



INTERNATIONELLA HANDELSHÖGSKOLAN
HÖGSKOLAN I JÖNKÖPING

”Entreprenörers nya sedelpress”

-en studie om principal-agent problematikens inverkan på relationen mellan Riskkapitalföretag och Entreprenörer lokaliserade i Företagskuvös.

Ekonomie magisteruppsats inom Företagsekonomi

Författare: Henrik Jansson och Per Sundström

Handledare: Gunnar Wramsby

Jönköping: Januari, 2000

Magisteruppsats inom principal-agent teori

Titel:	Entreprenörers nya sedelpress – en studie om principal-agent problematikens inverkan på relationen mellan Riskkapitalföretag och Entreprenörer lokaliserade i Företagskuvös.
Författare:	Henrik Jansson & Per Sundström
Examinator:	Gunnar Wrambsby
Datum:	2000-01-24

Sammanfattning

Denna magisteruppsats beskriver principal-agent teorins antagande om hur individer förhåller sig till varandra i ett kontraktsförhållande, där en principal (uppdragsgivare) delegerar ett uppdrag till en agent (uppdragstagare). Vidare förutsätts, inom principal-agent teorin, att alla individer drivs av egenintresse och därför kommer det att uppstå meningsskiljaktigheter i mål och syfte mellan en principal och en agent.

Denna typ av kontraktsförhållande antar vi även kan hänföras till relationen mellan riskkapitalföretag och företag i vilka de investerar. En del av de företag som riskkapitalföretag investerar i är företag lokaliserade i företagskuvös. Företagskuvöser är en relativt ny företeelse i svenskt näringsliv och deras syfte är att hjälpa entreprenörer med intressanta affärsidéer att utveckla livskraftiga företag.

Med ovanstående som bakgrund är vårt syfte är att, utifrån teori och empiri, beskriva principal-agent problemet och dess beståndsdelar, för att sedan se hur det tar sig uttryck i relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag. Utöver syftet beskrivs även entreprenörernas åsikter om vilken betydelse en företagskuvös och dess föreståndare har haft för dem i deras företags utveckling.

Den empiriska undersökningen är grundad på 27 intervjuer med respondenter från riskkapitalföretag, entreprenörer lokaliserade i företagskuvös, företagskuvösföreståndare och sakkunniga.

Den empiriska undersökningen visar att principal-agent problematiken föreligger även i relationen mellan riskkapitalföretag och entreprenörer lokaliserade i företagskuvös. Dock inte i alla avseenden som principal-agent teorin förutspår.

Master thesis within Agency theory

Title:	Entreprenörers nya sedelpress – en studie om principal-agent problematikens inverkan på relationen mellan Riskkapitalföretag och Entreprenörer lokaliserade i Företagskuvös.
Authors:	Henrik Jansson & Per Sundström
Supervisor:	Gunnar Wramsby
Date:	2000-01-24

Executive summary

This master's thesis describes agency theory and its assumption of how individuals relate to each other in a contract where a principal delegate an assignment to an agent. Further presumptions within agency theory are that all individuals are driven by self-interest, hence, it will arise differences of opinion in goal and perspective between the principal and the agent.

Our guess is that this type of contractual relationship can assign to the relationship between venture capital corporations and companies in which they invest. Some of these companies that venture capital corporations invest in are companies located in a business incubator. Business incubators are relatively new phenomena in Swedish economic life and its purpose is to support entrepreneurs with interesting business plans to develop vital companies.

With the above as a reference, our purpose is, from theory and empirical studies, to describe agency theory and its constituents. With this reference base, we will investigate if the assumptions of agency theory can apply to the relation between venture capital companies and incubator businesses. In addition to our purpose we will describe the entrepreneurs opinion about to which extent business incubators and their managers have an impact in the process of developing their companies.

The foundation of the empirical research is based on 27 interviews with respondents from venture capital corporations, entrepreneurs located in business incubators, managers in business incubators and experts.

The empiric research indicates that the assumptions of agency theory exist in, yet not in all its constituents, the relations between venture capital corporations and entrepreneurs located in business incubators.

Tillkännagivande

Vi riktar vår tacksamhet till Er som på olika sätt ställt upp med ovärderlig information och därigenom bidragit till uppsatsens utformning, struktur och helhet.

Anders Eklund, Christer Hedman, Claes-Göran Fridh, David Nordfors, Erik Eriksson, Fredrik Lindblad, Gerth Christiansson, Gündor Rentsch, Ingvar Eriksson, Jacob Stedman, Joakim Nilsson, Joakim Uväng, Johan Larsson, Johan Wachtmeister, Kerstin Elmquist, Kristian Axelsson, Martin Falkevall, Martin Rosenberg, Martin Skoglund, Mathias Josefsson, Mats Håkansson, Mattias Fahlén, Pär-Jörgen Pärson, Rickard Brånemark, Therese Sjölund, Tom Berggren, Urban Lindskog och slutligen vår handledare Gunnar Wramsby.

Tack!

Henrik Jansson och Per Sundström, Jönköping den 24 januari, 2000

Henrik Jansson
Tele: 036-307290
E-post: henrik71jansson@hotmail.com

Per Sundström
Tele: 0703-678598
E-post: pellerain69@hotmail.com

Innehåll

1 Inledning	1
1.1 Problem	2
1.2 Syfte	3
1.3 Definitioner	3
1.4 Vem skriver vi för?	3
2 Metod	4
2.1 Metodval och metodbeskrivning	4
2.2 Validitet och reliabilitet	5
2.3 Urval	5
2.4 Utformning av frågeformulär och uppföljande intervju	6
2.5 Avgränsningar och disposition	6
2.6 Kritik mot val av metod	9
3 Principal-agent teorin	11
3.1 Principal-agent teorins bakgrund och utveckling	11
3.2 Positivist vs Principal-Agent teorin	11
3.3 Kontraktsparterna	12
3.3.1 Meningskiljaktigheter avseende mål och syfte	13
3.3.2 Informationsasymmetri	14
3.3.3 Risk	14
3.3.4 Kontroll av agenten	17
3.3.5 Kontraktet	21
3.4 Slutsatser och kritik angående principal-agent teorin	22
4 Företagskuvöser	24
4.1 En företagskuvös struktur och funktion	25
4.2 Framgångsfaktorer för en företagskuvös	26
4.3 Fördelar med företagskuvös för en entreprenör	28
4.4 Nackdelar med företagskuvös för en entreprenör	29
4.5 Vilka kan dra nytta av en företagskuvös?	30
5 Vad är Riskkapital?	31
5.1 Riskkapital ≈ Venture capital?	31
5.2 Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige	34
5.3 Investeringsstrategier	35
5.4 Riskkapitalets betydelse för svenska tillväxtföretag	37
6 Hypoteser för den empiriska undersökningen	39
7 Redovisning av den empiriska undersökningen	41
7.1 Allmän beskrivning av respondentgrupperna	41
7.2 Relationen mellan riskkapitalföretag och entreprenörer	42
7.2.1 Riskkapitalföretagens strategi	43
7.2.2 Meningskiljaktigheter avseende mål och syfte	45
7.2.3 Informationsasymmetri	45
7.2.4 Risk	46
7.2.5 Kontroll av agenten	46
7.2.6 Kontraktet	47
7.2.7 Principal-agent problematikens påverkan på riskkapitalföretag	48
7.3 Kuvösen och kuvösföreståndarens roll	48
7.3.1 Kuvösens betydelse för kuvösföretag	48
7.3.2 Kuvösföreståndarens roll och betydelse för kuvösföretag	50
8 Hypotesprövning	51

8.1 Unilaterala hypoteser	51
8.2 Bilaterala hypoteser	52
9 Analys	56
9.1 Principal-agent problemet i relationen mellan kuvösföretag och riskkapitalföretag	56
9.1.1 Meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte	56
9.1.2 Informationsasymmetri	57
9.1.3 Risk	57
9.1.4 Kontroll av agenten	59
9.1.5 Kontraktet	59
9.1.6 Sammanfattande kommentar	60
9.2 Övrig analys	61
9.3 Förslag till fortsatt forskning	62
9.4 Tänkvärt	62
Litteraturförteckning	63
Intervjuer	67
Bilaga 1. Frågeformulär till riskkapitalföretag	69
Bilaga 2. Underlag till intervju med Entreprenörer	77
Bilaga 3. Underlag till intervjuer med kuvösföreståndare	79
Bilaga 4. Svenska Riskkapitalföreningen	81
Bilaga 5. Företagsprofiler	82
Bilaga 6. Företagskuvöser	91

Figurförteckning

FIGUR 2.1: AVGRÄNSNING 1. THE HEXAGRAM OF FINANCIAL MANAGEMENT (KÄLLA: SINKEY J.F, 1992 s. 74).....	7
FIGUR 2.2: AVGRÄNSNING 2. – OBJEKTET FÖR ANALYS.....	8
FIGUR 2.3: UPPSATSENS DISPOSITION OCH STRUKTUR.	9
FIGUR 3.1: HUR ICKE VINSTMAXIMERANDE BESLUT ELLER HANDLINGAR PÅVERKAR PRINCIPALENS VÄLFÄRD.....	19
FIGUR 3.2: FÖRVÄNTAD SYN PÅ MOTIVATION (KÄLLA: KAPLAN & ATKINSON, 1998, s. 674).....	20
FIGUR 3.3: HUR SKILDA FÖRUTSÄTTNINGAR PÅVERKAR VALET AV KONTRAKTSFORM. (RAPP & THORSTENSON, 1994, s. 17).....	22
FIGUR 4.1: FÖRETAGSKUVÖSENS STRUKTUR, FUNKTION OCH RESULTAT. (KÄLLA: SMILOR & GILL, 1986, s. 19).....	26
FIGUR 5.1: SKILLNADEN MELLAN RISKKAPITAL, PRIVATE EQUITY OCH VENTURE CAPITAL (KÄLLA: ANDERS ISAKSSON, 1999).....	33
FIGUR 5.2: FÖRHÅLLET MELLAN MANAGEMENTBOLAG, INVESTERARE OCH PORTFÖLJFÖRETAG I RISKKAPITALBOLAG. (KÄLLA: ISAKSSON, 1999).	34
FIGUR 9.1: ENTREPRENÖRERS MAJORITETSÄGANDE SOM STYRINSTRUMENT OCH BELÖNINGSSYSTEM.....	60

Diagramförteckning

DIAGRAM 8.1: RISKKAPITALFÖRETAGENS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H1.	51
DIAGRAM 8.2: RISKKAPITALFÖRETAGENS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H2.	52
DIAGRAM 8.3: RISKKAPITALFÖRETAGENS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H3.	52
DIAGRAM 8.4: RISKKAPITALFÖRETAGENS OCH ENTREPRENÖRERNAS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H4.....	53
DIAGRAM 8.5: RISKKAPITALFÖRETAGENS OCH ENTREPRENÖRERNAS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H5.....	54
DIAGRAM 8.6: RISKKAPITALFÖRETAGENS OCH ENTREPRENÖRERNAS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H6.....	54
DIAGRAM 8.7: RISKKAPITALFÖRETAGENS OCH ENTREPRENÖRERNAS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H7.....	54
DIAGRAM 8.8: RISKKAPITALFÖRETAGENS OCH ENTREPRENÖRERNAS SVARSFÖRDELNING ANGÅENDE HYPOTES H8.....	55

1 Inledning

Allt oftare står det att läsa tidningsrubriker som ” Stenbeck ger chefer 300 miljoner i bonus” (Vision, 990505), ”Pharmacia & Upjohn-chef tjänade 40 miljoner” (TT-Nyhetsbanken, 990318) och ”Facket rasar mot Enskildas rekordlöner” (Dagens Industri, 990924).

Hos majoriteten av läsare kan dessa rubriker väcka en känsla av uppgivenhet inför svenskt näringsliv. För de flesta framstår dessa ”löner” som orimliga fantasisummor som omöjligt kan stå i proportion till utförd prestation.

