

Från såddkapital till börsintroduktion

Hur Du som tillväxtentreprenör
hanterar investerare

I CONNECT-serien ingår hittills:

Så skriver Du en vinnande affärsplan

En praktisk handledning.

Sthlm 1999. 23 s. IVA-R 428.

Att starta och driva tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 1999. 42 s. IVA-R 429.

Finansieringsmöjligheter för tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 1999. 31 s. IVA-R 430.

Att belöna och motivera medarbetare i tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 1999. 30 s. IVA-R 431.

Styrelsearbete i tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 2000. 54 s. IVA-R 435.

Att bygga tillväxtföretag genom människor

Några råd på vägen.

Sthlm 2000. 34 s. IVA-R 436.

Tillväxtjuridik

En kortfattad juridisk guide för tillväxtföretagare.

Sthlm 2000. 37 s. IVA-R 437.

Från såddkapital till börsintroduktion

Hur Du som tillväxtentreprenör hanterar investerare.

Sthlm 2000. 36 s. IVA-R 438.

Priset för en CONNECT-skrift är 100 kr (inkl moms).

Beställ via e-post: connect@iva.se eller fax 08-611 56 23.

Skrifterna finns även i Acrobat Reader-format för fri nedladdning

från CONNECT:s hemsida: www.iva.se/connect.

Från såddkapital till börsintroduktion

Hur Du som tillväxtentreprenör hanterar investerare

©Utgivare: Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige, 2000
Box 5073, 102 42 Stockholm
Telefon: 08-791 29 00
IVA-R 438
ISSN 0348-7393
ISBN 91-7082-670-6
Produktion: Tryckfaktorn AB, Stockholm
Tryckning: OH-Tryck AB, Stockholm

Beställningar tas emot av
Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien, IVA
Box 5073, 102 42 Stockholm
Telefon: 08-791 29 00
Telefax: 08-611 56 23
E-post: connect@iva.se

Förord

Ett företags tillväxtfinansiering bör vara en avvägning mellan å ena sidan risknivån för företaget och dess ägare och å andra sidan företagets möjlighet att expandera. Lösningen är oftast riskvilliga krediter och eller nya delägare.

Att ta in t.ex. venture capital-företag som delägare innebär att de ursprungliga ägarnas procentuella andel minskar. Men syftet är att tillväxtföretaget ska expandera snabbare och kraftfullare genom venture capital-företagets medverkan med kapital och kunskap. Därmed kan värdet på de ursprungliga ägarnas andel i företaget ändå bli större.

En viktig fråga för entreprenören är vilken tid och kunskap som investeraren kan tillföra företaget. Ibland kan det vara bättre att tacka nej till en investerare som erbjuder ett lockande finansiellt bud och i stället säga ja till en investerare som vill satsa en mindre summa riskkapital, men som kommer att bygga upp värdet i företaget på ett bättre sätt.

Den här skriften, som sammanställts av ek. mag. Jan Rydén, chefredaktör för nyhetsbrevet VC Report, publicerat av Valley Capital AB, ger några praktiska råd om hur du som tillväxtentreprenör hanterar investerare.

Stockholm i augusti 2000

CHRISTER ZETTERBERG
Ordförande, CONNECT Sverige

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	7
2. RIKTLINJER FÖR RESAN FRÅN SÄDDKAPITAL TILL BÖRSINTRODUKTION	8
Se alla finansieringssteg	8
Totalt behov av kapital	8
Resans faser, definitioner	9
3. NYTT KAPITAL BETYDER NYA ÄGARE	12
Ta in rätt ägare i rätt ordning	12
Glöm procentandelarna, se de absoluta talen	12
När ska man ta in externt kapital?	14
Optioner	14
Ambitionsnivå: Sverige, Norden, EU, världen?	15
Sök kapital i Sverige först	15
4. FÖRSTÅ INVESTERARENS AFFÄRSMODELL	16
Värdet på ditt företag är en subjektiv bedömning	16
Det som lockar: "upside" – den potentiella värdeökningen över tiden	16
Det som avskräcker: "downside" – den finansiella risken och affärsrisken	17
Några värderingsmodeller	18
5. HUR DU KONTAKTAR EN INVESTERARE	20
Välj rätt investerare, mer än pengar avgör	20
Affärsänglar, inkubatorer och venture capital-bolag	20
Gör "due diligence"	22
Skapa en lista över de tre mest intressanta	23
Hur kontaktar du ett venture capital-bolag?	23
Skaffa en introduktör	23
På mötet: lyssna och ställ frågor	24
Öka värdet på företaget innan du söker kapital	24

6. AVTALET	26
Mer eller mindre formella avtal	26
Teckningsavtal	27
Aktieägaravtal	27
7. SÅDDFASEN	28
Affärsänglar, inkubatorer och venture capital	28
Värdering	28
Ägarandel, avstå 20–30 procent	28
Optionsprogram för grundarna	28
Milstolpar vid utbetalningar	28
Avtalsvillkor (term sheet)	29
Att tänka på	29
8. FÖRSTA FINANSIERINGSRUNDAN	30
Värdering	30
Ägarandel, avstå 30–50 procent	30
Milstolpar vid utbetalningar	30
Nyemission eller köp av aktier	30
Typ av investerare	30
Avtalsvillkor (term sheet)	30
Att tänka på	30
9. ANDRA FINANSIERINGSRUNDAN	32
Värdering	32
Milstolpar vid utbetalningar	32
Avtalsvillkor (term sheet) – tänk på börsintroduktion	32
Typ av investerare – välkända och utländska	32
10. TREDJE FINANSIERINGSRUNDAN	33
Förberedelse för uppköp (industrial exit) eller börsintroduktion (IPO)	33
Typ av investerare	33
Att tänka på	33
BILAGOR	34
Bilaga 1 – tabell: olika former av optioner	34
Bilaga 2 – checklista med kontrollfrågor till investerare	35
Bilaga 3 – entreprenörens checklista för investeringsavtal (term sheet)	36

1. Inledning

”Du skulle ha blivit idiotförklarad om du för några år sedan hade deklarerat att du skulle ta ditt nystartade företag till börsen på tolv månader”, sade en av investerarna som intervjuades inför denna skrift.

En skrift med råd till entreprenörer om hur de ska hantera riskkapitalprocessen riskerar snabbt att bli inaktuell. Den samlade bilden i denna skrift är därför ett tidsdokument för situationen under det första kvartalet 2000, där vi inte minst har en mycket optimistisk finansmarknad. Kunskapen i denna skrift ger dock en god grund att stå på för den tillväxtentreprenör som står i begrepp att söka riskkapital och som vill öka sin förståelse för branschen och för finansieringsprocessen.

Skriften vänder sig till entreprenörer med tillväxtambitioner på europeisk eller global nivå, främst inom branscher som är relaterade till högteknologiska områden. Mest angelägen torde denna skrift vara för de entreprenörer som befinner sig i sådd- eller startfasen och behöver få ett grepp om vad som väntar. Men även för den som kommit lite längre, kanske utan riskkapital, kan skriften troligen ge några viktiga insikter i hur riskkapitalbranschen fungerar.

Med en bättre förståelse för vägen från såddkapital till börsintroduktionen, liksom för hur investerare resonerar när de väljer sina investeringsobjekt, så har entreprenören både förbättrat sin förhandlingsposition och ökat chansen att hitta rätt investerare.

I kapitel 2–4 beskrivs bl.a. venture capitalbolagens affärsmodell, hur riskkapitalbranschen är strukturerad samt hur företag kan utvecklas med hjälp av riskkapital.

I kapitel 5–6 beskrivs hur man kontakter en investerare samt vad man ska tänka på vid avtalskrivande (även i bilaga 3).

I kapitel 7–10 går vi i punktform igenom några av de viktigaste aspekterna på de olika finansieringsfaserna. Denna komprimerade form ska förhoppningsvis snabbt ge läsaren en överblick av vad som väntar de entreprenörer som står i begrepp att starta ett tillväxtföretag som finansieras med riskkapital.

Intervjuer med ett tiotal av Sveriges främsta investerare och tillväxtentreprenörer har legat till grund för skriften.

2. Riktlinjer för resan från såddkapital till börsintroduktion

Det är väsentligt att du som entreprenör förstår hur investeraren ser på företagets tillväxt från idé till börsföretag. I Sverige har företagen traditionellt växt antingen organiskt eller med banklån. En sådan tillväxt går relativt långsamt. En annan modell är den amerikanska venture capital-modellen där entreprenörsföretaget tillförs både kapital, managementhjälp och kontakter genom ett venture capital-bolag. På så vis kan tillväxt och expansion ske betydligt snabbare. Antalet venture capital-bolag i Sverige har tredubblats från 1998.

Venture capital skiljer sig från andra typer av riskkapital genom att venture capital-bolag inte bara tillför kapital utan också kunskaper och kontakter. Venture capital kan jämföras med ett annat begrepp inom riskkapital – ”private equity” – vilket innebär att privatpersoner eller företag köper aktier i ett noterat bolag, men då är passiva ägare.

Venture capital-bolagens affärsidé är att de genom ett aktivt ägande snabbt vill öka värdet på det företag som de har investerat i. Investeringshorisonten är oftast tre–fem år och avkastningskraven är mycket höga, i snitt minst 25–30 procent per år, vilket innebär att kapitalet ska tre- till femdubblas på fem år. Eftersom tillväxtföretag är högriskprojekt kommer dock ett stort antal av företagen att misslyckas, så för att nå ovanstående genomsnittliga avkastning är investerarens krav på potentiell avkastning i praktiken högre, gärna tio gånger pengarna. (Mer om detta finns i kapitel 4 – ”Förstå investerarens affärsmodell”.)

SE ALLA FINANSIERINGSSTEG

Tillväxtentreprenörer talar ofta om utvecklingsprocessen från idéstadiet till börsintroduktionen som en resa. Det är en liknelse som vi kommer att använda oss av nedan.

Det finns en relativt etablerad syn på denna utvecklingsprocess. Från idéstadiet där ett företag får sina första pengar, det s.k. såddkapitalet (”seed money”), går företaget sedan igenom tre–fyra finansieringsrundor där det tar emot allt större tillskott av kapital, innan det är moget att introduceras på börsen eller säljas till en större aktör på marknaden.

Det är väsentligt att man som entreprenör ser alla finansieringssteg och planerar i förväg. Beslut som tas i en tidig fas påverkar verksamheten i senare faser. Att ta in en oseriös investerare på såddnivån kan göra det omöjligt att få in nya ägare senare. På samma vis kan ett alltför spritt ägande med många passiva intressenter verka avskräckande. Kortsiktiga lösningar kan visa sig ödesdigra i det långa loppet.

Entreprenörens ägande kommer under resans gång att spädas ut procentuellt, men värdet på det ägda kommer att öka. Också detta är en viktig insikt. Alltför många företag har inte kunnat expandera, eftersom den ursprungliga ägaren eller ägarna på grund av ett missriktat ekonomiskt tänkande inte velat dela med sig av sitt ägande.

