag, som i Collectors fall, så kan banken tillåtas få en mer effektiv process då VC-företaget bidrar med expertis och kan nyttja skalfördelar. Däremot finns en möjlig konflikt i att VC-företaget riskerar att sälla bort investeringsmöjligheter som kunde varit lönsamma ur en strategisk synpunkt. Här är det därför viktigt att banken väljer en partner som är väl införstådd med deras strategiska ändamål. Denna konflikt undviks om banken väljer att hantera investeringarna internt. Här finns istället en potentiell konflikt i form av byråkratiska kostnader, vilka härstammar från långsamma beslutsprocesser då många personer inom banken kan vilja blanda sig in.

Analysen av interna agentkonflikter säger oss att de konflikter som kan uppstå när en bank försöker kombinera en gammal och ny kultur samt sammanföra strategiska och finansiella mål, kan vara mindre om banken väljer att delegera investeringsverksamheten till ett externt VC-företag. Baserat på den data vi tagit del av kan vi inte definiera exakt hur framgångsrika respektive banks CVC-verksamhet är, och det var inte heller syftet med vår uppsats, men SEB:s långvariga erfarenhet indikerar att de har kapabilitet nog att kunna hantera CVC internt, trots de konflikter som kan uppstå. Annars menar vi att en bank som inte

kännetecknas av en ung organisationskultur, och som saknar expertis kring VC-investeringar, kan vara mer lyckosam genom att outsourca CVC-verksamheten.

I denna studie har vi kommit en bit på vägen i att analysera agentkonflikter inom svenska bankers CVC-verksamhet. Framtida forskare skulle kunna ta vid genom att gå in ännu djupare på detta ämne, dels genom att använda fler observationer eller genom att använda andra forskningsmetoder. Framtida forskare skulle också kunna fokusera mer på endast de interna konflikterna då dessa är relativt outforskade. Genom att detaljerat studera de beslutsprocesser som ligger till grund för investeringarna kan man förhoppningsvis identifiera mer exakt var potentiella konflikter uppstår, varför de uppstår och hur beslutsprocesserna skulle kunna modifieras för att minimera dessa. I samma kontext hade det också varit intressant att definiera framgången för respektive banks CVC-verksamhet genom att göra utförliga analyser på respektive banks portföljer. Det finns studier där CVC:s framgång jämfört med VC:s analyserats med hjälp av kvantitativa metoder, men vi har inte hittat någon studie där framgången i CVC:s olika strukturer jämförts. Genom att göra detta kan det förhoppningsvis resultera i klarhet kring vilken struktur som är optimal för bankerna att använda under vilka förhållanden.

Källförteckning

Akerlof, George. 1970. *The Market For "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics. 84 (3): 488-500.

Besanko, David; Dranove, David; Shanley, Mark. 1996. *Economics Of Strategy*. New York: John Wiley.

Boston Consulting Group. 2016. *Corporate Ventures in Sweden*. Stockholm: Boston Consulting Group, Sveriges Innovationsriksdag.

Bryman, Alan; Bell, Emma. 2011. *Business Research Models*. Oxford: Oxford University Press; kop. 2011.

Capgemini. 2017. *World Retail Banking Report 2016*. Paris: Capgemini.

Carlsson, Sven. 2016. Collector satsar 100 miljoner på fintech. *Dagens Industri*. 7/4-2016. <http://digital.di.se/artikel/collector-satsar-100-miljoner-pa-fintech> (Hämtad 12/6-2017)

Chesbrough, Henry. 2002. *Making sense of corporate venture capital*. Harvard Business Review

Citi GPS: Global Perspectives & Solutions. 2016. *Digital Disruption, How Fintech is Forcing Banks to a Tipping Point*. New York; Citigroup

Coase, Ronald H. 1937. *The Nature of The Firm*. *Economica*, New Series. 4(16): 386-405.

Dushnitsky Gary; Shaver Myles J. 2009. *Limitations to interorganizational knowledge acquisition: The paradox of Corporate Venture Capital*. *Strategic Management Journal*. 30: 1045-1064

Eisenhardt, Kathleen M. 1985. *Control: Organizational and Economic Approaches*. *Management Science* 31 (2): 134-149.

Flyvbjerg, Bent. 2006. *Five Misunderstandings About Case-Study Research*. *Qualitative Inquiry* 12 (2): 219-245.

Galloway, Tera L.; Miller, Douglas R.; Sahaym, Arvin; Arthurs, Jonathan D. 2016. *Exploring the innovation strategies of young firms: Corporate venture capital and venture capital impact on alliance innovation strategy*. *Journal of Business Research*

Gompers, Paul A.; Lerner, Josh. 1998. *The Determinants of Corporate Venture Capital Successes: Organizational Structure, Incentives and Complementarities*. NBER Working Paper Nr. 6725.