Dessa rubriker får ofta företag att framstå i dålig dager och man kan fråga sig hur logiken i belöningsystemen kan försvaras när allt fler får lida av samhällets nedskärningar och klyftan mellan fattiga och rika ökar. Företag brukar dock hävda att det finns en giltig orsak till detta förfarande. De menar att det handlar om ett kontraktsförhållande där utbud och efterfrågan avgör vilket företag som kan attrahera den bästa kompetensen, och därmed öka chansen att bli ett framgångsrikt företag. (SAF -tidningen, 990924)

Dessa kontrakt har sin grund i ett problem som inom teorin benämns för ”principal-agent” problemet. Kontraktet är tänkt att reglera förhållandet mellan två parter där det är möjligt att urskilja en principal (uppdragsgivare) och en agent (uppdragstagare), där principalen delegerar ett uppdrag till agenten. (Wransby & Österlund, 1997) Uppdraget sträcker sig ofta över en längre tid och omfattar bland annat kunskap som inte är tillgänglig för företaget idag. Bristen på information gör att utfallet blir osäkert. Detta förstärks ytterligare när principalen och agenten besitter olika mycket information och kunskap (Chandler, 1962) eller när målen för deras ansträngning skiljer sig åt (Jensen & Meckling, 1976).

För principalen är det av vikt att kontraktet blir så utformat, att han¹ trots informationsasymmetri, når ett fördelaktigt resultat. Detta är på intet sätt enkelt. Hur utformas t ex ett avtal med en bilmekaniker (agent)? Han besitter med säkerhet bättre kunskap angående hur bilen skall repareras än du (principal). Enda sättet för dig att kontrollera om agenten gjort ett fullgott arbete, är din förvisning om att bilen fungerar som den skall. (Rapp & Thorstenson, 1994)

Analoga fenomen kan hänföras till kontraktsförhandlingar mellan aktieägare och VD i företag. Aktieägarna (principal) vill då att VD (agent) skall utföra uppdraget så att ett mervärde skapas för dem. Även här råder informationsasymmetri då VD besitter väsentligt mer kunskap om företaget än dess aktieägare. Därutöver har parterna ofta olika inställning till risk, dvs. vem skall ta konsekvenserna av framtida utfall? (Rapp & Thorstenson, 1994) Detta är frågeställningar som bör regleras i ett kontrakt mellan en principal och en agent.

Problemet som är beskrivet ovan är på intet sätt ett nytt fenomen. Redan 1776 beskrev Adam Smith hur problemet kunde ta sig olika uttryck.

¹ Av enkelhet används han istället för han/hon.

"The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easely give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company."

(Adam Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, 1776, Cannan Edition, New York, 1937. s. 700)

Med all säkerhet var relationen som Adam Smith beskrev vanligt förekommande på 1700-talet. Mycket har dock hänt sedan dess, och idag, drygt 200 år senare, är samma problem mer aktuellt i andra sammanhang. Till exempel menar Sapienza (1989) att det kan hänföras till relationen mellan riskkapitalföretag och företag i vilka de investerar kapital.

En del av de företag som är föremål för riskkapitalföretags investeringar är lokaliserade i en företagskuvös². Tanken bakom företagskuvöser är att de på olika sätt skall hjälpa entreprenörer att utveckla livskraftiga företag. En stor andel av dessa entreprenörer är helt eller delvis beroende av externt riskkapital för att kunna vidareutveckla sina företag, och därför antar vi att principal-agent problemet är applicerbart även i denna miljö.

1.1 Problem

Med utgångspunkt från ovanstående finner vi det intressant att beskriva principal-agent problemet och dess beståndsdelar mer ingående för att få en bättre förståelse för de problem som en principal-agent relation kan ge upphov till. För att kunna se helheten och ur vilken kontext problemet härstammar, behövs en *presentation av bakomliggande teorier* till principal-agent problemet.

Inom ramen för teorin ingår flera faktorer som är avgörande för hur varje principal-agent relation fungerar. Det är därför av stor vikt att *parterna i relationen* är väl införstådda med, och kan *identifiera de beståndsdelar som utgör basen för problemet*. Då parterna ofta har skilda uppfattningar och förhållningssätt till hur dessa beståndsdelar inverkar på deras relation, kommer ett *kontrakt som reglerar relationen* alltid att upprättas.

Vidare anser vi det vara intressant att undersöka hur teorin kan appliceras i *relationen mellan entreprenörer som är lokaliserade i företagskuvös och riskkapitalföretag*. Vi avser även att beskriva vilken roll och betydelse en föreståndare för en företagskuvös har för ett kuvösföretag.

För att på ett tillfredsställande sätt klara av kopplingen mellan teori och praktik som dessa frågor syftar till, krävs det vidare att vi ger en bra bakgrundsförklaring av begreppen "*Företagskuvös*" och "*Riskkapital*".

² Inom ramen för uppsatsen kommer vi genomgående att använda termer som; Företagskuvös, Företagskuvösföretag, Företagskuvösföreståndare eller Företagskuvöschef. Beroende på hur det lämpar sig i texten har vi anpassat termerna för att underlätta läsningen. Det kan då hända att Företagskuvös benämns Kuvös; att Företagskuvösföretag benämns Kuvösföretag; att Företagskuvösföreståndare eller Företagskuvöschef benämns Kuvösföreståndare alternativt Kuvöschef. En Företagskuvös är en verksamhet i vilken entreprenörer bedriver affärsverksamhet. Entreprenörens affärsverksamhet är således ett Företagskuvösföretag.

1.2 Syfte

Vårt syfte är:

”att beskriva principal-agent problemet och dess beståndsdelar, för att sedan se hur det tar sig uttryck i relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag.”

1.3 Definitioner

För att undvika eventuella missförstånd har vi valt att inledningsvis förklara två begrepp som vi anser vara centrala för uppsatsen. Dessa begrepp är *principal* och *agent*.

Generellt sett är en *principal* uppdragsgivare. Till vardags agerar du ofta själv *principal*, bland annat genom att anlita t ex en advokat, tandläkare, frisör, bilmekaniker, etc., då du vill ha en uppgift utförd. Det vill säga du ingår ett avtal där du är uppdragsgivare och erbjuder någon form av ersättning för utfört uppdrag till en uppdragstagare som vi valt att kalla *agent*. I annan litteratur kan dessa benämnas för huvudman respektive *executiv* (Sjöstrand, 1985) eller ägare respektive förvaltare (Wransby & Österlund, 1997). Innebörden är dock densamma.

I den första delen av uppsatsen (kap 3) likställs *principal* med aktieägare, och *agent* under dessa premisser är VD i motsvarande företag. I den andra hälften av uppsatsen (kap. 4 t.o.m. 9) kommer riskkapitalföretag att agera *principal* och följaktligen är en *entreprenör* som driver ett kuvösföretag *agent*.

1.4 Vem skriver vi för?

Den avgörande faktorn till ämnesvalet för uppsatsen, är först och främst vår nyfikenhet och vårt intresse av *entreprenörer*. Måhända är vi (författarna) inga *entreprenörer*, och kanske är det just därför vi fascinerats av dem?

Vår högskolas uttalade fokus mot *entreprenörskap* är sannolikt en bidragande faktor till att vi har denna nyfikenhet, vilken förstärks ytterligare då högskolan även har en företagskuvös som närmaste granne.

Att relationen mellan riskkapitalföretag och *entreprenör de facto* tillhör det minst studerade fenomenet inom ramen för riskkapitalområdet (Sapienza, 1989) gör det extra roligt att belysa deras samarbete.

Vår förhoppning är att uppsatsen främst skall vara till hjälp för de *entreprenörer* som är i behov av extern finansiering för att kunna förverkliga sina idéer och utveckla sina företag. Vidare kan uppsatsen ge *entreprenörer* en fingervisning om vilka övergripande krav riskkapitalföretag ställer på de företag de väljer att investera i, vilket förhoppningsvis kan bidra till att dessa *entreprenörer* är bättre förberedda inför möten med riskkapitalföretag.

Vi tror även att andra företag och organisationer som har anknytning till antingen småföretagande, företagskuvöser eller riskkapitalmarknaden kan vara behjälpta av resultatet av undersökningen.

2 Metod

2.1 Metodval och metodbeskrivning

För att uppnå syftet med uppsatsen, ansåg vi att det var viktigt att välja en forskningsansats som gjorde insamlandet av information någorlunda enkelt. Bland annat därför valde vi att genomföra en hypotetisk-deduktiv undersökning. Undersökningen innebar att sekundärdata studerades, varifrån vi härledde hypoteser som sedan falsifierades eller verifierades genom empiriska undersökningar. Till grund för metoden ligger den logiska empirismen där forskaren prövar sina hypoteser empiriskt. (Wallén, 1993)

Enligt Patel & Davidson (1994) är det viktigt att hypoteserna är generellt formulerade då de bör omfatta de mest frekventa företeelserna. Vidare måste det vara möjligt att falsifiera en hypotes för att den skall kunna beläggas vetenskapligt (Hansson, 1983). Dock anses det inom falsifikationismen, inte fullt lika fanatiskt, att kraven för falsifiering inte bör vara allt för strikta, eftersom om en hypotes eller teori skulle förkastas vid varje falsifiering, skulle det förmodligen leda till att även alla nu befintliga teorier måste förkastas (Andersen, 1994).

Avslutningsvis är det den samlade forskarkåren inom området som avgör huruvida de icke falsifierade hypoteserna i en undersökning kan erhålla vetenskapligt erkännande eller ej (Kam, 1990).

För vår undersökning gällde de något mildare kriterierna för hur hypoteser skall falsifieras, vilket innebar att de förkastades om det inte fanns belägg för dem i vårt empiriska underlag. Vidare gällde att hypoteserna falsifierades om de inte stöddes av en majoritet av respondenterna. I vår avslutande analys gällde att hypoteserna skulle falsifieras om det inte fanns belägg för dem, vare sig i tidigare forskning eller i vårt empiriska underlag.

För att, i enlighet med metodens syfte, kunna härleda hypoteser, genomförde vi en skrivbordsundersökning där vi använde oss av facklitteratur, kurslitteratur, tidningsartiklar och Internetbaserade databaser. Mycket av litteraturen hittades, efter förslag från vår handledare, genom notvandring i rapporter och studier gjorda inom respektive område (principal-agent teori, riskkapital och företagskuvöser). Vi var medvetna om de problem som kan uppstå vid användandet av sekundärdata, t ex kan data vara insamlat i ett annat syfte än vårt och ofta kan det vara svårt att kontrollera eventuella ramfel eller bortfall i undersökningen som studien har grundat sig på. Vi har därför varit noggranna i valet av information på så sätt att vi har, så långt det varit möjligt, kontrollerat samma information i flera källor för att öka trovärdigheten. Vi har även, för att nå en djupare förståelse, genomfört ett flertal intervjuer med sakkunniga inom de olika områdena.

Med anledning av att vi ville undersöka hur principal-agent problemet tog sig uttryck i relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag genomförde vi en kvantitativ³ tvärsnittsanalys. Detta tillvägagångssätt gav oss möjlighet att uttala oss om hur problemet upplevs generellt parterna emellan, för att därefter kunna pröva om hypoteserna går att falsifiera el-

³ En kvantitativ undersökning innebär att den insamlade informationen analyseras och redovisas med hjälp av siffror. Större enkätundersökningar, experiment och tidsserieanalyser är vanligtvis kvantitativa. En kvalitativ undersökning är när man samlar, analyserar och tolkar information som inte är kvantifierbar, dvs. den kan inte uttryckas i siffror. En fallstudie är ett exempel på en kvalitativ undersökning. (Lekwall & Wahlbin, 1993, s. 141).

ler verifiera. Å andra sidan, då de genomförda fältintervjuerna med representanter för riskkapitalföretag och med entreprenörer med erfarenhet av företagskuvöser var förhållandevis ingående och djuplodande, kan den empiriska undersökningen också liknas vid flera kvalitativa fallstudier (Lekvall & Wahlbin, 1993).

Sammantaget gav ovanstående en mix mellan kvantitativ och kvalitativ undersökning. Fördelen härav, är att vi kunde både dra kvantitativa slutledningar och samtidigt få en djupare förståelse för problemet (Malhotra, 1996). Då intervjuerna även var komparativa till sin art, var detta förfarande idealiskt för denna typ av undersökning (Hagberg et al., 1995).