TOTALT BEHOV AV KAPITAL

Venture capital-bolaget gör en bedömning av när

företaget kan börsintroduceras eller säljas samt vilket värde det kan tänkas ha vid den tidpunkten. Därefter räknar man baklänges hur mycket kapital som behövs totalt för att nå dit, hur mycket man själv kommer att vilja bidra med, samt hur mycket som ska komma från framtida finansierare.

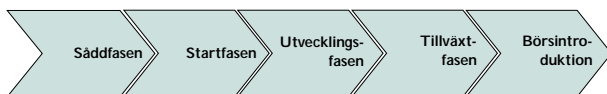
RESANS FASER, DEFINITIONER

Definitionen på hur mycket kapital som är såddkapital varierar mellan olika branscher och förändras även över tiden. Likaså skiljer sig definitionerna mellan Sverige och andra länder. För att ytterligare komplicera bilden så är venture capital-branschen i Sverige relativt ung och stadd i snabb förändring. Entreprenörer vill ändå ofta ha exempel på vilka summor man talar om.

Nedan finns därför ett exempel och intervall på summor ("Den klassiska resan"), samt ett försök att reda ut den förändring som skett i och med Internetföretagens intåg ("Dot.com-resan"). Se nedanstående som referenspunkter i ditt eget resonemang. Det finns inget facit.

Den traditionella uppdelningen av tillväxtföretagets finansieringsrundor bygger på att venture capital-bolaget investerar i ett företag med en ny idé. Denna idé ska utvecklas till en kommersiell produkt och därefter introduceras på marknaden. Inför varje utvecklingsfas genomförs en ny finansieringsrunda. Synen på de olika faserna har modifierats efter 1994 i och med Internetbolagens framväxt, men den stämmer fortfarande in på många företag inom t.ex. bioteknik, mjukvara eller annan högteknologi. Framöver kommer det troligen att finnas flera parallella spår med varierande hastighet och inriktning, som ett tillväxtföretag kan följa.

Den klassiska resan (5–7 år)



Sådffasen (3–6 månader)

Aktiviteter: Prototyp, halvfärdig affärsplan.

Finansiering: Såddkapital på 0,5–5 miljoner kronor. Mindre summa pengar för arbete med affärsplan och prototyp.

Startfasen (6–18 månader)

Aktiviteter: Aktiebolag bildas. Marknadsintroduktionen förbereds. Ännu ingen försäljning. Organisation skapas. Produktionsanläggning byggs. Den färdiga prototypen omvandlas till kommersiell produkt.

Finansiering: Den första riktiga finansieringsrundan. 5–10 miljoner kronor. Beslut tas baserat på den färdiga affärsplanen och prototypen. Pengar för 6–12 månader, eller ev. längre tid, fram till marknadsintroduktion.

Utvecklingsfasen (12–18 månader)

Aktiviteter: Marknadsintroduktion. Försäljningsarbete.

Finansiering: En till två finansieringsrundor. 10–50 miljoner kronor. Om lanseringen blir lyckad krävs stora resurser för att klara produktionen.

Tillväxtfasen (12–36 månader)

Aktiviteter: Etablering på flera marknader. Företaget når "breakeven" eller har detta i sikte. Förberedelse för börsintroduktion.

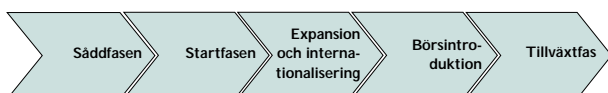
Finansiering: I detta läge kan institutionella placere som t.ex. fonder gå in. I Sverige får dock inte exempelvis pensionsfonder placera i onoterade bolag på samma sätt som i USA där de går in i relativt tidigt skede. 75–200 miljoner kronor.

Börsintroduktion

Vid börsintroduktionen får allmänheten, institutionella ägare samt tidigare ägare möjlighet att teckna sig för en nyemission som sprider ägandet

betydligt. Grundarnas och de tidiga investerarnas aktier är dock nästan alltid låsta, vilket gör att dessa inte kan säljas förrän efter 6–18 månader. Ur denna synvinkel är grundarens förmögenhet fiktiv i denna fas. Den låga volymen som får handlas i dessa företag, den s.k. ”floaten”, bidrar också till att pressa upp aktiepriset i fasen närmast efter introduktionen.

Dot.com-resan (12–18 månader)



Säddfasen

Aktiviteter: Prototypen kan motsvaras av strukturkapital i form av en första affärsplan, betaversion av webbplats, avtal. Det sker oftast ingen försäljning. Efter finansieringen sker bolagsbildning. En komplett affärsplan skrivs. Optionsplan ordnas. Betaversion av webbplatsen byggs om det inte finns. Organisation, team och kontor.

Finansiering: 0,5–5 miljoner kronor, från släkt och vänner, affärsänglar eller inkubatorer (företagskuvöser). I undantagsfall går regelrätta venture capital-bolag in i detta tidiga skede.

Startfasen

Aktiviteter: Uppbyggnad av kompetensbas. Kommercialisering av produkt eller tjänst. Marknadsintroduktion på delmarknad, i Sverige plus ev. ytterligare land. Uppbyggnad av värdedrivande strukturkapital: organisation, affärssystem, kundbas. Förberedelse för internationell expansion. Företagsledningen kompletteras, ev. ny VD, finanschef etc. En mängd strategiska partnerskapsavtal tecknas med internationella leverantörer, distributörer etc.

Finansiering: 10–20 miljoner kronor, nu går oftast ett svenskt venture capital-bolag in som delägare.

Expansion och internationalisering

Aktiviteter: Fortsatt utveckling av värdedrivande strukturkapital. Mycket aggressiv expansion för att snabbt nå flest användare, s.k. ”roll-out”.

Finansiering: 70–150 miljoner kronor, internationella investerare, venture capital-bolag, investmentbanker och institutionella placerare. Man söker ägare vars kunnande och kontaktnät kan ge synergieffekter för internationaliseringen.

Börsintroduktion

Börsnoteringarna för det som i USA har kallats dot.com-företag, dvs. Internetbolag, har varit mycket framgångsrika. Detta kan snabbt ändras, såsom tidigare skedde för bioteknikföretagen när dessa inte infriade de högt ställda förväntningarna.

Huvudsaken är att entreprenören ser kopplingen mellan det rådande börsklimatet för entreprenörens typ av företag och den investering som ett venture capital-bolag är berett att göra i entreprenörens företag på ett tidigt skede, då börsen kan verka ytterst avlägsen.

Tillväxtfasen

Aktiviteter: Fortsatt expansionen för att nå ”breakeven” och för att därefter drivas med vinst så att man kan ge utdelning till aktieägarna.

Finansiering: Pengarna från börsintroduktionen och eventuella påföljande nyemissioner. Efter ett förutbestämt antal månader får grundarna och andra ägare sälja sitt innehav. Om ägarna säljer, särskilt i någon större mängd, sänder dock detta mycket negativa signaler till marknaden. Varför sälja nu, om man tror på fortsatt tillväxt för sitt företag?

Skillnaden: Tidigarelagd börsintroduktion en del av riskkapitalfinansieringen

För Internetbolagen har främst två saker hänt i jämförelse med det traditionella innovationsföretaget. För det första går allt mycket snabbare

fram till börsintroduktion, men ”breakeven”, den tidpunkt då företaget når lönsamhet, ligger lika långt bort som tidigare. För det andra används börsintroduktionen för att finansiera utveckling och tillväxt, något som tidigare varit ovanligt men förekommit för exempelvis bioteknikföretag. Med detta sätt att tidigarelägga börsintroduktio-

nen så har allmänhet och institutioner som köper aktier kommit att agera som passiva ”riskkapitalister”. För venture capital-bolagen har det betytt att de snabbare kunnat säkra sina vinster. Även om intresset för just e-handelsföretag dör ut, så kommer fenomenet säkerligen att återkomma inom nya, snabbt växande marknader.

3. Nytt kapital betyder nya ägare

I affärspressen läser man ofta rubriker som ”Företaget x har fått y miljoner i riskkapital”.

Uttrycket ”få riskkapital” är dock missledande. Det som egentligen sker är att man får en ny delägare. Genom en riktad nyemission till venture capital-bolaget tillförs ditt företag nytt aktiekapital och venture capital-bolaget får då ett antal aktier som motsvarar en viss procent av ägandet. Som ägare deltar de aktivt i företagets ledning och utveckling, oftast genom att delta i styrelsearbetet.

I delägandet ligger hemligheten bakom hur venture capital-bolagen kan tillföra ditt företag oerhört mycket mer än bara pengar. Delägandet är också kärnan i deras affärsmodell. Men häri vilar fröet till många missförstånd. Många entreprenörer betraktar nämligen nya ägare med missräksamhet, eftersom de är rädda för att förlora kontrollen över sitt företag och bli lurade på sin ägarandel.

TA IN RÄTT ÄGARE I RÄTT ORDNING

Ett entreprenörsföretag behöver olika typer av ägare i olika faser. Det viktiga är att ha aktiva ägare i början. Likaså bör de nya ägarna i varje fas tillföra en större summa kapital än de nya ägarna i fasen före, samt att deras kunnande och kontakter ger största möjliga synergier med den verksamhet som pengarna ska etablera och utveckla.

Proportionerna mellan hur mycket kunskap i form av aktivt ägande respektive kapital en ny delägare tillför förändras dock under ett företags tillväxt (se figur 1). I början tillför du och de andra grundarna kanske enbart ert kunnande och ev. 100 000 kronor för att starta ett aktiebolag.

Därpå följande delägarna kan tillföra mellan en halv miljon och flera miljoner och arbeta mycket aktivt i bolaget, nästan som den vanliga företagsledningen. På så vis fortsätter proportionerna att skifta fram till börsintroduktionen, där allmänheten och institutionella investerare bara skjuter till pengar och möjligen dyker upp på den årliga bolagsstämman. En entreprenör ska alltså söka kunniga och aktiva ägare i början och inte stirra sig blind på att få en så hög värdering som möjligt. En passiv delägare som bara skjuter till pengar är inte vad man behöver i första hand.