Gompers, Paul A.; Lerner, Josh. 1996. *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*. *Journal of Law and Economics*. 39 (2).

Hellmann, Thomas. 2002. *A Theory of Strategic Venture Investing*. *Journal of Financial Economics* 64: 285-314.

Jakobsson, Josefin. 2017. Därför vill storbolagen ha en egen startup. *Dagens Industri*. 29/1-2017. <http://digital.di.se/artikel/darfor-vill-storbolagen-ha-en-egen-startup>, (Hämtad 4/4-2017)

Jensen, Michael C.; Meckling, William H. 1976. *Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.

Kann, Antje. 2000. *Strategic Venture Capital Investing: A Framework for Structuring and Valuing Corporate Venture Capital Programs*. Diss., Stanford University.

Kaplan, Steven N.; Strömberg P. 2003. *Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. *Review of Economic Studies* 70(2): 281-315.

Leijonhufvud, Jonas. 2017. Här är storbankernas alla startupsatsningar. *Dagens Industri*. 8/4-2017. <http://digital.di.se/artikel/har-ar-storbankernas-alla-startupsatsningar>, (Hämtad 18/4-2017)

Lenngren, Magnus; Senior Technical Advisor på Collector, i Göteborg, 2017, Intervju, 12 maj

Lerner, Josh. 2013. *Corporate Venturing*. Harvard Business Review. Oktober 2013.

<https://hbr.org/2013/10/corporate-venturing>, (Hämtad 12/4-2017)

Lewander, Ulf; Senior Investment Manager på SEB Venture Capital, i Stockholm, 2017, Intervju, 8 maj

Lundberg, Johan; VD på NFT Ventures, 2017, Intervju via telefon, 9 maj

Masulis, Ronald W; Nahata, Rajarishi. 2006. *Strategic Investing and Financial Contracting in Start-ups: Evidence from Corporate Venture Capital*.

NFT Ventures. 2017. *About*. NFT Ventures. <http://www.nftventures.com/about>, (Hämtad 9/5-2017)

NFT Ventures. 2017. *Portfolio*. NFT Ventures. <http://www.nftventures.com/portfolio>, (Hämtad 9/5-2017)

Ouchi, William G.; Barney, Jay B. 1988. *Organizational Economics*. San Fransisco: Jossey-Bass.

PWC. 2016. *Blurred lines: How FinTech is shaping Financial Services*. London: PWC

PWC. 2016. *Catalyst or Threat? The Strategic Implications of PSD2 for Europe's Banks*. London: PWC

Rind, Kenneth W. 1981. *The Role of Venture Capital in Corporate Development*. Strategic Management Journal 2 (2):169-180.

Ruhnka, John C.; Young, John E. 1991. *Some Hypotheses About Risk in Venture Capital Investing*. Journal of Business Venturing 6(2).

Sahlman, William A. 1990. *Structure of Venture-Capitalist Organizations*. Journal of Financial Economics. 27(2).

SEB. 2017. *SEB Venture Capital*. SEB. <https://sebgroup.com/large-corporates-and-institutions/our-services/seb-venture-capital>, (Hämtad 9/5-2017)

SEB. 2017. *SEB Venture Capital*. SEB. <https://sebgroup.com/large-corporates-and-institutions/our-services/seb-venture-capital/investment-criteria>, (Hämtad 9/5-2017)

Tong, Tony W.; Li, Yong. 2011. *Real Options and Investment Mode: Evidence from Corporate Venture Capital and Acquisition*. INFORMS: Institute for Operations Research

Wallenberg, Björn. 2017. GP Bullhound: Fintech har blivit mainstream i bankernas skugga. *Dagens Industri*. <http://digital.di.se/artikel/gp-bullhound-fintech-har-blivit-mainstream-i-bankernas-skugga>, (Hämtad 25/4-2017)

Wendel, Johan. 2016. Över en miljard investerades i svensk fintech 2016. *Dagens Industri*. <http://digital.di.se/artikel/over-en-miljard-investerades-i-svensk-fintech-2016>, (Hämtad 11/4-2017)

Williamson, Oliver E. 1981. *The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach*. *American Journal of Sociology*. 87(3): 548-577.

Winters, Terry E.; Murfin, Donald L. 1988. *Venture Capital Investing for Corporate Development Objectives*. *Journal of Business Venturing* 3: 207-222.