Efter att ha analyserat referensramen och därmed den tidigare empiriska forskningen inom principal-agent teori, riskkapital och företagskuvöser, formulerades hypoteserna vilka var föremål för falsifieringen utifrån vår empiriska undersökning.

2.2 Validitet och reliabilitet

Det finns olika metoder som kan bidra till att öka validiteten i en undersökning. Av dessa har vi använt oss av två;

- För det första har vi genomfört ett antal personliga intervjuer där ett förberedande frågeformulär skickades ut till respondenterna. För att säkerställa frågornas relevans samt för att kontrollera att de hjälpte oss att uppfylla syftet med uppsatsen, tog vi dels hjälp av en checklista för frågeformulär (Lekvall & Wahlbin, 1993) och dels rådfrågade vi Johan Larsson⁴ angående frågeformulärets utformning och innehåll.
- För det andra kunde vi, genom samtidig validitet⁵, redan vid intervjutillfället avgöra huruvida frågorna gav upphov till "fel", vilket gav oss möjligheten att korrigera misstaget direkt.

Ytterligare en aspekt av trovärdigheten i en undersökning är reliabilitet. En undersökning anses ha hög reliabilitet om dess mätmetoder har god förmåga att motstå slumpinflytanden, dvs. den erhåller samma resultat om mätningarna genomförs ytterligare gånger (Lekvall & Wahlbin, 1993).

Då våra frågor var förhållandevis standardiserade och otvetydiga (se kap. 2.4) anser vi att reliabiliteten avseende våra resultat är godtagbara. Dessutom hade vi anledning att tro att resultatet av vår undersökning kunde vara av stort intresse för respondenterna, och därför låg det i respondentens eget intresse att ge uppriktiga och ärliga svar.

2.3 Urval

Inför undersökningen bestämdes att storleken på urvalet skulle bestämmas successivt efter det att intervjuerna var genomförda och sammanställda. Initialt fastställdes undersökningens storlek till att omfatta intervjuer med nio representanter från riskkapitalföretag, åtta entreprenörer lokaliserade i företagskuvös samt sju företagskuvösföreståndare från fem

⁴ Johan Larsson, doktorand vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping.

⁵ Samtidig validitet innebär att man redan i anslutning till mätningen kan konstatera att mätresultatet ger en korrekt bild av det man avser att belysa. (Lekvall & Wahlbin, 1993)

olika företagskuvöser. Därutöver tillkom tre intervjuer med sakkunniga. Sammantaget har sålunda 27 fältintervjuer genomförts.

I händelse av att ny information hade tillkommit under de sista intervjuerna inom respektive grupp (riskkapitalföretag, entreprenör och företagskuvös) hade nya företag kontaktats för vidare intervjuer till dess att ingen ytterligare betydande information tillkommit. Då vi hade genomfört intervjuer med ca hälften av respondenterna kunde vi fastställa att ny information var sällsynt och därför fastställdes det totala urvalet till de initialt bestämda företagen. Att informationen som framkom i undersökningen var av likartad karaktär kan även tyda på att reliabiliteten är acceptabel.

För riskkapitalföretag gällde att de skulle ha som strategi att fokusera sina investeringar i ett tidigt skede av ett företags livscykel, dvs. sädd- eller startfasen. Då riskkapitalföretagen i undersökningen representerade ca en fjärdedel av hela populationen (Dagens Industri, Dec -99), bidrog detta till att reliabiliteten är god. För entreprenörerna gällde att de skulle vara lokaliserade inom en företagskuvös och att deras företag skulle befinna sig i ett tidigt skede av livscykeln, dvs. sädd- eller startfasen. Vidare skulle de ha erhållit den typ av riskkapital vi avsåg, dvs. extern finansiering i utbyte mot ägarandel i entreprenörens företag. Kontakt med entreprenörer knöts via kuvösföreståndare för respektive kuvös. Angående företagskuvöserna valde vi att avgränsa oss till att främst behandla de företagskuvöser som hade en klar anknytning till högskola eller universitet.

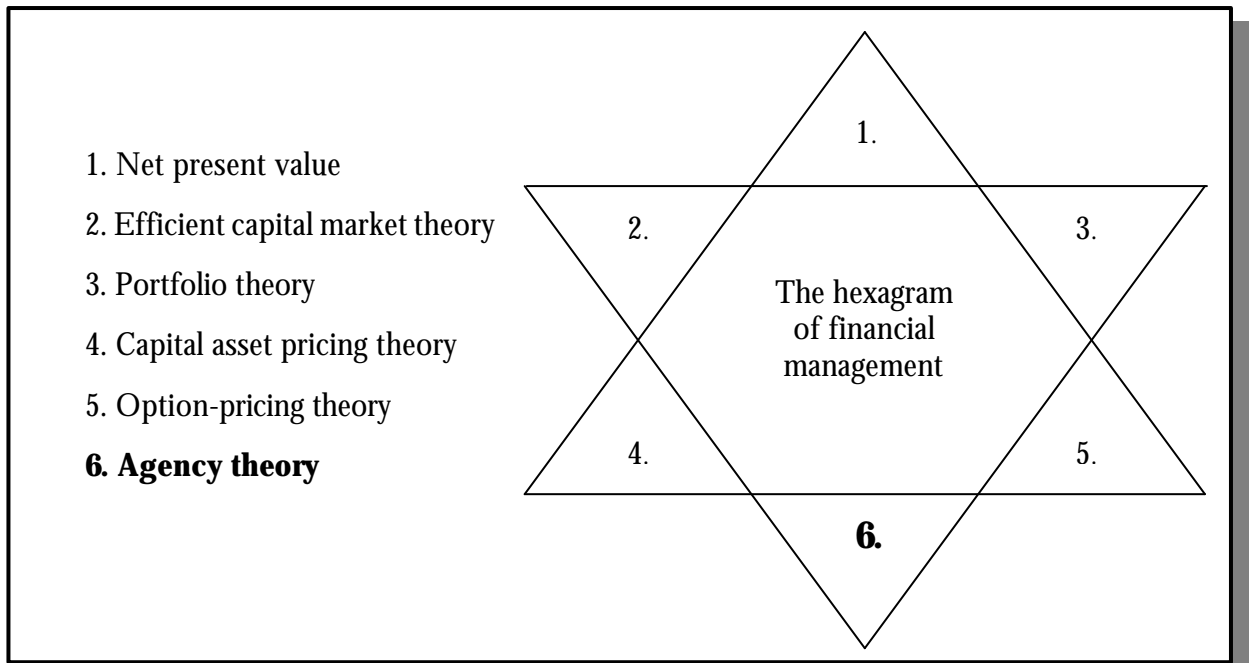
2.4 Utformning av frågeformulär och uppföljande intervju

Våra intervjuer med riskkapitalföretag inleddes med en brevenkät (se bilaga 1) där frågorna till största del utgjordes av "JA eller NEJ frågor". Anledning därtill, var att vi ansåg att det ökade chanserna att respondenterna hade fyllt i frågeformuläret *innan* vi genomförde den personliga intervjun, då "JA eller NEJ frågor" bidrar till att det går fortare att fylla i ett frågeformulär. Detta var av stor vikt då frågeformuläret låg till grund för den personliga intervju, där vi avsåg att finna de bakomliggande orsakerna eller faktorerna till svaret i detsamma. Intervjuerna varade 60 till 90 minuter och var semistrukturerade där respondenten fick redogöra för sina åsikter relativt fritt, dock med anknytning till frågeformuläret. Vi valde att inte använda oss av bandspelare då vi antog att viss information inte skulle komma att redogöras för av respondenten. Med facit i handen är vi övertygade om att vi gjorde ett riktigt val.

Våra intervjuer med entreprenörer och föreståndare för företagskuvöser genomfördes på ett liknade sätt men underlaget för de intervjuerna såg något annorlunda ut (se bilaga 2 och 3). Intervjuer med sakkunniga föregicks inte av ett frågeformulär, de anpassades istället individuellt för att nå en bättre diskussion vilket gav utrymme för utförligare svar och upphov till följdfrågor.

2.5 Avgränsningar och disposition

Enligt vår tolkning av Sinkey J.F (1992) finns det inom finansiering sex grundläggande koncept som utgör basen för området. Eftersom dessa sex koncept är ledstjärnor inom den finansiella företagsledningsteorin förtjänar de en beskrivning. I figur 2.1 nedan illustreras dessa.



Figur 2.1: Avgränsning 1. The hexagram of financial management (Källa: Sinkey J.F, 1992 s. 74).

Hexagrammet av nutida finansiell företagsledningsteori är utformat för att ge vägledning till en bättre förståelse för finansiell företagsledning.

1. **Net present value** hjälper chefer att investera i projekt som är mer värda än de kostar. Svårigheten ligger i att bedöma värdet av de tilltänkta projekten. Nuvärdet består av uppskattningar av vad tillgångarna är värda på den effektiva kapitalmarknaden. Förfarandet är att diskontera framtida intäkter, med företagets kalkylränta, minus kostnader, till dagens nuvärde. Grundregeln är att endast välja de projekt som har positiva nuvärden.

$$\text{Nuvärde} = \text{Nuvärdet av framtida intäkter} - \text{Kostnader}$$

2. **Efficient capital market theory** påpekar att marknader i full konkurrens ger inga enkla vägar till stora vinster då aktiepriser anpassar sig omedelbart till all tillgänglig information. Beroende på hur betydande den tillgängliga informationen är kan marknadseffektivitet rangordnas i tre steg.

Strong-form: Speglar all tillgänglig information.

Semistrong-form: Speglar all publik information.

Weak-form: Speglar information av förflutna priser.

3. **Portfolio theory** säger att chefer skall utvärdera aktier och projekt utifrån risk och möjligheter till avkastning. En effektiv portfolio skall ge maximal avkastning vid en given nivå av risk eller minimal risk för en given nivå av avkastning.
4. **Capital asset pricing theory (CAPM)** är en enkel metod för att mäta risk på portfolion som ej kan elimineras. Metoden bestämmer hur mycket ytterligare en aktiepost eller projekt bidrar till en ökning eller minskning av den totala risken i portfolion.

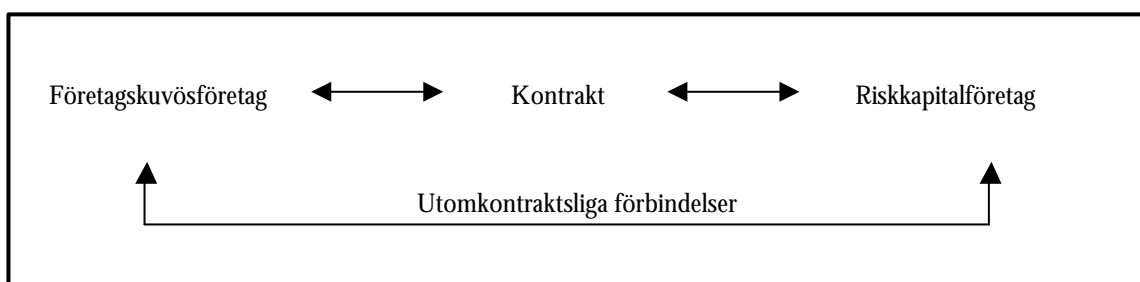
5. **Option-pricing theory** behandlar analysen av de faktorer som styr priser på ovissa fordringar och optioner. En option hänvisar till möjligheten att köpa/sälja en aktie i framtiden på villkor som är satta idag. Faktorerna som styr beräkningen av detta består av optionspriset, tiden för optionens förfallande, risken av aktien i fråga och den riskfria räntenivån. Beräkningsmodellen kallas för "Black-Scholes option pricing model".
6. **Agency theory** behandlar kontrakt mellan principaler och agenter. För att skydda sina intressen eller förmögenheter måste principalen bevaka agentens beteende eller ge passande incitament till agenten, eller rent av båda delar. Kostnader som härleds från kontroll av agenten kallas för agency costs (förvaltarkostnader).