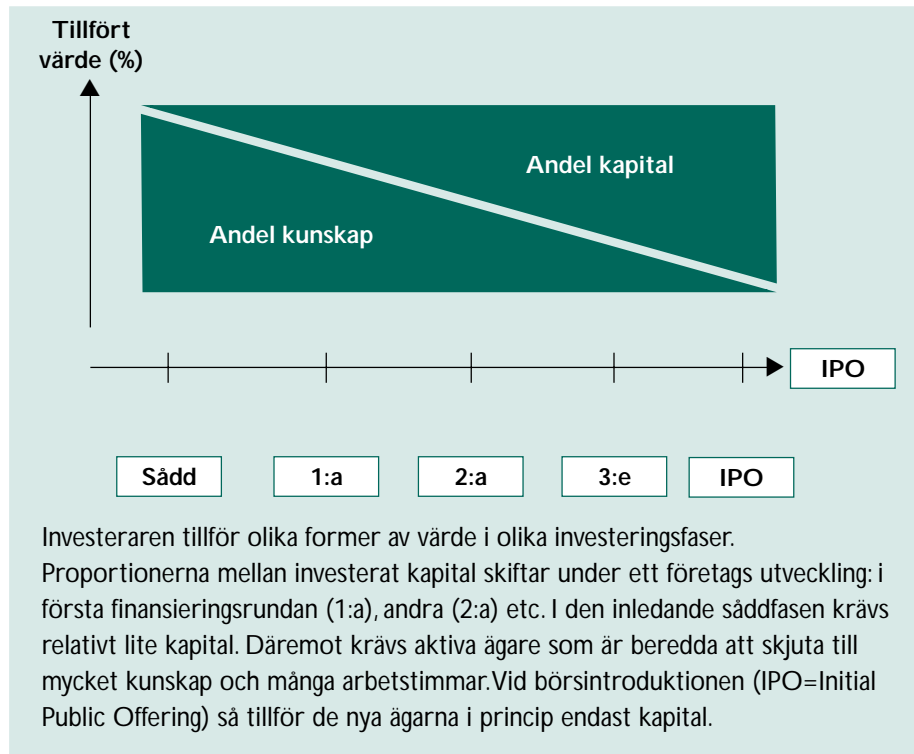
Slutligen, en ägare ska inte bli en långsiktig belastning som hindrar företaget att gå vidare i framtiden. Att t.ex. i såddrundan ta in en affärsängel med genuint dåligt rykte, eller att ge bort för mycket ägande till kompisar och familj i utbyte mot små tjänster, kan försvåra för en entreprenör att få in nya ägare i nästa finansieringsrunda. Tänk alltså på att en ägarrelation måste fungera på lång sikt.

GLÖM PROCENTANDELARNA, SE DE ABSOLUTA TALEN

Ditt och de andra grundarnas ägande kommer att spädas ut för varje ny delägare som tillkommer. I princip går det till så att man värderar hur mycket bolaget kan vara värt i slutänden, vid börsintroduktionen. Därifrån diskonterar man risken. Räkna med att varje ny grupp delägare vill ha ca 30 procent av företaget när de går in, vilket innebär att många delägare eller finansieringsrundor späder ut mer än få och stora.

Generellt sett brukar entreprenörer vara alltför fixerade vid att behålla en så stor ägarandel som möjligt och inte se till det absoluta värdet.

Figur 1. Värde som investeraren tillför: kunskap respektive kapital



Men numera resonerar alltfler så att de hellre äger 10 procent av ett företag som är värderat till 500 miljoner kronor än 100 procent av ett företag som är värderat till 1 miljon kronor. Trots att grundarnas ägande späds ut med ca 30 procent för varje finansieringsrunda, så ökar värdet på deras ägarandel.

Nedanstående scenario (se tabell 1) förutsät-

ter att företaget mellan finansieringsrundorna genomfört en mängd åtgärder som driver upp värdet på företaget. Det är minskningen av affärsrisken, vilket ökar möjligheten att faktiskt uppnå de högt ställda målen i affärsplanen, som främst ökar företagets värde – inte minskningen av den finansiella risken dvs. själva kapitaltillskottet.

Som en tumregel kan grundare som gått ige-

Tabell 1. Utspädning av ägandet kontra värdet av ägarnas aktier genom olika finansieringsrundor för ett fiktivt Internetföretag

	Värde före investering	Investerat belopp	Värde efter investering	Grundarnas andel	Värdet på grundarnas andel
Första rundan	MSEK 0–2	MSEK 1	MSEK 3	70 %	MSEK 2,1
Andra rundan	MSEK 12	MSEK 7	MSEK 20	49 %	MSEK 9,8
Tredje rundan	MSEK 150	MSEK 100	MSEK 300	34 %	MSEK 102
Etc. till børsintroduktion				Litet	Stort

nom fyra till fem finansieringsrundor räkna med att äga mellan 5 och 10 procent av företaget. Företagsledning och övrig personal äger mellan 20 och 30 procent och investerarna äger ca 60 procent. Detta är naturligtvis en grov generalisering som kan påverkas av en mängd faktorer.

NÄR SKA MANTA IN EXTERNT KAPITAL?

Vid vilket läge som det är optimalt att börja ta in externt kapital skiftar från fall till fall, beroende på i vilken bransch du verkar som entreprenör och vilka dina mål är. Ju senare du tar in kapital, desto större andel av ditt företag får du behålla. Det är dock inte säkert att detta är det bästa ur ekonomisk synvinkel, för dig eller ditt företag. Brist på kapital kan förhindra eller försena expansion och tillväxt, se därför nedanstående punkter som tankeställare, inte som absoluta riktlinjer.

- **Vänta med att ta in kapital...**
... om du har en oprövad teknologi eller mjukvara som har en bit kvar till kommersialisering, och som kan skyddas genom patent, exklusiva avtal till stora leverantörer eller kunder, eller andra barriärer. Ett antal kärnresurser inom företaget ger ett försprång tidsmässigt gentemot eventuella konkurrenter. Här kanske ni först ska finansiera den inledande rundan med riskvilliga lån och på så vis inleda kommersialiseringssfasen ur ett bättre förhandlingsläge.
- **Tänk på konjunkturen...**
...och på att den förändras. Ett utpräglat produktföretag bör ta in pengar för att finansiera ett till två års verksamhet, men till detta ska man lägga en konjunkturbuffert. Om två år kan situationen på börsen vara sämre, vilket kan innebära att entreprenören måste avstå mycket mer av sitt företag för att få in kapital. Var över huvud taget medveten om kopplingen mellan det rådande börsklimatet och

tillgången på riskkapital för ditt företag. Denna tillgång beror i mindre grad på företagets nuvarande kvaliteter än på framtida exit-möjligheter.

- **Ta in kapital tidigt...**
...där det finns låga trösklar för att komma in på marknaden och det är stor fördel att vara först, s.k. "first-mover advantage". Här kan snabbheten att expandera och etablera sig vara avgörande för om företaget alls ska fungera. Ett tydligt exempel är ett företag vars affärsidé är en konsumentinriktad webbplats på Internet. I ett sådant företag finns det få kärnresurser som ger ett tidsmässigt försprång. Man bör ta in mycket pengar för att snabbt bygga marknadsstruktur och förbereda börsintroduktion. Antalet lediga konsumentnischer som kan mutas in kommer att minska med tiden.

Om man efter börsintroduktionen utnyttjar den goda börsvärderingen rätt, har man fått en stark valuta att handla för, sina aktier. Med dessa tillgångar kan man ytterligare säkra en god marknadsposition och försöka "läsa in" kunderna genom att etablera standarder, medlemskap, köpvanor och varumärkeslojalitet.

OPTIONER

Du bör tidigt tänka på om och hur företaget ska införa ett optionsprogram för dina medarbetare. För att attrahera och behålla kompetenta medarbetare har de flesta IT-företag infört någon form av optionsprogram eller bonussystem. Din framgång som tillväxtentreprenör kommer att vara extremt beroende av vilka personer du lyckas rekrytera till företagsledning och som övriga medarbetare. I många företag avsätter man i förväg en post aktier till optioner, och det kan röra sig om mellan 10 och 30 procent av ägandet.

För att undvika obehagliga skatteeffekter bör ni ta professionell hjälp från en revisions- eller

advokatbyrå för att utforma optionsprogrammet på mest lämpliga sätt. Personaloptioner beskattas som lön, och företaget måste betala sociala avgifter, medan teckningsoptioner som inte binder personalen vid företaget beskattas som inkomst av kapital.

(För mer ingående information se CONNECT-skriften *Att belöna och motivera medarbetare i tillväxtföretag* (IVA-R 431) samt matrisen i bilaga 1, som på ett enkelt sätt redovisar skillnaderna mellan olika slags optioner.)

AMBITIONSIVÅ: SVERIGE, NORDEN, EU, VÄRLDEN?

En entreprenör som bara vill etablera sig i Sverige kommer att märka att det är svårt att få kapital till ett sådant företag, eftersom marknaden med största sannolikhet är för liten för att tillåta snabb tillväxt och därmed ge investeraren tillräcklig avkastning (se kapitel 3).

En känd svensk investerare säger så här:

”Den [expansionen] går betydligt snabbare i dag än för bara några år sedan. Ambitionen måste vara att bli världsbäst på sin marknad. Om man

efter en tid märker att man inte lyckas med detta måste man åtminstone identifiera ett delsegment där man kan dominera. Att bara satsa på Sverige räcker inte.”

SÖK KAPITAL I SVERIGE FÖRST

Erfarenheter har visat att svenska entreprenörer har svårt att hitta kapital utomlands när de befinner sig i ett tidigt skede. Den mest framgångsrika modellen tycks vara att hitta sin första investerare lokalt i Sverige. Den lokala investeringen fungerar sedan som kvalitetsstämpel och ursållningsmekanism för utländska investerare. Venture capital-bolag arbetar av tradition lokalt eller regionalt. Detta beror på att dessa bolag är aktiva ägare och vill kunna nå sina portföljföretag snabbt för att delta i arbetet. I Silicon Valley säger man att de flesta inte vill investera längre bort än två timmars bilfärd från kontoret. En generalisering, men med ett stort mått av sanning.

Senare, i samband med en internationell expansion, bör du söka utländska ägare. Det försvårar att expandera ut i Europa med bara svenska ägare i ryggen, eftersom dessa inte alltid har de nödvändiga kontakterna och kunskaperna.

4. Förstå investerarens affärsmodell

Om du, tillsammans med de andra grundarna, förstår investerarens affärsmodell ökar möjligheten till ett fruktbart samarbete för båda parter. Företaget måste ur investerarens synvinkel ha en rimlig ökningstakt på värdet över tiden, och denna värdestegring måste delas upp, så att alla får sin del av kakan. Annars kommer det att ta stopp någonstans på vägen.

VÄRDET PÅ DITT FÖRETAG ÄR EN SUBJEKTIV BEDÖMNING

När investeraren köper en procentandel av ditt företag för en viss summa innebär det att han värderar ditt företag. Om han investerar 1 miljon kronor mot 33 procent av aktierna innebär det att företaget värderas till 3 miljoner kronor. I många fall kan värderingen ske baklänges, dvs. att entreprenören säger sig behöva ett visst antal miljoner kronor för sin expansion och är beredd att släppa till en viss andel av sitt ägande. Det innebär en värdering av företaget enligt ovanstående. Nu är det upp till investeraren att bedöma om det är rimligt.

När investeraren ska bedöma hur mycket företaget är värt tittar han på entreprenörens egen investering, den framtida vinstpotentialen, risken att förlora sina pengar, hur många fler finansieringsrundor som kommer att behövas före exit, samt möjligheterna att få tillbaka sina pengar vid en försäljning eller börsintroduktion, dvs. exit-möjligheterna.