Yost, Matt; Devlin, Kathleen. 1993. *The State of Corporate Venturing; The Number of Programs Declines, Although Those Remaining Have a Stronger Commitment*. *Venture Capital Journal* 33 (6): s.37.

Appendix

Intervjufrågor SEB Venture Capital

1. Kan du börja med att beskriva er verksamhet här på SEB Venture Capital?
2. Hur ser strukturen ut, hur är kopplingen till moderbolaget?
3. Bland bankerna idag ser vi olika typer av strukturer för CVC, t.ex. investeringar direkt via moderbolaget eller via ett externt VC-företag. Hur kommer det sig att ni använder den struktur ni gör?
4. Vad skiljer er från en "traditionell" VC-fond?
5. Vad har ni för huvudsakliga mål med er investeringsverksamhet?
6. Vad har ni för roll i era portföljbolag? Hur ser relation och samarbete ut mellan er?
7. Utifrån den forskning som vi läst gällande CVC så framgår det att det finns en utmaning att sammanföra strategiska och finansiella mål inom organisationen. Hur arbetar ni för att förminska potentiella agency costs som kan uppstå där?
8. Hur arbetar ni för att sammanföra era och entreprenörens intressen?
9. Ungefär hur brukar normalt kontrakten mellan er och bolagen ni investerar i se ut? Finns det skillnader i hur dessa kontrakt ser ut jämfört med traditionella VC-investeringar?
10. En aspekt som är återkommande inom forskningen kring CVC och strategiska allianser i allmänhet, är att endera part löper risk att ge ifrån sig information och teknologi som är värdefull för företagets konkurrensfördel, och att detta sedan kan exploateras av den andra parten. Hur skyddar ni er mot denna risk? Och hur säkerställer ni gentemot entreprenören att denne inte kommer drabbas av detta?

11. Det har varit ganska mycket prat om det nya betaltjänstdirektivet PSD2 som under 2018 kommer att implementeras. Hur ser du på vad det kan få för konsekvenser för er och marknaden ni är verksamma på?

Intervjufrågor NFT Ventures

1. Hur ser samarbetet mellan er och Collector Bank ut? Vad är er respektive deras roll?
2. I de investeringar som ni gör utanför Collector, hur brukar er roll i företaget vara? Hur skiljer sig detta från de investeringar ni gör tillsammans med Collector?
3. Något som omnämnts i flera studier om Corporate Venture Capital, är utmaningen att sammanföra de långsiktiga strategiska målen på Corporate-sidan med de finansiella målen på VC-sidan. Hur arbetar ni för att minimera risken för agency costs mellan er och Collector?
4. Hur arbetar ni för att sammanföra entreprenörens och Collectors intressen?
5. Utformningen av kontrakt är ju något som anses viktigt för VC. Finns det skillnader i hur kontrakten ser ut när ni investerar själva jämfört med Collector?
6. Det har varit ganska mycket prat om det nya betaltjänstdirektivet PSD2 som ska implementeras under 2018. Hur ser du på dess effekter för Fintech-sektorn och bankerna?

Intervjufrågor Collector

1. Hur ser samarbetet mellan er och NFT ut? Vad är er respektive deras roll?
2. Bland bankerna idag ser vi olika typer av strukturer för CVC, t.ex. investeringar direkt via moderbolaget, via ett helägt VC-bolag, eller via ett externt VC-bolag som i ert fall. Hur kommer det sig att ni valt att använda den struktur ni gör?
3. Vad är målen med era investeringar?

4. Hur ser relationer och samarbeten ut mellan er och portföljbolagen?
5. Något som omnämns i flera studier om Corporate Venture Capital, är utmaningen att sammanföra de långsiktiga strategiska målen på Corporate-sidan med de finansiella målen på VC-sidan, och att det finns en risk för att konflikter kan uppstå där. Hur arbetar ni för att minimera risken sådana konflikter mellan er och NFT?
6. Hur agerar ni för att sammanföra era och NFT:s intressen, samt era och entreprenörens?
7. Om man tittar på er investeringsverksamhet, vad skulle du säga är de största utmaningarna?
8. En aspekt som är återkommande inom forskningen kring CVC och strategiska allianser i allmänhet, är att endera parten löper risk att ge ifrån sig information och teknologi som är värdefull för företagets konkurrensfördel, och att detta sedan kan exploateras av den andra parten. Hur skyddar ni er mot denna risk? Och hur säkerställer ni gentemot entreprenören att denne inte kommer drabbas av detta?
9. Det har varit ganska mycket prat om det nya betaltjänstdirektivet PSD2 som ska implementeras under 2018. Hur ser du på vad det kan få för konsekvenser för er och marknaden ni är verksamma på?