För uppsatsen gällde att endast den 6:e punkten skulle behandlas, dvs. *agency theory*. Nedan följer en fokusering av teorin där vi presenterar vilken inriktning och vilka ytterligare avgränsningar uppsatsen har inom området. Vi redogör även för den kronologiska arbetsgång vi arbetat efter.

I referensramen gav vi en generell bild av principal-agent problemet och dess beståndsdelar (kap. 3) som det är beskrivet av framstående forskare inom området (Jensen & Meckling (1976); Eisenhardt (1985, 1989); Fama (1980); Holmström (1979, 1999); Hart (1995); Rapp & Thorstenson (1994) etc.). Vidare har vi beskrivit fenomenet företagskuvöser (kap. 4) och vad riskkapital är och hur det fungerar (kap. 5). Efter referensramen följer formulering av hypoteser (kap. 6) som är härledda ur den totala teorimassan.

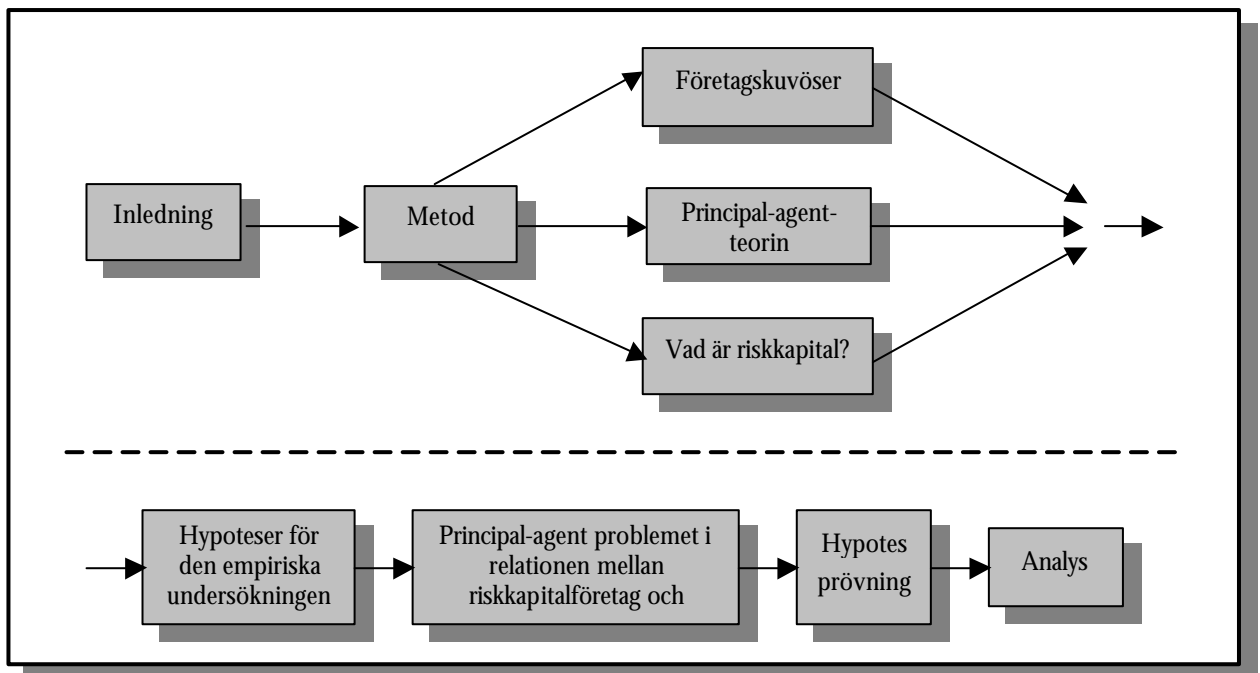
Därefter redovisade vi resultaten av vår empiriska undersökning (kap. 7). Detta gjorde vi genom att visa på de problem och möjligheter som relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag ger upphov till. Vi redovisade också för vad riskkapitalföretag och företag lokaliserade inom företagskuvös anser om just företagskuvöser.

När resultaten av vår undersökning var redovisad prövade vi empiriskt hållbarheten i våra hypoteser (kap. 8). Därefter återknöt vi till samtliga ovanstående kapitel, vilka utgjorde basen för vår slutliga analys och avgränsning (kap. 9), dvs. på vilket sätt och i vilken utsträckning samarbetet och relationen mellan svenska riskkapitalföretag och kuvösföretag påverkas av principal-agent problemet (se figur 2.2).



Figur 2.2: Avgränsning 2. – Objektet för analys.

Figur 2.3 syftar till att åskådliggöra uppsatsens disposition och struktur.



Figur 2.3: Uppsatsens disposition och struktur.

2.6 Kritik mot val av metod

Antalet intervjuer fastställdes till de initialt bestämda företagen eftersom vi redan i ett tidigt skede märkte att ny information var sällsynt, och därför torde urvalet vara tillräckligt tillförlitligt för hypotesprövning. Dock menar Hägg & Wiedersheim-Paul (1994) att oavsett hur mycket stöd en hypotes får, är det aldrig säkert att ytterligare prövning inte skulle falsifiera densamma.

Avseende utskick av frågeformulär finns risk för att "fel" person svarar på formuläret vilket kan leda till att svaren inte blir tillräckligt utförliga eller tillförlitliga (Claesson & Hiller, 1983). Vi undvek detta genom att alla frågeformulär följdes upp av personliga fältintervjuer. Dessa var ett bra komplement till frågeformuläret då personlig kontakt med respondenten gav möjlighet till djupare diskussion. Ytterligare fördelar är att forskaren kan tolka kroppsspråk och nyanser i svaren samt att risk för missförstånd minskar vid personliga besök (Hartman & Lindblom, 1981).

Nackdelen med fältintervjuer är att en respondent eventuellt kan ge falska svar då de inte gärna vill erkänna att just deras företag har problem eller att de agerar omoraliskt i något hänseende. I försvar kan de ge "akademiska" svar som inte avslöjar hela sanningen. (författarnas anm.)

Ytterligare en nackdel med fältintervjuer, vilket var fallet för oss, är att de kan vara både kostsamma och tidskrävande. I vårt fall innebar detta att vi fick nöja oss med ett mindre urval än vad som hade varit fallet om vi baserat hela undersökningen endast på en enkätundersökning. Vi tror ändå att fördelarna med fältintervjuer vida överstiger nackdelarna.

Vidare får validiteten i uppsatsen anses vara god då det inte framkom någonting under intervjuerna eller vid sammanställningen av intervjuerna som tydde på att undersökningen inte undersökte det den avsåg.

3 Principal-agent teorin

I vår strävan att förklara och beskriva principal-agent teorin på ett enkelt sätt kommer vi först att ge en kort sammanfattning av den forskning som ligger till grund för hur principal-agent teorin ser ut idag. Därefter belyser vi de områden som utgör stommen för teorin, dvs. meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte med en principals verksamhet, ett kontrakts utformning och innehåll, informationsasymmetri, risk och en principals kontroll av en agenten. Avslutningsvis sammanfattar vi kapitlet med några generella slutsatser samt kritik mot teorin som helhet.

3.1 Principal-agent teorins bakgrund och utveckling

1991 års Nobelpristagare i ekonomi, Ronald Coase, började redan på 1930-talet sin forskning angående överenskommelser mellan flera parter. Dessa teorier har haft stor betydelse för senare forskning inom ämnet (Rapp & Thorstenson, 1994). Under 60-talet och början av 70-talet undersökte nationalekonomer hur riskdelning mellan individer och grupper förelåg. De försökte belysa problem som uppstår när parter har olika inställning till risk. Principal-agent teorin utvecklade detta resonemang och tillförde dessutom problem som uppstår när parter har olika mål och syfte med sin verksamhet, därutöver tillkom fördelning av arbete. Kontentan av principal-agent teorin är att den försöker beskriva förhållandet med hjälp av en metafor, nämligen kontraktet parterna emellan. (Eisenhardt, 1989)

Hans Landström (1991) hävdar dock att en grundförutsättning inom principal-agent teorin är att både principal och agent förutsätts vara vinstmaximerande individer. Detta innebär således att när ägande och styrning är skilt åt mellan de båda, kommer agenten inte alltid ta de beslut vilka ligger i principalens främsta intresse. Även Adam Smith (1776, s. 3) verkade ha samma uppfattning angående människan.

“...the prime psychological drive in man as an economic being is the drive of self interest.”

Härav kommer det att uppstå förvaltarkostnader (agency costs) för principalen när denne skall kontrollera agenten och förmå honom att agera i principalens intresse. (Landström, 1991)

3.2 Positivist vs Principal-Agent teorin

Ända sedan teorins uppkomst har den utvecklats åt två skilda håll, dvs. det finns två olika skolor eller infallsvinklar till principal-agent teorin; Positivist och Principal-Agent⁶ (Jensen, 1983). Båda förhållningssätten delar kontraktet som analysobjekt. Vidare delar de antagandet angående individ, organisation och information. De skiljer sig dock åt vad gäller den matematiska noggrannheten och vissa avgörande variabler. Även ”stilen” eller sättet forskningen bedrivs på skiljer sig åt till viss del.

⁶ Det vi i denna uppsats kallar för principal-agent teorin/problemet benämns som Agency theory på engelska. Denna benämning, principal-agent (skrivs med gemener), är dock inte samma sak som Principal-Agent (skrivs med versaler). Det första begreppet är samlingsnamnet på hela teorin/problemet, medan det senare begreppet avser en skola eller en del av forskningen inom principal-agent teorin.

Enligt Eisenhardt (1989) har Positivistisk forskning koncentrerats till att identifiera situationer där det är troligt att principal och agent har olika mål, för att sedan undersöka och analysera de metoder som principalen kan använda sig av för att begränsa agentens egennyttan. Vidare är positivistisk inriktning mindre matematisk och utreder främst förhållandet mellan aktieägare och företagsledning i stora börsnoterade företag.

Principal-Agent ansatsen försöker ge en mer generell bild av förhållandet mellan principaler och agenter vilken sedan kan appliceras i ett flertal olika relationer, t ex arbetsgivare – arbetstagare, advokat – klient eller köpare – säljare. Det här synsättet kräver precisa antaganden angående bland annat individ och information, vilka följs av logiska härledningar och matematiska bevis (Eisenhardt, 1989).

Vid en jämförelse mellan skolorna, framstår Principal-Agent ansatsen mer abstrakt och matematisk vilket gör den mindre lättillgänglig för gemene man. Däremot erbjuder den en mer allmänt hållen beskrivning på problemet vilket gör att fler människor kan känna igen problematiken. Ytterligare en skillnad är att Positivistisk inriktning på ett mer konkret sätt försöker finna en lösning på problemet. Sammanfattningsvis är det viktigt att påpeka att de två skolorna inte strider mot varandra, tvärt om, de kompletterar varandra. Positivist-teorin försöker finna olika varianter av kontrakt, medan Principal-Agent-teorin, givet en viss situation (risk, utfallsosäkerhet, informationsasymmetri, etc.), försöker hitta det mest optimala kontraktet.

Eftersom objektet för analysen är kontraktet som styr relationen mellan principal och agent kommer ansträngningar inom modern forskning att fokuseras mot att finna det mest effektiva (paretoeffektiva⁷) kontraktet parterna emellan. Faktorer eller förutsättningar som påverkar kontraktet är antaganden angående individ (t ex egennyttan, inställning till risk och begränsad rationalitet), organisation (t ex målmotståndningar mellan nyckelpersoner), och information (information förutsätts vara en produkt som kan införskaffas). Resonemanget mynnar ut i huruvida kontraktet skall utformas, dvs. skall det vara beteenderelaterat (t ex lön eller större inflytande) eller resultatrelaterat (t ex provision, aktieoptioner, tantiem etc.). Detta medför, som nämnts tidigare, att principal-agent teorin kan appliceras inom ett flertal områden. Mest förekommande är det inom organisationsteori såsom för ersättning, anförskaffnings- och försäljningsstrategi, ledningsförhållande, ägande och finansiering, vertikal integration samt inom innovationsområdet. (Eisenhardt, 1989)

3.3 Kontraktsparterna

Som nämnts tidigare, har stora delar av forskningen inom principal-agent teorin fokuserats på förhållandet mellan företagsledning och aktieägare (Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Smith, 1984; Sapienza & Gupta, 1994). Inom ramen för detta förhållande, har teorin använts för att analysera ett företags ledning, inklusive företagets styrelse samt hur VD och övriga (topp-)chefer skall kompenseras för sina insatser.