Allt detta kan tyckas logiskt och rationellt, men värderingen av ett företag är mer av en konst än en vetenskap – i synnerhet i ett tidigt skede. Det går aldrig att räkna fram ett exakt värde, utan det är alltid fråga om subjektiva bedömningar av ett antal faktorerers betydelse. Du måste

som entreprenör kunna argumentera för din värdering av företaget, men en av de intervjuade investerarna påpekade att det stora beslutet för honom var att investera eller inte. Om han tyckte att ett företag var ett bra investeringsobjekt, så gick det alltid att diskutera priset.

DET SOM LOCKAR: "UPSIDE" – DEN POTENTIELLA VÄRDEÖKNINGEN ÖVERTIDEN

De flesta investerare ser avkastningen på sin investering som en form av ränta, och jämför då med vad de skulle få tillbaka på pengarna om de satsade i något annat företag, om de satsade på börsen, eller om de hade pengarna på banken. De vill genom att tillföra pengar, kunskaper och kontaktnät få mycket mer pengar. Det är därför de är delägare i just ditt företag, hellre än att t.ex. köpa obligationer, som ger en säker avkastning.

Kom ihåg att ditt företag är en högrisksatsning. Din roll som entreprenör är att vara entusiast och tro stenhårt på din idé. Men om satsningen vore så säker som du vill få investeraren att tro, skulle du inte sitta och förhandla med ett venture capital-bolag. Då skulle du i dag vara på den lokala banken för att hämta ut ditt lån.

Investeraren måste få en avkastning som dels är högre än den han kan få genom obligationer, dels är högre i förhållande till risken med ett oetablerat bolag jämfört med t.ex. ett börsbolag. Investeraren tjänar inte pengar på vinsten i verksamheten, utan på ökningen av företagets värde, vilken de själva bidrar till i samarbete med entreprenören, företagsledning och övriga anställda.

Du bör inte räkna med att något venture capital-bolag accepterar mindre än 20 procent i avkastning på sin investering. I boken *Venture Capi-*

tal Handbook ger David Gladstone en bra beskrivning av venture capital-bolagens affärsmodell. Han skriver: ”Man kan tänka sig att en person skulle bli glad om man fördubblade dennes förmögenhet vart femte år. Men det motsvarar bara en årlig ackumulerad ränta på 15 procent, vilket är för lågt i förhållande till den risk personen tar.” I genomsnitt måste venture capital-bolaget försäkra sig om minst 25–30 procents avkastning per år, vilket innebär att en investerings värde åtminstone ska femdubblas på fem år, konstaterar Gladstone.

Tabell 2. Sambandet mellan tid, värdeökning och årlig avkastning

Värdeökning	Akkumulerad årlig avkastning (procent)
3 ggr investeringen på 3 år	44
4 ggr investeringen på 4 år	41
5 ggr investeringen på 5 år	38
10 ggr investeringen på 10 år	26

Källa: Gladstone, D.: *Venture Capital Handbook*, New Jersey, 1988

Tiden är en viktig faktor; en tredubbling på tre år är intressantare än en femdubbling på fem år. Ett tydligt exempel på detta är investerarnas stora intresse i Internetbolag som kan introduceras på börsen efter bara 18 månader, men som under denna period har långt mer än tredubblat värdet på investeringen.

Bioteknikföretag är i dag däremot missgynnade på riskkapitalmarknaden eftersom de innebär både hög risk och mycket lång tid innan de ger avkastning. Dessutom är börsens värdering av dem sämre, vilket försämrar exit-möjligheterna. Sammantaget gör det bioteknik mindre intressant än Internet.

Risken är en annan viktig faktor. Den sjunker ju mognare företaget är, och avkastningskraven är därför högre i början.

Tabell 3. Investerarens avkastningskrav i företagets olika utvecklingsfaser

Investeringsfas	Akkumulerad årlig avkastning (procent)
Säddnivå	> 55
Första rundan	40–60
Andra rundan	30–40
Tredje rundan	20–30

Källa: Gladstone, D.: *Venture Capital Handbook*, New Jersey, 1988

Eftersom tillväxtföretag är högriskprojekt kommer ett stort antal företag att misslyckas. Man brukar säga att endast tre av tio investeringar blir lyckade, fyra blir medelmåttiga och tre går omkull. För att på sina investeringar i genomsnitt nå ovanstående avkastning (tabell 3) ser investeraren därför i praktiken gärna att den potentiella avkastningen i varje enskild investering är mycket högre, gärna tio gånger pengarna.

DET SOM AVSKRÄCKER: "DOWNSIDE" – DEN FINANSIELLA RISKEN OCH AFFÄRSRISKEN

Risken, i amerikansk litteratur ofta kallad "downside", kan delas upp i den finansiella risken och affärsrisken. "Downside" handlar om hur långt man riskerar att falla om något går snett – ju kortare fallet blir, desto mindre ägarandel kräver investeraren för att kompensera sitt risktagande. Investeraren kommer att fråga sig: Förlorar man alla pengar? Finns det säkerheter? Finns det stora bruttomarginaler, så att man kan bromsa in verksamheten?

När investeraren har skjutit till det kapital som enligt affärsplanen behövs för att nå de uppställda målen, så har den finansiella risken minskat. Då ökar företagets värde med något mer än med det kapital som tillförts – ett företag som före kapitaltillskott värderas till 12 miljoner kro-

nor, och som tillförs 5 miljoner kronor, kan därefter tänkas vara värt mellan 17 och 20 miljoner kronor.

Den stora värdeökningen sker dock genom att venture capital-bolaget agerar aktivt för att hantera affärsrisken genom olika aktiviteter mellan finansieringsrundorna för att uppnå affärsplanens olika delmål och skapa ett stabilt, expansivt och lönsamt företag. Det kan handla om att investera genom sina kontakter rekryterar en kompetent styrelse eller kompletterar företagsledningen. Man kanske bidrar till att säkra ett antal viktiga kunder, driver på försäljningsarbetet, skapar samarbeten, ser till att affärssystem kommer på plats och att ett optionssystem knyter nyckelmedarbetare till företaget. Allt detta är exempel på sådant som minskar risken för att investeringen ska gå till spillo. De är också värdedrivande faktorer inför nästa finansieringsrunda.

NÅGRA VÄRDERINGSMODELLER

Även om företagsvärderingar, i synnerhet på såddnivå, kan vara högst subjektiva, så finns ett antal etablerade metoder för att värdera företag. Dessa värderingsmodeller blir allt mer relevanta och rättvisande i takt med att företaget växer i storlek och i takt med att det finns en verksamhet där man kan finna de nödvändiga nyckeltalen. Det kan vara bra att redan från början känna till något om dessa värderingsmodeller.

I IVA-skriften *Värdering av tillväxtföretag: En handbok med modeller och metoder, anpassade för snabbväxande företag* (IVA-M 328) beskriver författarna Jakob Tolleryd och David Frykman ingående ett antal etablerade värderingsmodeller. Den skriften ger en bra förståelse för värdering av tillväxtföretag. Här görs en ytterst hastig genomgång av några punkter.

Tolleryd och Frykman delar in värderingsmodellerna i två grupper:

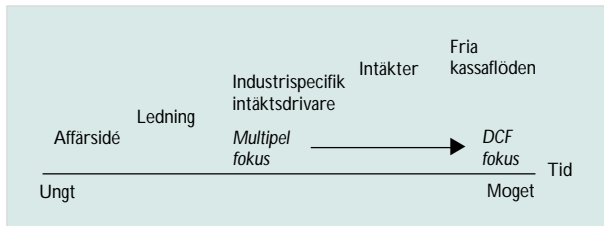
- **Relativvärderingar** som utgår från hur andra liknande företag värderas. Relativvärderingar uttrycks nästan uteslutande som multiplar där de vanligaste är P/e (Price/earnings), P/s (Price/sales) och P/EBIT (Price/Earnings Before Interest and Taxes). I Internetföretag där P/E-tal inte går att tillämpa har man skapat andra multiplar t.ex. priset/antal besökare.
- **”Stand-alone”-värderingar** som innebär att man baserar värderingen på företagets specifika karakteristika och dess förutsättningar att utnyttja dessa. Värderingen baseras på vissa ekonomiska basfakta som gäller för företaget. Typexempel på ”stand-alone”-värderingar är DCF-värdering och substansvärdering.

Substansvärdering är den kanske enklaste, och mest traditionella, formen av värdering av ett företag. Detta värde utgörs av skillnaden mellan tillgångar och skulder tagna från balansräkningen, vilka justeras för vissa bokföringsmässiga principer som inte ska påverka värdet. Denna metod ger i princip alltid ett för lågt värde på det aktuella företaget; t.ex. utgör substansvärdet i genomsnitt inte mer än 25 procent av värdet på företagen på Stockholms Fondbörs. Angående substansvärdering påpekar dock Tolleryd och Frykman att det för tillväxtföretag finns betydligt mer passande värderingsmetoder till förfogande.

Tolleryd och Frykman påpekar att den vanligaste modellen för ”stand-alone”-värdering är en kassaflödesmodell, ofta kallad DCF-modell (efter engelskans ”Discounted Cash Flow”). Generellt är DCF-modellen, kompletterad med kassaflödes- och branschspecifika multiplar, den som används mest. Anledningen är att DCF-modellen är både praktiskt och teoretiskt korrekt. DCF-modellen är således den bästa och den mest använda ”stand-alone”-modellen.

Avgörande för vilken eller vilka modeller du ska välja är hur moget ditt företag är och hur mogen industrin är. Detta sammanhang kan schematiskt beskrivas enligt följande:

Figur 2. Olika värderingsmodeller i olika utvecklingsfaser



Ju yngre ditt företag är, desto mer kan du fokusera på multiplarna, eftersom alla kassaflödesprognoser blir väldigt osäkra. En multipel är någon faktor som man tror kommer att driva framtida kassaflöden och som man använder för att räkna fram värdet på företaget. Det kan vara antal besökare till en webbplats, försäljning, tillväxt av antalet mobiltelefonanvändare. Den viktigaste typen av multiplar för tillväxtföretag är bransch- eller industrispecifika multiplar. Denna typ av underliggande analys är viktig även vid värdering av mer mogna företag, eftersom det är kvaliteten på

indata som avgör hur rättvisande DCF-beräkningen är.

Som synes i figuren t.v. baseras värderingen i den första fasen på en bedömning av affärsidéns och företagsledningens kvalitet. Denna bedömning är subjektiv men kan stödjas av ett antal fakta, liknande de multiplar som senare bildar den underliggande analysen i DCF-modellen.

Tolleryd och Frykman identifierar dessutom sju värdedrivare, dvs. faktorer som kommer att driva upp (eller ner) värdet på ditt företag.

Tre finns inom industristrukturen: konsolideringsgrad, inträdeshinder och industritillväxt. Konsolideringsgraden kan mätas i företagets relativa marknadsandel jämfört med de fyra största företagen på marknaden, inträdeshinder kan mätas i tid och pengar, medan industritillväxt mäts av en mängd undersökningsföretag.

De fyra återstående värdedrivarna finns inom det intellektuella kapitalet: varumärkets styrka, företagsledningens kompetens och motivation, innovationskraften samt den icke-personberoende kunskapen.