På senare tid har forskare försökt utvidga teorin genom att applicera teorin på relationer mellan andra parter inom organisationen. Exempel på dessa är olika chefer i företag (t ex VD gentemot mellanchefer), anställda i förhållande till kunder eller leverantörer och anställda gentemot olika grupper av aktieägare eller långgivare (Clegg et al., 1996).

⁷ Paretoeffektiv eller paretooptimal är en situation där det inte existerar någon alternativ situation som rangordnas högre eller bättre (National Encyklopedin).

I enlighet med ovanstående är det alltså möjligt att urskilja olika förhållanden där kontraktsförhållande gällande principal-agent problem är möjliga. Vilken relation som väljs beror till viss del på vilken definition av begreppet *principal-agent* som forskare utgår ifrån. Detta skapar i sig ett nytt problem då det finns en mängd definitioner att tillgå. Vi har dock valt att utgå ifrån Jensen & Mecklings definition (1984, s. 81), dels därför de anses ha skapat grunden för nutida forskning inom området och dels därför att deras definition är relativt generell. Deras definition lyder:

”...an agency relationship is a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”

Definitionen ovan ger oss valmöjlighet att själv välja den relation som passar vårt syfte bäst. Med anledning av detta kommer vi, i syfte att förenkla förståelsen för det generella problemet något, att anta att kontraktet upprättas mellan aktieägare och företagsledning (VD) i ett företag.

Återstoden av kapitlet beskriver de delar som utgör principal-agent problematiken vilka förhåller sig till varandra enligt följande; I relationen mellan principal och agent uppstår det *meningsskiljaktigheter avseende verksamhetens mål och syfte*. Det föreligger även *informationsasymmetri* och olika typer av *risk* inom relationen. Härav måste principalen, via olika typer av *kontroll*, försäkra sig om att agenten sköter sina åtagande på ett tillfredsställande sätt. Sammantaget leder ovanstående till att parterna måste regler samarbetet i ett *kontrakt*.

3.3.1 Meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte

Inom ramen för principal-agent teorin antas att en individ främst handlar i egenintresse samt att han har begränsad rationalitet. Detta innebär att individen (VD) varken kan eller vill vara fullständigt rationell. Individens begränsade kapacitet leder till, ur principalens synvinkel, till att inte all tillgänglig information hanteras i en beslutsprocess (Rapp & Thorstenson, 1994). Vidare menar Williamson (1975) att det handlar om opportunism, dvs. att varje individ först och främst handlar i eget intresse. Opportunism blir särskilt uppenbar då individens mål inte överensstämmer med företagets övergripande mål. Williamson menar att individen behåller och förvränger information som skulle kunna vara relevant att vidarebefordra uppåt, nedåt eller horisontellt i organisationen. Av det här skälet behöver principalen all tillgänglig information för att kunna kontrollera att agenten betar sig på ett önskvärt sätt. I en förlängning kan det därför vara farligt att i för stor utsträckning decentralisera en organisation utan att ha någon form av central kontroll.

På grund av intressekonflikt mellan principalen och agenten angående företagets långsiktiga mål, finns risken att agenten kommer att nyttja företagets medel för att ägna sig åt att uppfylla sina egna mål snarare än företagets. Tid och risk är ytterligare faktorer där principalen och agentens meningar kan skilja sig åt. Ofta har agenten investerat hela sitt humankapital i företaget vilket innebär att han har gjort en odiversifierad investering av humankapital. Principalen, å andra sidan, har möjlighet att på ett enklare sätt diversifiera sin ekonomiska investering, vilket leder till att agentens investeringsbeslut ofta är mer riskavert. Detta strider mot principalens strävan att vinstmaximera företagets resurser eftersom han, tack vare portföljteorin, har en mer liberal inställning gentemot risk då det (kan) ge högre avkastning på investerat kapital. (Molin, 1996; Kaplan & Atkinson, 1998)

3.3.2 Informationsasymmetri

Principal-agent teorin överväger bland annat hur tillgång till information påverkar ett förhållande mellan principal och agent. Vanligtvis delas företagsrelaterad information upp i två delar. (1) När principalen har fullständig tillgång till information kan agentens agerande kontrolleras. I en sådan situation ligger det alltid i agentens intresse att agera i linje med principalens direktiv då principalen alltid kommer att veta vilka beslut agenten har tagit. (2) När agenten döljer information, är det inte möjligt för principalen att kontrollera agentens förehavanden. I ett sådant förhållande förväntas agenten att agera opportunistiskt, dvs. ta beslut i egenintresse på principalens bekostnad. (Harrison & Harrell, 1993)

På grund av skillnad i information och kunskap mellan principalen och agenten, kan principalen aldrig vara säker på hur agentens prestation och yrkesskicklighet har medverkat till det faktiska resultatet. Denna informationsasymmetri angående agentens yrkesskicklighet, specialisering, kunskap om företaget etc., och de begränsade möjligheter principalen har för att kontrollera kvaliteten och kvantiteten av agentens input, kommer att skapa problem i kontraktutformandet mellan principalen och agenten. (Kaplan & Atkinson, 1998)

Vanligen är principalens tillgängliga information varken fullständig eller kostnadsfri. Det kan finnas flera skäl till att all information inte är tillgänglig. Ett skäl kan vara, att möjligheten att få fram information är begränsad. Ett annat skäl föreligger när kostnaden att ta fram information bedöms bli för hög. (Rapp & Thorstenson, 1994) Kärnan i principal-agent teorin är utbytet mellan (a) kostnaden för att kontrollera agentens beteende och (b) kostnaden för kontroll av resultat och överföring av risk till agenten. Då information anses vara en köpbar produkt, som kan införskaffas, finns det anledning till noggrann avvägning vid bedömningen av vilken marginalkostnad kontrollmekanismerna har. (Eisenhardt, 1989)

3.3.3 Risk

Principal-agent teorin utgår ifrån förutsättningen att agenten är mer riskavert än principalen. Argumentet bakom en mer riskavert agent, är att agenter, vilka är oförmögna att diversifiera sin anställning, borde vara mer riskaverta, och principaler, som har möjlighet att diversifiera sina investeringar, borde vara riskneutrala. (Eisenhardt, 1989)

Riskaversion

Riskaversion finns hos alla individer men skiftar dock i stor utsträckning mellan dem (MacCrimmon & Wehrung, 1986). Med risk menar vi att faran för en slumpmässig händelse skall påverka möjligheten att nå ett uppställt mål (Hamilton, 1996). Agenten är ansvarig för de investeringar han genomför och kommer att vara bekymrad över hur ett negativt resultat kommer att påverka hans ersättning och framtida karriär. I och med att agenten ej kan diversifiera bort riskerna av ett negativt resultat är han riskavert och därför är det möjligt att investeringar med ett positivt nuvärde inte antas. (Kaplan & Atkinson, 1998) Då överenskommelser i kontrakt rör framtiden och är förenade med risk och osäkerhet kommer riskdelning vara en viktig fråga. Sammantaget bör kontrakt utformas så att fördelningen av uppdragets resultat och risk står i proportion till parternas riskattityder samtidigt som paretoeffektivitet råder. (Rapp & Thorstenson, 1994) Enligt Eisenhardt (1989) är riskaversion hos agenten positivt relaterad till beteendeorienterade kontrakt och negativt relaterade till resultatorienterade kontrakt. Motsatsvis är riskaversion hos

principalen negativt relaterad till beteendeorienterade kontrakt och positivt relaterade till resultatorienterade kontrakt.

Risk för oaktsamt beteende (Moral hazard)

Moral hazard kan uppstå när agenter antar riskabla investeringar där deras privata intressen och/eller handlingar påverkar företagets resultat (Holmström, 1979). Därmed reduceras det förväntade penningflödet till potentiella investerare och sålunda reduceras priset de är beredda att betala för andelar i företaget (Molin, 1996). Vidare kan villkor i ett kontrakt mellan principal och agent motivera agenten att agera opportunistiskt på ett sådant sätt att det är till skada för principalen (Kaplan & Atkinson, 1998). Oftast förekommer denna typ av fenomen i situationer när agentens handlingar antingen är dolda för principalen eller alldeles för kostsamma att kontrollera (Clegg et al., 1996). Det är dessutom vanligt att risken för moral hazard ökar i takt med att agentens ägande minskar. Detta beror av att agenten endast behöver stå för en mindre del av kostnaden som hans agerande ger upphov till. (Jensen & Meckling, 1976)

En annan situation där agenten kan agera oaktsamt är när han anser att han, på grund av kontraktet, är undervärderad kompetensmässigt och/eller lönemässigt, varför han då hänger sig åt ett större risktagande. Detta då agenten anser att en högre riskvillighet i sig är synonymt med hög kompetens. (Holmström, 1999) Moral hazard hänvisar även till brist av ansträngning hos agenten. Argumentet för detta är att agenten inte svarar upp till överenskommen ansträngning utan agerar försumligt. Exempel på detta kan vara när en forskare arbetar på ett personligt projekt under arbetstid, men forskningen är så komplex att principalen ej kan upptäcka vad forskaren egentligen gör. (Eisenhardt, 1989)

Även opportunism hos en agent kan till viss del förklaras av moral hazard, då han, enligt tidigare antaganden, agerar som en vinstmaximerande individ. Opportunismen kan ta sig uttryck i att han förser sig med förmåner som principalen inte får ta del av, men som han får stå kostnaden för. (Sapienza, 1989)

En introduktion av olika typer av incitament för agenten, i syfte att stimulera ett visst beteende eller att förbättra informationen om agenten, förekommer ofta för att reducera och förebygga risken för moral hazard (Rapp & Thorstenson, 1994). Vidare menar Holmström (1999) att det finns gott om empiriska bevis för att klara incitamentvillkor, lika väl som underförstådda lönestrukturer, är viktiga i näringslivet. Fama (1980) har dock en annan syn på moral hazard. Han hävdar att marknadskrafter kommer att undanröja alla problem associerade med oaktsamhet. Argumentet är att chefer/agenter är bekymrade över att få dåligt rykte på arbetsmarknaden. Därmed behövs inte incitamentproblem lösas genom användandet av tydliga kontrakt då marknaden förser agenten med underförstådda kontrakt.

Risk för negativt urval (Adverse selection)

När agenten besitter information som inte principalen har tillgång till, eller har incitament att agera försumligt eller i egenintresse på principalens bekostnad, uppstår ofta ett problem som kallas *adverse selection* (Baiman, 1982, 1990; Eisenhardt, 1989). När adverse selection uppstår, ökar risken för målkonflikt mellan agenten och principalen (Harrison & Harrell, 1993). Adverse selection äsyftar även till felaktig framställning av agentens förmåga. Argumentet bakom detta är att agenten kan hävda att han har speciell yrkesskicklighet och förmåga när han blir anställd. Adverse selection uppkommer på grund av att principalen ej kan göra en fullständig kontroll agentens yrkesskicklighet och förmåga vid tidpunkten för anställandet eller när agenten arbetar. (Eisenhardt, 1989; Rapp & Thorstenson, 1994).

Därav kommer kontraktet, om inte noggrant konstruerat, uppmuntra människor som inte är kvalificerade för tjänsten att söka den (Kaplan & Atkinson, 1998).

Principal-agent teorin förutsäger att både informationsasymmetri och incitament för att smita undan måste finnas för att problem med adverse selection skall uppkomma (Harrison & Harrell, 1993). Eisenhardt (1989) menar att det finns två sätt att motverka agentopportunisten associerad med adverse selection. Den ena sättet är att förse principaler med information som bekräftar agents beteende. Sådan information borde hindra opportunisten därför att agenter inser att de inte kan vilseleda principalerna. Det andra sättet är att förse agenter med ett resultatorienterat kontrakt som ligger i linje med både agentens och principalens preferenser. Genom att bidas ersättning då gynnas av ett särskilt ågerande, kommer konflikter av egennytta mellan principalen och agenten att reduceras. Av de två sätt att motverka agentopportunist, är incitament en bättre mekanism än kontroll för att försäkra sig om att agenter agerar i ägarnas intresse (Tosi et al., 1997).

Exogen risk

Med ren riskdelning avses en situation, där två eller flera parter engagerar sig för att sinsemellan fördela resultatet av ett projekt eller verksamhet, vars ekonomiska konsekvenser endast beror av riskfaktorer helt utanför parternas kontroll, dvs. en rent exogen risk. Resultatet av ett sådant projekt beror enbart av vilket framtida tillstånd som infaller, och således kan ingendera av de engagerade parterna själv påverka resultatet genom att vidta några särskilda åtgärder. Exempel på rent exogen risk är olika typer av spel, där endast slumpmässiga faktorer avgör utfallet. (Rapp & Thorstenson, 1994) Ett för oss mer relevant och konkret exempel är att investera riskkapital i ett företag utan att ta något ledningsansvar.

Sett ur ett bredare perspektiv finns det ytterligare faktorer som påverkar företagets resultat men som ligger utanför agentens kontroll. Kotler et al. (1996) visar på sex stycken "krafter" som interagerar med företag i dess makromiljö.

Demografiska krafter

- Storlek och tillväxt hos befolkningen
- Förändringar i ålder hos befolkningen
- Ändrade familjeförhållanden
- Förändringar i utbildning hos befolkningen

Miljö- och Naturkrafter

- Tillgång till råmaterial
- Ökade energikostnader
- Ökad miljöförstöring
- Miljölagstiftning

Teknologiska krafter

- Teknologisk utveckling
- Ökade F&U-kostnader
- Byråkratisk produktsäkerhetslagstiftning

Ekonomiska krafter

- Inkomstfördelningar
- Förändringar i köpkraft
- Förändringar i köpbeteende

Politiska krafter

- Affärsrättslig lagstiftning
- Finanspolitiska förändringar
- "Lobbying"
- Etik och moral i samhället

Kulturella krafter

- Bevarandet av kulturella värderingar
- Subkulturers påverkan
- Kulturell integration

Alla de "krafter" som nämns ovan påverkar de flesta företag i någon utsträckning, antingen direkt eller indirekt. Gemensamt för dem är att företagsledningen i ett företag kan göra väldigt lite för att påverka dem över huvud taget. Alla bidrar de vidare till att öka den exogena risk ett företag möter och därför är det väldigt viktigt att företagsledningen är medveten om deras betydelse och påverkan på det egna företaget, och i vissa fall även andra företag. Ju bättre förståelse och tolkning av dessa "krafter", desto mer reduceras den eventuella risk de utgör. (Kotler et al., 1996)

3.3.4 Kontroll av agenten

En av svårigheterna med att effektivt kontrollera hur företag sköts idag, beror till stor del på att klyftan mellan aktieägare och chefer har blivit större med åren. (Med aktieägare menar vi här främst individuella, privata investerare). Denna klyfta gör det bland annat svårt för aktieägarna att på ett konkret sätt kontrollera och styra chefer, och dessutom verkar chefer i företag endast ha ett teoretiskt ansvar gentemot företagets styrelse. (Lipton & Lorsch, 1992)

Upprinnelsen till problemet är det ökade ägande som tillmäts institutionella investerare av olika slag. Svårigheterna består främst i att dessa institutioner, likt privata investerare, har problem att verka som aktiva ägare då deras portföljer är så omfattande att de inte har möjlighet att följa varje enskilt företag i den utsträckning det krävs för att erhålla en ordentlig förståelse för företags verksamhet. Vidare är deras ägande sällan tillräckligt stort för att kunna kräva mandat i företagets styrelse. Å andra sidan finns risken att ett ökat inflytande över företag från institutionella investerare leder till fler insideraffärer. (Lipton & Lorsch, 1992) Sammantaget leder ovanstående till att det vilar ett tungt ansvar på företagets styrelse att kontrollera agentens beteende.

En vanlig uppfattning är att aktieägare (principal) väljer en styrelse, som i sin tur utser företagsledning (agent) och upprättar ersättningsvillkor för dem, för att sedan luta sig tillbaka och se hur företaget utvecklas. Enligt William Allen (1992), tolkad av Lipton & Lorsch (1992), är en styrelses uppgifter långt mer omfattande än så och han anser också att den ofta åsidosätter de mest grundläggande funktionerna; att kontrollera företagsledningens prestation på ett välunderrettat sätt. Vidare anser Allen att styrelsen skall delta aktivt i företagets långsiktiga strategiska, finansiella och organisatoriska planering. Då styrelsen också har tillgång till utförlig information och dessutom har makten att kontrollera företagsledningens beteende, bör de nyttja dessa tillgångar på ett mer tillfredsställande sätt.

Tyvärr finns det omfattande forskning som tyder på att många styrelser inte sköter sin roll som kontrollorgan på det sätt som är tänkt. T ex visar Mace's forskning (1971) av stora och medelstora företag, att företagets VD ofta själv har nominerat de externa medlemmarna som sedermera väljs in i styrelsen vid bolagsstämman. Det uppenbara problemet blir att dessa styrelsemedlemmar står i tacksamhetsskuld till företagets VD, vilket sannolikt påverkar deras integritet och lojalitet gentemot aktieägarna. Vidare kommer den kritiska granskningen av VD att försummas, då det avsevärt minskar deras chanser att bli återvalda, vilket ofta är förknippat med hög ersättning och viss social status. Det framgår också av forskningen att många styrelsemedlemmar ofta återfinns i ett flertal olika styrelser och då tycks ingå i en informell grupp eller "klubb" av människor som gör vad som krävs för att skydda varandra. Om styrelsemedlemmar dessutom har ringa ekonomiska intressen i företaget, kommer deras personliga engagemang i företagets styrelse att avta väsentligt.

Molin (1996) hävdar dock att det finns empiriska bevis (Weisbach, 1988) för att styrelser, från tid till annan, sköter sina åtaganden någorlunda väl. Emellertid är misskötseln av

företaget redan så långt gånge när detta inträffar, att det i många fall redan är för sent att åtgärda misstagen. Även om styrelser i vissa fall är effektiva i händelse av krissituationer, är de dåliga på att förebygga dem. Molins slutsats är, att även om inte styrelser är ineffektiva så är de på intet sätt fullkomliga när det gäller att ta tillvara principalens intressen.

I likhet med Molin, visar Morck et al. (1989) i sin forskningsrapport att styrelser reagerar långsamt på de signaler som de är satta att bevaka. De menar att det inte är förrän företaget presterar avsevärt sämre än branschgenomsnittet som styrelsen agerar, och då främst genom att byta ut hela företagsledningen.

I avseende att skydda sina (ekonomiska) intressen måste därför principalen, med alla till buds stående medel, försöka reducera möjligheterna för agenten att prestera eller bete sig, på ett för honom oönskat sätt. I denna strävan kommer det att uppstå kostnader för principalen, s.k. förvaltarkostnader (agency costs). (Clegg et al., 1996)

Förvaltarkostnader

Givet att förvaltarkostnader föreligger, kommer principalen själv att försöka kontrollera agenten. Ett sätt på vilket principalen kan genomföra denna kontroll, är att införskaffa så god information som möjligt angående agentens beslutsfattande och agerande. Ur denna information kan principalen bilda sig en uppfattning om agentens bakomliggande syften och mål med verksamheten. Syftet med detta förfarande är att se i vilken utsträckning agentens syften och mål korrelerar med principalens. Givetvis är det svårt att avgöra agentens intentioner endast på grundval av information angående hans handlingar, dessutom ökar svårigheten i takt med att agentens uppdrag ökar i komplexitet. (Clegg et al., 1996)

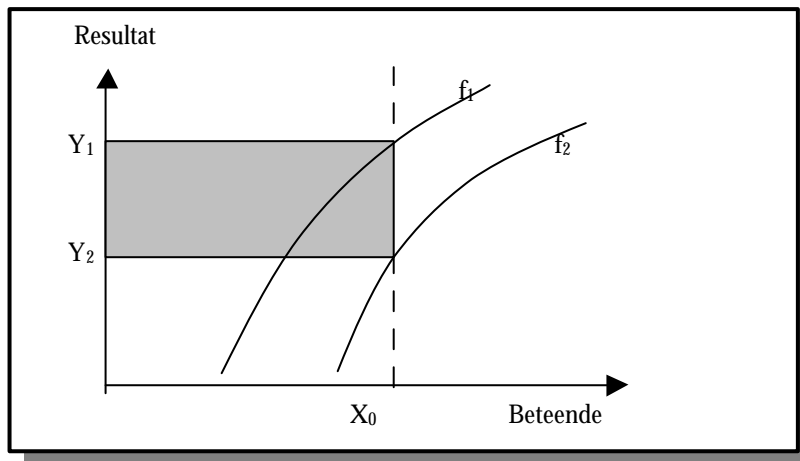
Ett alternativ eller komplement till metoden ovan är att istället kontrollera konsekvenserna av agentens handlingar, dvs. resultatet av det uppdrag som agenten är anförtrodd med. Generellt sett är det mer effektivt att kontrollera resultatet av handlingarna, då agentens uppdrag *inte* kännetecknas av standardiserade uppgifter. (Eisenhardt, 1985)

Ytterligare en variant som principal-agent teorin förespråkar i syfte att kontrollera agentens beteende och prestation, är användandet av oberoende styrelsemedlemmar i företagets styrelse. Den oberoende styrelsemedlemmen kan bidra med att öka objektivitet i styrelsens arbete när det gäller att granska agenten. (Clegg et al., 1996)

Som nämnts tidigare, kan principalen genom att använda lämpliga incitament, t ex ett belöningsystem, (till viss del) säkerställa att agenten inte handlar på ett sådant sätt att det är till nackdel för principalen. Belöningsystemen kan vidare reglera på vilket sätt agenten är skyldig att kompensera principalen när agenten har handlat felaktigt. Idealet vore enligt Clegg et al. (1996), om principalen kunde utforma kontraktet så, att agenten till fullo bestraffas för opportunistisk eller försumlighet. Emellertid är detta extremt svårt att genomföra utan att utsätta agenten för risker som de anser vara orimligt höga, och som dessutom står utanför agentens kontroll, och därför avstår från uppdraget. Ett annat sätt att säkerställa att agenten handlar i principalens intresse kan åstadkommas genom att principalen inför kontrollsystem som kontinuerligt håller honom underrättad angående agentens förehavanden, vilket gör att principalen kan ingripa vid behov. Kontrollsystemen bidrar också till att agenten är medveten om att principalen följer hans agerande och därför är han mer benägen att inte agera opportunistiskt eller oaktsamt. De bägge metoderna som är beskrivna ovan är förenade med s k förvaltarkostnader, och i alla typer av relationer mellan en principal och agent är det i princip omöjligt att undvika dessa. Dessutom, trots metoderna ovan, kommer agenten att ta beslut som leder till att principalens ekonomiska

intressen inte maximeras. Den monetära skillnaden mellan agentens beslut och det beslut som hade maximerat principalens välfärd är således också en kostnad; avvikelsekostnad (the residual loss). (Jensen & Meckling, 1984; Clegg et al., 1996)

I figur 3.1 har antagits, att det optimala beslutet, f_1 , givet en viss situation, x_0 , maximerar principalens välfärd och ger resultatet y_1 . Agentens beslut eller handling, f_2 , i samma situation, x_0 , ger det lägre resultatet y_2 . Den skuggade delen i figur 3.1 visar den monetära förlusten för principalen.



Figur 3.1: Hur icke vinstmaximerande beslut eller handlingar påverkar principalens välfärd.