5. Hur du kontaktar en investerare

Ett råd är att du skriver en affärsplan innan du börjar kontakta investerare, i synnerhet professionella venture capital-bolag. (För att lära dig mer om att skriva affärsplaner, läs CONNECT-skriften *Så skriver du en vinnande affärsplan* (IVA-R 428).

Du bör också definiera dina urvalskriterier:

- Vilken typ av investerare söks?
- Hur aktivt ska de arbeta? Kvantifiera gärna i timmar per månad, styrelsemöten etc. – inte i vaga termer som ”ganska aktivt”, vilket betyder olika saker för olika personer.
- Vilken kunskap förväntas de tillföra?
- Vilket kontaktnät ska de tillföra?
- Ska det finnas några specifika branschsynergier?

Ett bra ställe att börja söka är i Riskkapitalföreningens matrikel, där det finns en matris som visar i vilka faser och branscher som de olika riskkapitalbolagen investerar. Utifrån denna matris kan du göra en grovgallring. Majoriteten av de svenska venture capital-bolagen är medlemmar i Riskkapitalföreningen, men din investerare kan även finnas på annat håll. Använd därför också ditt eget kontaktnät. Undersökt vilka nätverk och organisationer som finns i din region, t.ex. CONNECT.

VÄLJ RÄTT INVESTERARE, MER ÄN PENGAR AVGÖR

Den bästa investeraren för ditt företag är den som förutom kapitalet även kan bidra med de bästa kunskaperna i den bransch där du agerar, samt har de kontakter som är viktiga för att uppnå målen i affärsplanen.

Kanske du ska tacka nej till en investerare som erbjuder 10 miljoner kronor för 30 procent, och i stället säga ja till en investerare som bara vill satsa 5 miljoner kronor, men som kommer att bygga upp värdet i företaget på ett mycket bättre sätt.

En välkänd investerare som delägare kan öppna många dörrar. Det sätter ett slags garantistämpel på företaget vilket kan ge både kunder, bra press och väsentligt underlätta rekrytering av olika nyckelpersoner. Underskatta alltså inte de icke-finansiella faktorer som en investerare bidrar med.

En avgörande fråga är hur mycket tid investeraren kan lägga på ditt företag, samt vilket engagemang han visar. Är han entusiastisk? Känns det som om ni kan arbeta ihop? Hur fungerar era värderingar och personligheter tillsammans? Om det blir affär så kommer ni tillsammans att äga ett företag och tillbringa många timmar med varandra under de närmaste åren.

AFFÄRSÄNGLAR, INKUBATORER OCH VENTURE CAPITAL-BOLAG

I den här skriften används omväxlande benämningarna investerare och venture capital-bolag. Det är dels för att variera språket men också för att markera att det finns olika alternativ, i synnerhet för företag som befinner sig i olika utvecklingskedan. I Sverige är dessutom gränserna mellan de olika formerna av investerare relativt flytande. Nedan ges en översiktlig beskrivning av några sorters investerare. (Läs gärna också Anders Isaksons artikel ”Venture capital – begrepp och definitioner” i Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel 1999–2000.)

Affärsänglar

Affärsänglar (från engelskans ”business angel”) är privatpersoner som gör informella venture capital-placeringar. Även benämningen företagsänglar förekommer. Namnet ”änglar” är något missledande, eftersom det inte handlar om någon välgörenhet från affärsänglarnas sida, utan renodlad affärsverksamhet.

Affärsänglar har en privat förmögenhet som de investerar i unga bolag. De använder sin erfarenhet och sitt kontaktnät för att utveckla företaget. Det rör sig ofta om framgångsrika företagsledare som trappat ned på sin tidigare verksamhet och som tycker det är roligt att pröva något nytt. De investerar förhållandevis små summor i jämförelse med venture capital-bolagen.

Fördelen med affärsänglar är att de kan intressera sig för företag i tidigare faser än venture capital-bolagen, samt vara mer aktiva ägare. Nackdelen är att de inte är lika professionella som venture capital-bolagen, vilket kan medföra att investeringen görs på ett sätt som ställer till problem i senare finansieringsrundor.

Affärsänglar kan arbeta ensamma, men sluter sig också ofta samman i informella nätverk som med jämna mellanrum träffas och pratar om nya, potentiella investeringsobjekt. De kan också göra gemensamma investeringar, s.k. syndikering. Vissa nätverk omvandlas med tiden till formella venture capital-bolag eller investmentbolag. Gränsen kan dock vara flytande mellan de olika sorterna av investerare. En namnkunnig investerare som Kjell Spångberg agerar som ett venture capital-bolag, investerar stora summor, men har formellt sett hittills varit en affärsängel.

Venture catalysts

”Venture catalyst” är ett amerikanskt begrepp. Ett venture catalyst-bolag hjälper entreprenörer med olika former av affärsutveckling, ofta från ett mycket tidigt skede. Man investerar humankapital och strukturkapital samt mäklar finansiellt kapital. De brukar själva uttrycka det som att de

accelererar entreprenörsföretagens utveckling, alternativt komprimerar tiden från idé till första venture-finansiering. Venture catalyst-bolag hjälper i regel till med att skaffa fram finansiering, men har till skillnad från venture capital-bolagen egen fond. Ett venture catalyst-bolag kan även bistå med lokaler och hamnar då i inkubatorsfären (se nedan). Gränserna mellan de två begreppen är suddiga eller obefintliga.

Inkubatorer

Inkubatorer, eller företagskuvöser som de också kallas, är ett växande fenomen i Sverige. En inkubator investerar relativt begränsade summor mot deläggande, och tillhandahåller all struktur som entreprenören behöver – kontor, ekonomiadministration, rekryteringshjälp, IT-system etc. På så vis kan grundarna till företaget fokusera på att utveckla och kommersialisera sin affärsidé. Flera entreprenörsföretag delar på dessa gemensamma resurser, vilket gör det fördelaktigt. Inkubatorerna är experter på alla steg i sådd- och uppstartsfasen, vilket gör att de kan effektivisera denna process.

Inkubatorns affärsidé är att med sitt kunnande snabbt multiplicera värdet på sin kapitalinsats och göra företaget moget för en investering från ett venture capital-bolag. Från att tidigare ofta ha varit kopplade till teknikparker på högskoleorter så dyker det nu upp allt fler inkubatorer som är kopplade till ett venture capital-bolag eller som har en egen fond.

Venture capital-bolag

Venture capital-bolagens affärsidé är att genom ett aktivt ägande snabbt öka värdet på det företag som de har investerat i. Vid investeringen blir de delägare i sina portföljbolag och tar ofta minst en styrelseplats.

Investeringshorisonten är oftast mellan tre och fem år och man har mycket höga avkastningskrav, i snitt minst 25–30 procent per år, vilket innebär att kapitalet ska tre- till femdubblas

på fem år. Venture capital-företag kan investera grundarnas egen förmögenhet, alternativt ägas helt eller delvis av storföretag eller staten, vilket fram till helt nyligen var vanligt i Sverige.

Den klassiska amerikanska modellen, som nu slagit igenom i Sverige, är dock att venture capital-bolaget är ett managementföretag som förvaltar en eller flera fonder där externa investerare har satsat sina pengar. Det kan röra sig om företag, försäkrings- eller pensionsfonder eller andra som vill förvalta sina pengar på ett lönsamt sätt. Ersättning består dels av en fast förvaltningsavgift, dels av en procentsats på avkastningen från investeringarna. Denna affärsmodell innebär att små investeringar sällan kan bli lönsamma för venture capital-bolagen. Det tar lika mycket tid att hantera en investering på 250 000 kronor som en på 25 miljoner kronor, men i det första fallet räcker inte den procentuella avkastningen så långt.

De flesta venture capital-bolag investerar därför inte så gärna i den allra tidigaste sådd- och uppstartsfasen utan ser gärna att det finns någon form av bolag, en viss verksamhet, färdig prototyp etc. Utvecklingen i Sverige har dock under de senaste tre till fem åren varit att venture capital-bolagen gått in i allt tidigare faser, inte minst på grund av det ökande utvecklingstempot i IT-branschen. En tendens som kommer att motverka att man går in i tidiga faser är att det har strömmat till stora mängder kapital till venture capital-bolagens fonder, vilket tvingar dem att investera större summor i taget.

Corporate venture capital

Många storföretag, t.ex. Intel, Nokia och Telia, har startat egna venture capital-fonder, vilka går under benämningen "corporate venture", "corporate capital" eller bundna venture capital-bolag (eng. captives). Dessa fonder går under samlingsnamnet corporate venture capital. De investerar i olika skeden, inte sällan i ganska tidiga faser, i företag som på ett eller annat sätt har synergier

med deras egen verksamhet. Vissa corporate venture-fonder är dock helt fristående från sina moderbolag.

"Corporate venture capital" kan vara ett intressant och ofta bortglömt alternativ för entreprenörer. Kontrollera dock hur pass fristående venture-fonden är från moderbolaget. Kontrollera även övriga villkor, eftersom dessa varierar kraftigt.

Private equity

"Private equity" kallas investeringar i onoterade (dvs. ej börsnoterade) bolag, där investerarna inte arbetar aktivt i företaget. Dessa investeringar kan göras av olika finansiella aktörer. Det finns i dag flera fonder som satsar i onoterade bolag.

Investmentbanker

En investmentbank är ett företag som hjälper till med marknadsföringen gentemot den finansiella marknaden, samt alla andra praktiska och juridiska detaljer inför börsintroduktionen. De tar betalt dels i en fast avgift, dels i en summa som relateras till hur mycket kapital som börsintroduktionen ger företaget.

GÖR "DUE DILIGENCE"

"Due diligence" kallas processen när investeraren granskar ditt företag inför investeringen. På samma vis bör du granska investeraren, vare sig det är ett venture capital-bolag eller en affärsängel. Du kan först göra den här kontrollen översiktligt för att få fram vilka investerare som passar dig bäst, därefter kan du upprepa processen med större noggrannhet om någon viss investerare visar intresse.

- Undersök venture capital-företagets eller affärsängelns tidigare investeringar, "track record": Vilka investeringar har de gjort tidigare? Har några skett i din bransch? Gick de bra eller dåligt? Varför? Hur vill de arbeta med ditt företag?

- Tala med någon av grundarna och/eller VD till investerarnas andra portfölj företag och fråga dem om deras erfarenheter: Hur aktivt jobbar investeraren? Be dem precisera, t.ex. i antal timmar per vecka eller månad.
- Prata med finansanalytiker, affärsjournalister och/eller banker: Vilket rykte har investeraren? Hur mycket pengar har de? Har grundarna varit inblandade i några konkurser?

SKAPA EN LISTA ÖVER DE TRE MEST INTRESSANTA

Efter att ha gjort en första översiktlig ”due diligence” bör du ha fullt tillräcklig information för att veta vilka investerare som är mest intressanta för dig att arbeta med. Gör en lista på de mest intressanta och börja med att bearbeta dem.