Sammanfattningsvis definieras förvaltarkostnaderna som (Rapp & Thorstenson, 1994);

- *Incitamentkostnader*, dvs. kostnader som beror av de incitament som ingår i belöningsystemen för att påverka agentens val av åtgärder och beslut.
- *Övervakningskostnader*, vilka innebär kostnader för principalens uppföljning av agentens kvalifikationer och av de åtgärder som han vidtar för att genomföra uppdraget. Här ingår även kostnader för de garantier beträffande uppdragets genomförande, som agenten eventuellt måste lämna.
- *Avvikelsekostnader*, dvs. kostnader som uppstår på grund av att agenten till slut väljer att genomföra uppdraget på annat sätt än vad principalen tänkt sig då han utformade belöningsystemet.

Den gemensamma nämnaren för alla förvaltarkostnader enligt Rapp & Thorstenson (1994) är att de uppstår då principalen och agenten inte har samma mål och preferenser.

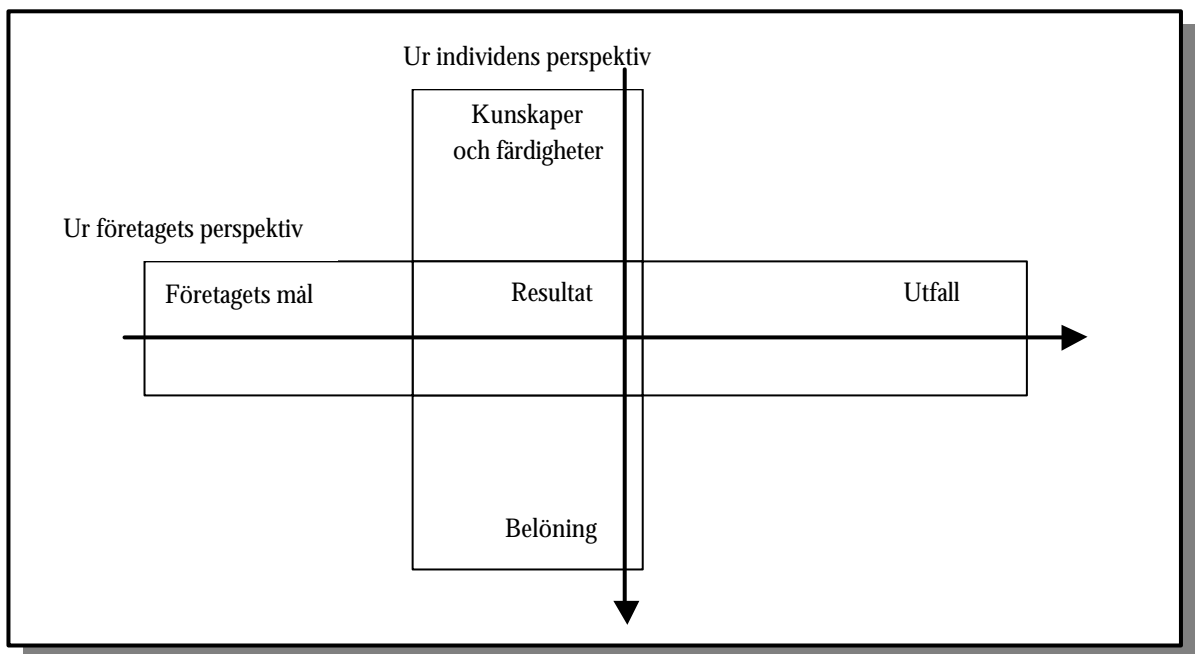
Vidare menar Clegg et al. (1996) att då förvaltarkostnader existerar, är det uppenbart att principalen har starka skäl att minimera dem. Även agenten har skäl att minska dessa kostnader då det är möjligt för agenten att ta del av kostnadsminskningen då stora besparingar kan göras. Härav kan slutsatsen dras att båda parter har ett intresse i att kontrollmetoder och ersättningsplaner är så kostnadseffektiva som möjligt givet en viss kvalitetsnivå. Det är också bevisat att all ytterligare information, även om den är bristfällig, kan användas för att öka välbefindandet för både principalen och agenten (Holmström, 1979). Fortsättningsvis skriver Clegg et al. (1996) att det är endast när beslutsprocessen blir så

komplex, att den riskerar att överskugga den kognitiva uppfattningsförmågan som en principal väljer att delegera ett uppdrag till en agent. Anledningen till att principalen dröjer med att anlita en agent, är bland annat att han är medveten om förvaltarkostnaderna.

Belöningsystem och ersättningsprogram

Trots att det finns ett flertal mer eller mindre effektiva kontrollverktyg som principalen kan använda sig av för att förvissa sig om att agenten agerar i principalens intresse, visar empirisk forskning (Tosi et al., 1997) att det är avsevärt mycket bättre och enklare om principalen, via belöningsystem, lyckas få agenten att på egen hand agera i principalens intresse, dvs. genom utformandet av ett för båda parter väl fungerande kontrakt.

Rent krasst är belöningsystem designade att förena principalen och agentens intressen, med andra ord är det ett styrsystem för ledningen. För att belöningsystemet skall vara effektivt måste agenten vara införstådd med: (1) vilka variabler ligger till grund för mätning av resultatet i agentens arbete, (2) hur agentens beteende påverkar dessa variabler, (3) hur variablerna bedöms för den individuella belöningen. Om inte agenten har en klar uppfattning om detta kommer belöningsystemet förlora sin förmåga att motivera och påverka agentens beteende vid beslutstagande. Figur 3.2 beskriver hur motivation drivs av förhoppningar. Organisationer utvecklar belöningsystem som belönar en viss individs resultat eller beteende vilka överensstämmer med organisationens mål. Individen bemödar sig med att utveckla färdigheter och kunskaper för att kunna ta de beslut som kan skapa de resultat som ger den belöning agenten eftersträvar. De uppmätta resultaten är den kritiska länken i motivationsprocessen. För det första, resultatet måste uppfylla organisationens mål. För det andra, agenten måste förstå länken mellan resultatet och belöningen de söker. (Kaplan & Atkinson, 1998)



Figur 3.2: Förväntad syn på motivation (Källa: Kaplan & Atkinson, 1998, s. 674).

En del typer av incitament är finansiella, andra är psykologiska och sociala. Finansiella incitament kan vara löneförhöjning, bonus eller förmåner (fri bil, semesterresor eller liknande). Psykologiska och sociala incitament kan vara karriärmöjligheter, ökat ansvar,

ökad självständighet eller erkännande (utmärkelser, att få delta i utvecklingsprogram för företagsledningen eller liknande). Dessa typer av kompensation kan delas upp i (1) kortsiktiga ersättningsprogram, vilka är baserade på årets resultat, (2) långsiktiga ersättningsprogram, vilka relaterar ersättningen till resultat och prestation över en längre tidshorison. Dessa två typer är oftast kopplade till priset på företagets aktier. En agent kan erhålla bonus under båda typerna av ersättningsprogram. Bonus i kortsiktiga ersättningsprogram är oftast utbetalade i kontanter, medan bonus i långsiktiga ersättningsprogram oftast är en option med möjlighet att köpa av företagets aktier. (Anthony & Govindarajan, 1995)

I enlighet med det vi hittills redogjort för angående principal-agent teorin är risken stor att det uppstår problem inom ramen för samarbetet mellan en principal och en agent. Av denna anledning används ett kontrakt för att reglera relationen.

3.3.5 Kontraktet

Principal-agent teorins grundförutsättning är att två parter är involverade i hierarkiskt förhållande (Arrington & Francis, 1989). Den ena parten, principal, delegerar till den andra parten, agent, rätten att agera som ombud för principalen (Fox, 1984). Detta förhållande är styrt av ett kontrakt som innehåller direktiv om vad principalen förväntar sig av agenten och vad agenten skall ha för ersättning (Baiman, 1982; Eisenhardt, 1989).

Två huvudtyper av kontrakt är mest förekommande. Den ena typen är resultatorienterad vilket innebär att företagets ekonomiska resultat ligger till grund för ersättningen. Exempel på resultatorienterade kontrakt kan vara kommission, aktieoptioner, tantiem, m.m. (Rapp & Thorstenson, 1994) Enligt Jensen och Meckling (1976) har resultatorienterade kontrakt större möjligheter att få agenten att agera på det sätt som principalen föreskrivit och minskar agentens opportunist. Argumentet bakom detta är att kontraktet ligger i linje med både agentens och principalens preferenser därför att belöningen för båda parter beror på samma handlingar, och därav minskar konflikter av egennyttan mellan principalen och agenten.

Den andra typen är beteendeorienterade kontrakt vilket innebär att ett visst beteende önskas och belönas. Lön är ett vanligt exempel på beteendeorienterad ersättning. Beteendeorienterade kontrakt tenderar att förekomma oftare när principalen och agenten har haft en längre tid av samarbete bakom sig och principalen har god kännedom om hur agenten agerar. (Rapp & Thorstenson, 1994) Vidare är beteendeorienterade kontrakt mer attraktiva när instruktionerna för uppdraget är specificerade till hög grad. Därav kan ett avvikande agerande från agentens sida avslöjas i ett tidigt skede. (Eisenhardt, 1989)

Figur 3.3 visar och beskriver hur olika förutsättningar påverkar möjligheten till kontraktsform. Ruta 1 i figur 3.3, innebär att sätten att utföra uppdraget på är entydigt och väldefinierat, samt att det är möjligt att finna en resultatvariabel med vilken genomfört uppdrag kan mätas. Här går det att använda sig av både beteende- och resultatorienterade kontrakt. Ett exempel på uppdrag är sekreteraruppgiften att göra utskrifter. Det arbetet kan av principalen antingen göras resultatorienterat genom att agenten erhåller ersättning efter antal utskrivna sidor, eller beteendeorienterat genom att agenten erhåller ersättning efter närvarotid.

I ruta 2 i figur 3.3, kan uppdragets slutmål vara entydigt. Dock finns det flera sätt att genomföra uppdraget på. Resultatet är mätbart. Genom att uppdraget kan genomföras på olika sätt bör principalen välja ett resultatorienterat kontrakt för agenten. Ett exempel på

denna typ av uppdrag är utlåning av pengar, där användningen inte specificeras utan enbart återbetalningsbelopp och tidpunkter.

I ruta 3 i figur 3.3, är sättet att utföra uppdraget entydigt. Däremot är det inte uppenbart på vilket sätt resultatet påverkas av hur uppdraget är genomfört. Ett exempel är undervisning, där resultatet av lärarinsatsen inte direkt är mätbar. Därför avlönas lärare direkt efter antal timmar de undervisar.

I det fjärde fallet, ruta 4 i figur 3.3, finns det varken ett entydigt sätt att utföra uppdraget på eller relevanta resultatvariabler att mäta med. Inom styrteorin talas det om socialisering eller klankontroll. För att uppnå den form av styrning bör inblandade parter ha ett antal gemensamma sociala faktorer såsom värderingar, normer och traditioner. Man har samma mål och arbetar därför åt samma håll. Under sådana förhållanden behövs varken beteende- eller resultatorienterade kontrakt. Exempel på sådana verksamheter kan vara icke vinstdrivande välgörenhetsorganisationer.

Förutsättningar	Finns det ett entydigt sätt att genomföra uppgiften på?	
	JA	NEJ
JA	1. Använd beteende- eller resultatorienterade kontrakt	2. Använd resultatorienterade kontrakt
NEJ	3. Använd beteendeorienterade kontrakt	4. Använd socialisering eller s k klankontroll

Figur 3.3: Hur skilda förutsättningar påverkar valet av kontraktsform. (Rapp & Thorstenson, 1994, s. 17)

3.4 Slutsatser och kritik angående principal-agent teorin

Oavsett vilken typ av kontrakt principalen väljer kommer faktorer som informationsasymmetri, riskaversion, moral hazard (risk för oaktsamt beteende), adverse selection (risk för negativt urval) och exogen risk att påverka agentens beteende när det gäller verkställande av uppdraget. Principal-agent teorin ger anvisningar om vilken typ av kontrakt som är mest effektiva under dessa förhållanden. (Eisenhardt, 1989)

Eftersom principal-agent teorin förutsätter att agenten minimerar sina ansträngningar när tillfälle ges samt att det är svårt eller dyrt att kontrollera agentens beteende, bör principalen erbjuda agenten resultatbaserade belöningsystem i kontraktet. Med andra ord blir den relativa kostnaden för ett resultatbaserat belöningsystem mindre när principalen kan övervaka agenten, än den blir när principalen inte kan övervaka agenten. (Parks & Conlon, 1995)

Enligt Molins tolkning (1996) av Hart (1995a, b) saknas det tre faktorer i principal-agent teorin. För det första är det svårt att förutse och planera för alla kommande händelser. För det andra är det vanskligt att förhandla om ett kontrakt som skall beskriva alla framtida händelser. För det tredje, även om kontraktsparterna skulle kunna planera och förhandla

om framtiden, kommer det ändå vara svårt att skriva ett kontrakt som är otvetydigt till den grad att det håller i en domstol. På grund av den transaktionskostnad som är associerad med planering, förhandling och genomdrivande av kontrakt, kommer inte parterna att skriva fullständiga kontrakt (Williamson 1988; Hart 1995b). Sammantaget betyder detta att kontrakt kommer att ha kryphål och utrymme för tolkning när framtida förhållanden inte är givna. Sålunda kommer ofullständiga kontrakt att utelämna en del beslutstagande för framtida förhandlingar av kontraktet (Molin 1996), och därmed är det inte möjligt att framställa vattentäta kontrakt (Shleifer & Vishny, 1997).