HUR KONTAKTAR DU ETT VENTURE CAPITAL-BOLAG?

Att söka riskkapital är ungefär som att söka jobb. Det finns officiella kanaler och förmedlingar som fungerar väl, men det är alltid bra med personliga kontakter och introduktioner. Du måste sticka ut för att märkas. Försök att hitta bra, annorlunda vägar in för att etablera den första kontakten. Din och dina kollegors affärsplan motsvarar meritförteckningen vid jobbsökandet. Innehåller den samma sak som alla andras behandlas den därefter.

Det är inte fel att ringa upp någon inom bolaget. Då kan du, utan att vara påträngande, be att få komma och presentera din idé personligen.

Många företag vill först ha en kort sammanfattning av affärsplanen – en halv till en A4-sida kan räcka, maximalt två sidor. Denna sammanfattning ska vara lättfattlig, attraktiv, genomtänkt och inte minst besvara frågan hur du ska tjäna pengar. Beskriv idén, företagsledningen, visionen och därefter några ekonomiska nyckeltal. Den springande punkten är ju hur du ska kunna tjäna pengar.

Följande frågor kan vara bra att försöka ge svar på:

- Hur stor är marknaden?
- Hur många procent av marknaden kommer du att ta?
- Hur tar du betalt?
- Hur stor är nettointäkten och din vinstmarginal?
- Vilka tillväxtambitioner har du?

I första hand läser venture capital-bolagen bara sammanfattningen; det är allt de har tid med. Du måste dock ha hela din affärsplan klar, och eventuellt skickar du med även den.

Tänk på att sammanfattningen, liksom affärsplanen i stort, är ett sorts säljmaterial (som dock ska vara sanningsenligt och korrekt). Försök förmedla det unika med just ditt företag och skapa en känsla av att investeraren fått ett erbjudande där det gäller att slå till.

SKAFFA EN INTRODUKTÖR

Skaffa gärna en personlig introduktör av något slag. Det är värdefullt om någon kan rekommendera dig till investeraren, eftersom det i hög grad är dig som entreprenör, samt den övriga företagsledningen, som investeraren satsar på. Affärsidéer finns det gott om, goda entreprenörer är den stora bristvaran.

En väg att gå är via olika nätverk. CONNECT anordnar exempelvis flera gånger per år Finansieringsfora, där entreprenörer kan presentera sina affärsidéer för kvalificerade investerare. På CONNECT-nätverkens s.k. Språngbräddor kan du få råd av en expertpanel hur du t.ex. utvecklar din affärsplan eller ditt existerande företag. Även dessa affärspaneler har värdefulla nätverk. På liknande sätt fungerar affärsplanstävlingar som exempelvis Venture Cup (Internetadress: <http://www.venturecup.org>).

PÅ MÖTET: LYSSNA OCH STÄLL FRÅGOR

När du väl träffar representanter för venture capital-bolag så var öppen för konstruktiv kritik och återkoppling från dem – det är ju därför du söker deras hjälp. Om de inte vill gå in som delägare, så lyssna på deras skäl och försök åtgärda bristerna.

På mötet kan du också upprepa en del frågor som du försökt få svar på i din ”due diligence”:

- Vilket nätverk har de?
- Hur aktivt arbetar de med sina portfölj företag?
- Med vem inom venture capital-bolaget kommer du att arbeta?
- Kan de få fram en bra styrelse?
- Hur är deras branschkunskande?

Det är lätt att förlora värdefull tid i sökandet efter en finansiär. Försök därför att undvika att tillbringa tid med aktörer där du aldrig kommer i mål, dvs. aldrig får pengar och en kunnig, aktiv delägare. En investerare och f.d. entreprenör i Internetbranschen uttryckte det så här:

”Investerare är alltid intresserade av att träffa dig. Som entreprenör är det lätt att gå på en oändlig rad med möten. Alla är trevliga och du går därifrån och tror att pengarna nästan är klara. Det är naivt. I många fall betyder ordet intresserad inte så mycket.

Få investerare kommer att säga definitivt nej, de vill alltid hålla en dörr öppen. Genom att vara uppmuntrande och be dig återkomma skaffar de sig en mental option att investera vid senare tillfälle. Du måste dock snabbt få reda på om de är beredda att investera nu. Annars ska du gå vidare”.

Checklista: Kontrollfrågor att ställa till investerare

Här följer några kontrollfrågor som kan vara bra att ställa till potentiella investerare. Listan finns även i bilaga 2:

- Gör de investeringar i denna bransch, och specifikt i denna delsektor?
- Gör de investeringar på den nivå du söker?
- Vem tar beslutet? Är det den du talar med?
- När tas beslutet? Har de speciella investeringsmöten?
- Tar de upp ditt företag på nästa möte? Besked senast vilket datum?
- Kan du gå vidare till andra investerare?
- Känner de till andra som de gärna investerar tillsammans med?
- Känner de till andra som kan tänkas investera i stället för de själva i din typ av bolag?

Du ska självklart ha en trevlig och någorlunda ödmjuk attityd, men du får inte låta dig imponeras av investerarna för mycket, så att du inte vågar kräva raka och tydliga besked. Du bör ha en tydlig tidsplan för när du vill ha besked. Hos de flesta venture capital-bolag handlar det om en process på åtminstone några veckor mellan möte och investeringsbeslut – be dem förklara hur just de arbetar.

Om du inte får pengar kan det bero på något av följande:

- Du besöker fel sorters investerare. Gör bättre grundresearch.
- Ditt team, företagsledningen, behöver kompletteras med mer erfarna personer.
- Din idé är helt enkelt dålig – åtminstone i sin nuvarande form eller som den presenteras. Men bra idéer kan också ta tid att hitta rätt.

Försök att hitta en rådgivare som sökt och fått riskkapital. Använd den personen som bollplank under ditt sökande.

ÖKA VÄRDET PÅ FÖRETAGET INNAN DU SÖKER KAPITAL

Du kan redan på såddnivå tillföra ditt företag värde på samma sätt som en inkubator eller ett

venture capital-bolag gör genom sitt kunnande och kontaktnät. Identifiera värdehöjande faktorer som: antal kunder, kvaliteten och lojaliteten hos kunderna, avtal med leverantörer, en prototyp eller en betaversion av webbplatsen.

Du kan främst tillföra dels humankapital, dvs. den kompetens som är knuten till enskilda personer, dels strukturkapital, dvs. sådant som är i företagets ägo i form av system, avtal och information – alltså det som blir kvar när alla har gått hem. Generellt ska du sträva efter att omvandla humankapital till strukturkapital.

Andra exempel på värdehöjande faktorer är följande:

- **Erfaren företagsledning.** Att ha personer i företagsledningen som redan en gång har byggt upp en tillväxtföretag anses som mycket vär-

defullt. Ju mer erfarenhet från tillväxtföretag du kan samla i din företagsledning, desto bättre. Kombinationen av unga visionära entreprenörer, en VD med stark industrierfarenhet, samt en mycket kompetent CFO (Chief Financial Officer) blir exempelvis allt vanligare i Internetföretag.

- **Styrelse.** Här gäller samma resonemang som ovan. Observera dock att nya ägare kommer att kräva plats i styrelsen och kan vilja förändra dess sammansättning. Långsiktiga löften till styrelsemedlemmar kan då vara negativt.

Ju mer värde du har tillfört företaget innan du söker kapital, desto bättre kommer venture capital-bolagen att betala för sin ägarandel.

6. Avtalet

Avtal är inte endast ett juridiskt dokument, utan också ett resultat av en förhandling mellan två parter. Venture capital-bolaget, eller en affärsängel, bör i en sådan förhandling förklara för entreprenören varför man vill ha med vissa paragrafer.

Det finns ett otal olika sätt att lägga upp avtal. En variant är att upprätta s.k. ”term sheet”, och därefter ett teckningsavtal och ett aktieägaravtal. ”Term sheet”, vilket är ett amerikanskt begrepp som börjat florera i Sverige, innebär en avsiktsförklaring inför investeringsavtalet, där villkoren för finansieringen läggs fast. (I bilaga 3 finns en checklista över vad man ska tänka på när man skriver investeringsavtal.)

MER ELLER MINDRE FORMELLA AVTAL

Avtal med svenska investerare är generellt sett mindre formella än motsvarande avtal hos venture capital-bolag i USA och Storbritannien. Detta beror dels på en annan rättstradition: i anglosaxiska länder är köparen skyldig att skydda sig, dels på att venture capital-marknaden i de länderna har en längre historia. Där rör det sig även om renodlade venture capital-bolag, dvs. managementbolag som mot arvode investerar en fond av andras pengar. Det är troligt att svenska avtal framdeles alltmer kommer att likna de amerikanska när det blir vanligare att venture capital-bolag är organiserade som de amerikanska, dvs. att bolaget investerar andras pengar ur en fond.

Syftet med avtalen från de amerikanska venture capital-bolagens sida är ofta tvåfaldigt – dels att skydda sig mot förluster, dels att säkra en viss avkastning.

Det är dock inte säkert att avtal i tidiga finansieringsrundor alltid är mindre formella än vid se-

nare finansieringsrundor, vilket man skulle kunna tro. Skillnaderna mellan olika venture capital-avtal är stor, även på såddnivå, vilket Markus Kullendorfs uppsats ”Avtalsstrukturer vid venture capital-investeringar”* visar.

Investerare med mindre strikta avtal kan vara sådana som satsar egna pengar, t.ex. affärsänglar som är medvetna om riskerna och som kan göra som de vill. Men även de som investerar ur en fond kan förespråka något mindre strikta avtal, eftersom tungt juridiskt språk och ett avancerat finansiellt upplägg kan försvåra kommunikationen mellan entreprenören och venture capital-bolaget, i synnerhet i tidiga faser då entreprenören kanske inte har råd med egna rådgivare. Det enklaste upplägget på en investering är då att man går in på lika villkor, med samma slags aktier, och att både investeraren och grundarna blir delägare utan annan skillnad än antalet aktier de äger.

Många venture capital-bolag är enligt Kullendorf skeptiska till att ett bra avtal har någon större betydelse för en bra utveckling av företaget. Det som gör företaget framgångsrikt är att investeraren är aktiv, inte att den legala kontrollen är stor. Man menar att avtalen inte har någon större betydelse vid bra investeringar, och vid dåliga investeringar finns inget kvar att skydda. Det viktigaste är att pröva entreprenörens karaktär.

* Markus Kullendorfs uppsats *Avtalsstrukturer vid venture capital-investeringar* lades fram 1999 vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet och behandlar de frågor som tas upp i detta kapitel djupare. Den har även, tillsammans med intervjuer, fungerat som källa för hela kapitel 6.

Några svenska venture capital-bolag använder sig dock av de mer strikta anglosaxiska avtalen även i tidiga faser. Från dessa företags sida menar man att venture capital-branschen kan få ett mycket dåligt rykte när och om aktiemarknaden vänder skarpt nedåt, om det visar sig att venture capital-bolagen inte har skyddat sina investeringar utan förlorar stora pengar. Det kommer bli svårt att resa pengar till nya fonder.

Förespråkarna av strikta avtal menar att det på kort sikt kan tyckas mindre förmånligt för entreprenörer med dessa avtal, men att de i längden är bra även för entreprenörerna, då de säkrar den långsiktiga tillgången till riskkapital och en sund svensk venture capital-bransch.

TECKNINGSAVTAL

Teckningsavtal är ett avtal om en riktad nyemission till venture capital-bolaget. Det är också en specifikation över vad man köper, t.ex. att eventuella patent och immateriella rättigheter tillhör bolaget, bolagets nuvarande ekonomiska ställning eller ev. rättsliga tvister. Teckningsavtalet brukar också specificera vad som händer om man inte lever upp till det man garanterar. Teckningsavtalet kompletteras av aktieägaravtalet.

AKTIEÄGARAVTAL

I aktieägaravtalet slår parterna fast sina inbördes skyldigheter samt verksamheten i bolaget. Man ska arbeta för den överenskomna affärsplanen för att nå börsintroduktion eller annan exit, och venture capital-bolaget deklarerar att man vid behov ska tillföra ytterligare kapital genom emissioner.

Man bör från entreprenörens sida försöka reglera hur senare finansieringsomgångar ska ske, för att undvika en utpressningssituation där man tvingas släppa en stor del av företaget för att få in nya pengar vid senare rundor.

Senare finansieringsrundor kan regleras genom att venture capital-bolaget är tvingat att investera om överenskomna milstolpar uppfylls, eller att venture capital-bolaget har option att göra så. Det senare ger investeraren möjlighet att pressa entreprenören att uppfylla målen, men inte tvärtom. Det är självklart mindre fördelaktigt för entreprenören.

I aktieägaravtalet kan man komma överens om villkor som ger venture capital-bolaget större inflytande än man normalt skulle ha som minoritetsägare. Den ökade kontrollen används ofta för att få företaget att utvecklas på det sätt man önskar, samt för att kunna tvinga fram en exit.

7. Såddfasen

AFFÄRSÄNGLAR, INKUBATORER OCH VENTURE CAPITAL

Det troligaste är att du får vända dig till en affärsängel eller till ett inkubatorföretag (se kapitel 5). Affärsänglar investerar sina egna pengar, och den stora fördelen är att de kan följa sin egen övertygelse, intuition och erfarenhet. De bedömer därför oftast entreprenören/personerna i företaget, snarare än siffrorna i affärsplanen. Affärsängeln måste inte, som en investment manager i ett venture capital-bolag, redovisa sina misstag för en investeringskommitté. Det är svårt att på detta stadium göra en riskanalys och skriva en investeringskalkyl som är hållbar inför en kommitté. Därför går mycket få venture capital-bolag in i såddfasen.

Affärsängeln har tillika mer tid än pengar i jämförelse med venture capital-bolagen. Det är upp till dig att bedöma dels kvaliteten i den tid de kan lägga ner på ditt företag, dels kvantiteten – hur mycket tid rör det sig om? En affärsängel uttryckte det som att entreprenören måste skapa sig en bild av ”skillnaden mellan våra miljoner och andras”.

Risken med att få in välkända investerare på ett tidigt stadium är att de är mycket upptagna människor och du behöver egentligen deras tid mer än deras pengar. Fördelen är att det underlättar rekryteringar och framtida finansiering. Vikten av välkända investerare ökar ju närmare börsintroduktionen du kommer, då namnet tillför mer värde än den tid de kan lägga ner.

VÄRDERING

Värderingen är svårare på såddnivån än på andra nivåer, eftersom det finns så många okända eller

omätbara faktorer. Investeraren måste bedöma värdet i entreprenörens och företagsledningens potential, liksom i marknadens potential, under ett antal år framåt. De främsta värde drivande faktorerna på den här nivån är människorna i företagsledningen.

ÄGARANDEL, AVSTÅ 20–30 PROCENT

Grundarna ska sträva efter att få en så stor ägarandel som möjligt, men de får inte vara livrädda för att späda ut sitt ägande.

OPTIONSPROGRAM FÖR GRUNDARNA

Utöver ett optionsprogram för företagsledning och övriga medarbetare (se kapitel 3) kan grundarna komma överens med investerarna om ett optionsprogram även för sig själva. På så vis kan risken för alltför stark utspädning kompenseras på ett sätt som tilltalar investeraren.

Exempel:

Bolaget värderas till 10 miljoner kronor. Efter en första investering får investeraren 25 procent av aktierna och grundarna 75 procent. Dessutom tecknas ett optionsavtal där grundarna utan kostnad får teckningsoptioner motsvarande 20 procent av bolaget värderat till 100 miljoner kronor. Optionerna utfaller om två år. Har entreprenörerna tiofaldigt värdet på två år, så är investeraren trots allt nöjd.

MILSTOLPAR VID UTBETALNINGAR

Utbetalningen av investeringen brukar ske i ett antal portioner, som betalas ut efter att vissa mil-

stolpar i affärsplanen har uppnåtts. Dessa milstolpar kan t.ex. vara följande:

- en färdigställd affärsplan som kan presenteras för venture capital-bolag
- en komplett företagsledning eller organisation
- leverantörsavtal och strategiska samarbeten
- försäljningsmål, t.ex. att teckna avtal med tre nyckelkunder.

Diskutera igenom med investeraren vad som händer om milstolparna inte uppnås. Utbetalas pengarna ändå, tar investeraren i stället över en större del av företaget, eller avbryts betalningarna?

AVTALSVILLKOR (TERM SHEET)

Se bilaga 3 för en checklista på viktiga frågor att beakta i ett investeringsavtal. Läs även kapitel 6 för en mer ingående diskussion om avtalsvillkor, både på såddnivå och senare.

ATT TÄNKA PÅ

- Ha inte för många privatpersoner som ägare. En alltför splittrad och spridd ägarbild, där dessutom några ägare är passiva, kan försvåra finansieringen i nästa skede. Det finns en fara i att alltför lättvindigt ge bort ägarandelar i utbyte mot tjänster. Ett spritt ägande kan dock delvis rättas till i efterhand om man lägger ihop alla privatpersonerna till en juridisk person.
- Om du arbetar med ett inkubatorföretag eller ett venture capital-bolag: Ta reda på vem som kommer att jobba med ditt företag från investerarens sida. Är det den personen som du förhandlat med? Är det den seniora konsult eller erfarna entreprenör som de lockat med (och som skulle tillföra så mycket värde), eller kommer du att hanteras av en mindre erfaren person?

8. Första finansieringsrundan

VÄRDERING

Inför den första finansieringsrundan bör värderingen ha blivit något lättare. Med hjälp av exempelvis ett managementkonsultbolag kan såddinvesteraren och grundarna ha ordnat en bättre underbyggd marknadsanalys. Likaså bör affärsmodellen vara väl genomarbetad.

ÄGARANDEL, AVSTÅ 30–50 PROCENT

Räkna med en ytterligare utspädning på ca 30 procent till den nytillkomna ägaren. Om ägandet två gånger har späts ut med 30–33 procent så äger du som grundare alltså nu mindre än hälften av bolaget.

MILSTOLPAR VID UTBETALNINGAR

Exempel på milstolpar vid utbetalningar kan vara följande:

- försäljningsmål
- en utveckling av betaversionen till en kommersiell version
- en etablering i ett visst land.

NYEMISSION ELLER KÖP AV AKTIER

Såddinvesteraren försvarar vanligen sin ägarandel med en ny investering, eller behåller den andel som han fick vid såddinvesteringen. I det senare fallet görs en nyemission endast till den nytillkomna investeraren som troligen är ett venture capital-bolag.

Det är ovanligt, men det förekommer, att en investerare från en tidigare fas säljer sin aktieandel till den nytillkomna investeraren. Resonemanget från den nytillkomna investeraren går ut på följande: ”Om nu detta företags värde kommer att stiga så snabbt som den förra investeraren

säger, varför vill de hoppa av nu?”. Det vanliga är alltså att den första investeraren ligger kvar som ägare.

TYP AV INVESTERARE

De nya ägarna är något mindre aktiva än såddfinansiärerna, eftersom de tillför proportionerligt sett mer pengar och mindre tid. Det kan röra sig om ett svenskt venture capital-bolag, vissa institutionella ägare, ett partnerföretag eller en större affärsängel.

AVTALSVILLKOR (TERM SHEET)

Alla avtal mellan grundarna och investeraren går ut på att investeraren tar över bolaget om det går dåligt. Detta gäller i synnerhet professionella venture capital-bolag. Investeraingsavtalen kan vara skrivna så att venture capital-bolagen tar över entreprenörens ägarandel om det kärvar, och snabbväxande tillväxtbolag hamnar nästan per definition förr eller senare i någon form av kris. Det finns alltså anledning att vara uppmärksam på avtalsvillkoren.

ATT TÄNKA PÅ

- Var försiktig med att ta in alltför stelbenta institutionella ägare. De kan ibland sakna förståelse för den tidiga entreprenörsfasen, och de har även en förkärlek för knepiga avtal som skyddar dem på andra ägares bekostnad. Detta kan försvåra att få finansiärer i följande finansieringsrundor.
- Svenska företag tenderar att ha mycket god teknisk kompetens, men de fokuserar för lite på försäljning. Flera investerare påpekar vikten av att komma igång och sälja. Redan ti-

dig kan halva organisationen arbeta med försäljning – dels kommer intäktssidan igång, dels sker produktutvecklingen i dialog med marknaden.

- Redan i den första finansieringsrundan gäller det att skapa vad amerikanerna kallar ”mindshare”, dvs. att få utrymme i konsumentens medvetande, även om det inte direkt

medför ett köp. Inte minst gäller detta Internetbolag som snabbt ska in på börsen. Det gäller att synas i media fr.o.m. marknadsintroduktionen. Boxman-modellen, där man tar in kända namn i styrelsen och ägarkretsen, är en extrem yttring av detta. Företagsledarens roll som ”annonspelare” för företaget har blivit allt mer markerad under senare år.

9. Andra finansieringsrundan

VÄRDERING

Återigen bör värderingen vara lättare. Ytterligare osäkerheter har försvunnit, nu finns en verksamhet som kan bedömas. En användbar värderingsmodell är diskonterade intäktsströmmar. (Vill du veta mer om hur man värderar tillväxtbolag, se IVA-skriften *Värdering av tillväxtföretag* – IVA-M 328.)

MILSTOLPAR VID UTBETALNINGAR

Exempel på milstolpar vid utbetalningar kan vara följande:

- Försäljningsmål. Försäljningen är ofta igång i denna fas, med undantag för forskningsintensiva produkter.

AVTALSVILLKOR (TERM SHEET) – TÄNK PÅ BÖRSINTRODUKTION

Redan när du skriver avtal i den här rundan bör

du ha ett öga på en eventuell börsintroduktion. Se efter vad avtalet säger om dessa frågor. Fler och fler europeiska venture capital-bolag använder någon form av återköpsklausul som ger dem rätten att tvinga igenom en exit trots att grundarna eller företagsledningen är motvillig. Det är dock ännu relativt ovanligt i Sverige.

TYP AV INVESTERARE – VÄLKÄNDA OCH UTLÄNDSKA

I denna andra och större finansieringsrundan är det sällan frågan om annat än institutionellt kapital, dvs. formaliserade venture capital-fonder eller ev. andra finansiella aktörer. Eftersom ett svenskt tillväxtföretag måste ha en internationell marknad bör man redan i denna runda börja se sig om efter utländska investerare.

I denna fas ökar vikten av att det är kända namn som investerar.

10. Tredje finansieringsrundan

FÖRBEREDELSE FÖR UPPKÖP (INDUSTRIAL EXIT) ELLER BÖRSINTRODUKTION (IPO)

Ambitionen efter den tredje finansieringsrundan är ofta att marknadsnoteras, dvs. börsintroduceras, inom loppet av 6–12 månader. För många företag kan det dock vara mer fördelaktigt att bli uppköpta. Värdet på företaget som ett komplement till en större koncern är högre än som enskilt företag. För koncernen är det lönsammare att köpa in kompetensen än att utveckla den själv, även om det senare förvisso vore möjligt. Ett exempel är företaget Hotmail som såldes till Microsoft därför att gratis e-mail var ett bra komplement till Microsofts övriga tjänster.

TYP AV INVESTERARE

I den här rundan är kvaliteten på kapitalet extremt viktigt. Det kan vara en internationellt känd investmentbank. Kapitalets ”varumärke” tillför värde till bolaget, vilket exempelvis underlättar rekrytering av en ny VD och andra nyckelposter, då t.ex. entreprenören själv inte alltid är lämpligast att leda företaget genom en snabb expansion fram till börsintroduktionen.

ATT TÄNKA PÅ

- Tänk på att ha en professionell rådgivare i styrelsen eller ledningen som kan hantera venture capital-bolaget samt föra företagets talan

mot den investmentbank som kommer att sköta börsintroduktionen. Denne rådgivare ska tillvarata sina egna och övriga aktieägares intressen.

- Vem är kunden? Du betalar investmentbanken en procentsats av det kapital som de ordnar åt dig genom börsintroduktionen. Observera dock att det inte är självklart att detta får banken att vilja nå ett så högt pris som möjligt. Investmentbankens egentliga, långsiktiga kund är nämligen den som köper aktier av dem, och det ligger i investmentbankens intresse att ge billiga aktier till sina kunder, så att kunderna får en snabb värdeökning.
- Venture capital-bolag kan föredra en börsintroduktion även när en försäljning skulle ge mer pengar. Man får mer publicitet, vilket ger bättre möjligheter att dra in pengar till nästa fond.
- Även företagsledningen kan vara tveksam till en försäljning eftersom de hellre vill se företaget växa vidare på egen hand. Man kan då tänka sig incitament som att ledningen får fler aktier eller optioner om man uppfyller venture capital-bolagets eller grundarnas mål.

Bilaga 1

TABELL: OLIKA FORMER AV OPTIONER

CONNECT har givit ut skriften *Att belöna och motivera medarbetare i tillväxtföretag* (IVA-R

431). Följande jämförelse mellan olika former av optioner är hämtad ur skriften.

	Konvertibler	Personaloptioner	Köpoptioner	Teckningsoptioner	Syntetiska optioner
Kräver medverkan av annan än arbetsgivaren	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej
Marknadspris	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja
Kan överlätas	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja
Knuten till anställningen	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej
Lösningrätt m m	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Skyldighet att köpa aktie	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Insats- eller kreditrisk	Ja	Ej krav	Ja	Ja	Ja
Utspädning av aktie	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
Anstränger likviditeten	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja
Omfattande reglering i lag	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
Enkelt	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja
Utdelning under löptid	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Ränta under löptid	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej
Rösträtt m m under löptid	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Kapitaltillskott	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
Emissionslikvid aktier	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej
Kapitalskatt	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja
Inkomstskatt	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej

Källa: Att belöna och motivera medarbetare i tillväxtföretag (IVA-R 431).

Bilaga 2

CHECKLISTA MED KONTROLLFRÅGOR TILL INVESTERARE

- Gör de investeringar i denna bransch, och specifikt i denna delsektor?
- Gör de investeringar på den nivå du söker?
- Vem tar beslutet? Är det den du talar med?
- När tas beslutet? Har de speciella investeringsmöten?
- Tar de upp ditt företag på nästa möte? Besked senast vilket datum?
- Kan du gå vidare till andra investerare?
- Känner de till andra som de gärna investerar tillsammans med?
- Känner de till andra som kan tänkas investera i stället för de själva i din typ av bolag?

Du ska självklart visa en trevlig och någorlunda ödmjuk attityd, men du får inte låta dig imponeras så mycket av investerarna att du inte vågar kräva raka och tydliga besked. Du bör ha en tyd-

lig tidsplan för när du vill ha besked. Hos de flesta venture capital-företag handlar det om en process på åtminstone några veckor mellan möte och investeringsbeslut; be dem förklara hur just de arbetar.

Om du inte får pengar kan det t.ex. bero på följande:

- Du besöker fel sorts investerare. Gör bättre grundresearch.
- Ditt team, företagsledningen, behöver kompletteras med mer erfarna personer.
- Din idé är helt enkelt dålig – åtminstone i sin nuvarande form, eller som den i dag presenteras. Men bra idéer kan också ta tid att hitta rätt.

Försök att hitta en rådgivare som sökt och fått riskkapital. Använd den personen som bollplank under ditt sökande.

Bilaga 3

ENTREPRENÖRENS CHECKLISTA FÖR INVESTERINGSAVTAL (TERM SHEET)

Denna frågelista är upprättad som en hjälp för entreprenörens förståelse vid avtal som normalt används vid riskkapitalinvesteringar. Avtalsarbetet vid en investering sker ofta under stark tidspress och uppfattas olyckligtvis ofta av entreprenören som oviktig formalia. Eftersom avtalen normalt upprättas av investeraren bör entreprenören sätta sig in i betydelsen av bestämmelserna. Listan bör inte uppfattas som uttömmande.

1. Frågor om styrning av bolaget

- Vem rekryterar och tillsätter styrelsemedlemmar?
- Krävs enighet eller finns vetorätt vid vissa typer av beslut?
- Hur utövar entreprenörerna sitt inflytande? Ensamma eller endast gemensamt?
- Finns möjlighet att genomdriva beslut för någon part genom utslagsröst?
- Var utövas bolagets styrning? I styrelsen eller på annat sätt?
- Vem tillsätter styrelsens ordförande?
- Finns bestämmelser om skyldighet att rösta på ett visst sätt?

2. Investerarens åtaganden

- Hur sker finansieringen?
- När och hur sker utbetalning av medel? Som klumpsumma? Vid uppnådda mål?
- Lämnas åtaganden utöver finansieringen?
- Vilken typ av värdepapper vill investeraren ha?
- Vilka effekter får valet av värdepapper?

3. Entreprenörens åtaganden

- Finns skyldighet att arbeta aktivt?

- Ska anställningsvillkoren för entreprenören regleras?
- Krävs garantier angående bolagets ställning, tillgångar etc.?
- Vilka konsekvenser kan ett avtalsbrott få?
- Vilka skattekonsekvenser får avtalet nu och i framtiden?

4. Överlåtelse av aktie/exit

- Accepteras exit från entreprenörens sida?
- Har investeraren rätt till exit?
- Finns bestämmelser om tvångsinlösen eller hembud? Vilken effekt får de?
- Finns möjlighet att sätta annat (bolag) i sitt ställe?
- Hur värderas bolaget vid hembud och liknande situationer?

5. Nyanskaffning av kapital

- Krävs enighet vid ny finansieringsrunda?
- Har tidigare investerare förtur vid ny runda?
- Finns skydd för investeraren mot utspädning?
- Finns annan typ av konstruktion som ger fördelar för investerare?

6. Allmänna frågor

- Finns bestämmelser om konkurrensbegränsning vid eventuell exit?
- Hur regleras frågan om sekretess?
- Hur löses tvister som kan uppkomma?
- Vilka konsekvenser kan bestämmelser om skadestånd och viten få?
- Vem betalar värderingar och liknande kostnader?
- Vad inträffar vid sjukdom, giftermål, etc.?
- Har avtalen någon begränsning i tiden?

Checklistan är upprättad av advokat Peter Helle, Advokatfirman Lindahl.

CONNECT i Sverige

CONNECT har till uppgift att genom frivilliga insatser sammanföra entreprenörer med de finansiella, tekniska och företagsutvecklande resurser de behöver för att skapa och utveckla tillväxtföretag i Sverige. Detta sker genom aktiviteter som de regionala CONNECT-nätverken utför samt genom större aktiviteter som nätverken genomför tillsammans med CONNECT Sverige.

CONNECT-verksamheten i Sverige består i dag av de regionala nätverken CONNECT Stockholm, CONNECT Väst, CONNECT Skåne, CONNECT Uppsala och CONNECT Norr samt av CONNECT Sverige, en projektgrupp inom Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA).

CONNECT Sverige fungerar som ett stöd och en resurs för de regionala nätverken. Dessutom organiserar projektgruppen aktiviteter på riksplanet i samarbete med nätverken när det krävs fler aktörer än vad dessa vanligtvis kan mobilisera. Vidare producerar CONNECT Sverige en skriftserie på aktuella teman för tillväxtföretag.

De aktiviteter CONNECT regelbundet genomför inkluderar:

- Möt en forskare
- Möt en entreprenör
- Möten kring CONNECT-skrifterna
- Sprängbräddor
- Finansieringsfora
- Partnerskapsfora
- Kurser och seminarier.

De regionala nätverken finansieras genom medlemsavgifter från professionella tjänsteföretag, industriföretag, riskkapitalbolag och enskilda medlemmar samt genom avgifter på olika servicepaket som medlemmarna erbjuds att köpa. Entreprenörer och nya tillväxtföretag behöver inte vara medlemmar för att få hjälp i nätverken. CONNECT Sverige finansieras av Stiftelsen för Kunskaps- och Kompetensutveckling samt Industrifonden.

För ytterligare information, se CONNECT:s hemsida: www.iva.se/connect.

Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA) är en fristående akademi med uppgift att främja tekniska och ekonomiska vetenskaper samt näringslivets utveckling. I samarbete med näringsliv och högskola initierar och föreslår IVA åtgärder som stärker Sveriges industriella kompetens och konkurrenskraft. För ytterligare information, se IVA:s hemsida: www.iva.se.



Industrifonden verkar för lönsam tillväxt och förnyelse av det svenska näringslivet. Detta sker genom finansiering via olika typer av lån eller ägarkapital till främst små och medelstora företag. En finansiering från Industrifonden är skräddarsydd för varje enskilt företags eller projekts behov och kombineras alltid med kompetent rådgivning. För ytterligare information, se Industrifondens hemsida: www.industrifonden.se.