Även om den empiriska forskningen inom principal-agent teorin har fått övervägande bra kritik, så finns det ett par frågor där forskningen har varit lite enkelspårig. Den främsta bristen inom forskningen anses vara att principal-agent teorin har anammat en något orealistisk bild av människan och av organisationer. Genomgående antas att människans primära motivation är ekonomisk vinning och mycket av tidigare forskning inom bland annat beteendevetenskap ignoreras helt. Den forskning som dock har lyckats kombinera principal-agent teorin med andra discipliner, t ex organisationsteori och socialvetenskap har givit ytterligare insikt i problemet. (Clegg et al., 1996)

Ytterligare kritik får principal-agent teorin för sitt ensidiga fokus på investeraren eller kapitalisten, dvs. principalen. Då ramverket för teorin i sig är neutral, borde forskningen även intressera sig för agenten och därmed bidra med ett nytt perspektiv till principal-agent teorins fortsatta utveckling. (Ibid)

4 Företagskuvöser

Att försätta i kuvös betyder skapa, under föreskriven och kontrollerad form, en gynnsam miljö för utveckling. Det betyder också att ge form och substans till något. I denna kontext är förhoppningen att en företagskuvös skall vara ett verktyg för bevarande av kontrollerade former för utveckling. En företagskuvös strävar efter att ge struktur och trovärdighet till nystartade företag eller framväxande projekt. Genom att förse entreprenörer med service och stöd som kompletterar och utvecklar deras naturliga talang maximerar företagskuvösen potentialen av entreprenöriell begåvning inom komplexet. Att "föda fram" nya företag genom företagskuvös är en process som strävar efter att påskynda företagstillväxt och förse dem med innovativa metoder till ekonomisk utveckling. Sålunda, kan företagskuvösen vara en viktig länk mellan entreprenörer och kommersialisering av en produkt eller tjänst. (Smilor & Gill, 1986)

Företagskuvös som fenomen kommer ursprungligen från USA. Under 1950-talet etablerades de för att hjälpa entreprenöriellt inriktade akademiker vid universiteten. The Stanford Research Park i Kalifornien etablerades 1951 (Lindholm-Dahlstrand & Wikström, 1998), och 1959 startades The US Business Incubator i Batavia, New York, vilket betraktas som födelsen för själva fenomenet företagskuvös (Meeder, 1993). Sedan dess har fler och fler universitet runt om i världen börjat stödja nyföretagande och företagstillväxt via etablering av universitetssponsrade företagskuvöser. I Sverige började teknikparker etablera sig först på 1970-talet, bland annat med inspiration av den amerikanska modellen. (Lindholm-Dahlstrand & Wikström, 1998)

Det finns olika typer av företagskuvöser (business incubators) och forsknings- och teknikparker (science parks). Generellt kan sägas att dessa är en miljö för nyföretagande, produktutveckling och samverkan mellan universitet och företag. De företag som är knutna till teknikparker är oftast av två slag: (1) storföretag som vill närma sig universitetens eller högskolornas tekniska forskning, eller (2) nya teknikbaserade småföretag, t ex avknopningsföretag från universitet eller högskolor. I vissa av parkerna finns båda typer av företag, andra har fokuserat på en av de två typerna. För att hålla isär dessa kan parker som inriktar sig mot storföretag och forskningssamarbeten benämnas forsknings- eller teknikparker, den andra typen kan kallas innovationscentrum eller företagskuvös (Lindholm-Dahlstrand & Wikström, 1998). Som ovan nämnts finns det variationer för hur en företagskuvös definieras. Robert A Meeder (1993) hävdar att;

"...every definition must include the requirement that business incubation program provide value-added management assistance to the entrepreneur."

Alla företagskuvöser är dock inte universitets- eller högskolerelaterade. Det finns idag även kommersiellt inriktade företagskuvöser direkt underställda stora företag, riskkapitalbolag, forskningscentras eller andra institutioner. (Russel et al., 1996) Riskkapitalmarknaden är ett bra exempel på hur företagskuvöser används kommersiellt för att organisera investeringar i tidiga skeden. Där samlar investerare ett antal små tillväxtföretag i samma lokal och tillför infrastruktur, ledarskap, tillgång till riskkapital, nätverk och annat som höjer sannolikheten för överlevnad. (Computer Sweden, 1999)

Grundkonceptet bakom företagskuvöser - oavsett om de är teknikorienterade eller icke teknikorienterade, profitsökande eller icke profitsökande, statliga eller privata, kommersiella eller icke kommersiella – är att stödja unga begåvade entreprenörer. (Smilor & Gill, 1986)

4.1 En företagskuvös struktur och funktion

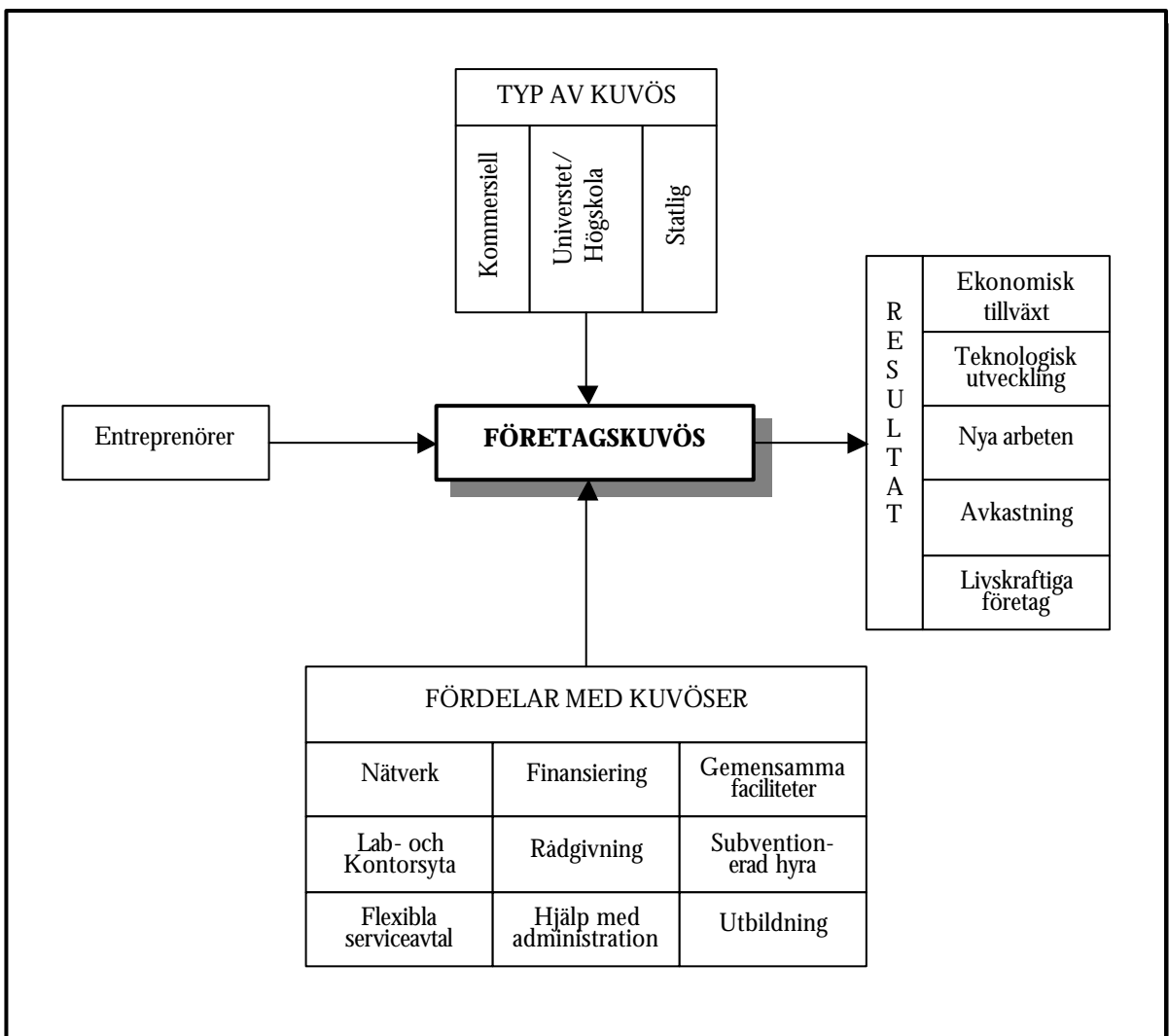
Lyckosamt entreprenörskap kräver ett brett spektrum av begåvning. Det är emellertid svårt att finna en entreprenör som har tillräcklig teknisk expertis för teknologiska innovationer och nödvändigt affärsmässigt skarpsinne för en lyckosam produktkommersialisering. En företagskuvös har här en viktig funktion att fylla då den tar tillvara och utvecklar entreprenörens kreativitet och samtidigt utbildar honom i affärsmannaskap.

En företagskuvös är designad att stödja en entreprenör i hans utveckling av affärskunnande i en miljö som främjar företagsutveckling. Även om företagskuvöser varierar i omfattning angående erbjuden assistans, finns det några allmänna beståndsdelar i företagskuvöskonceptet. En företagskuvös bör kunna, under en begränsad tidsperiod, erbjuda en entreprenör; subventionerad hyra för kontor, tillgång till administrativ service för en mindre avgift, reception, konferensrum, telefonväxel och posthantering. Därutöver erbjuds vanligtvis tillgång till datorer och Internet, skicklig konsultation, ett ovärderligt nätverk till banker, riskkapital, teknologiskt kunnande, och närhet till beslutsfattare inom offentlig sektor. (Nordfors⁸; Smilor & Gill, 1986) Denna typ av tjänster förkortar tiden till marknad. Kortare tid till marknad kan innebära många fördelar främst i form av snabbare återbetalningstid på investerat kapital och brantare intäktskurva.⁹ I denna miljö har entreprenören mer frihet att vara kreativ då han kan fokusera på produktutveckling hellre än att vara upptagen med att finna finansiering eller leda organisationen. Under tiden i företagskuvös (generellt 2-3 år) kommer en entreprenör i nära kontakt med andra entreprenörer som står inför liknande svårigheter, vilket kan skapa ett problemlösande samfund och därmed stimulera entreprenörens drivkraft. (Nordfors; Smilor & Gill, 1986) Sammantaget hjälper en företagskuvös små företag att förbereda sig för att klara de hinder som ofta ligger till grund för misslyckanden, utveckla entreprenörens förmåga att driva ett företag samt att fungera som guide till extern finansiering. Kuvösen kan vara ett verktyg att skapa nya starka företag som utvecklar nya idéer och ny teknologi. Vidare kan den bidra till att nya jobb skapas, verka som en grund för företag som befinner sig i branscher med hög tillväxt, och ofta är det dessa företag som skapar framtida arbetstillfällen och rikedomar. (Russel et al., 1996)

Organisationsmässigt skiljer sig företagskuvöser från varandra då de kan ha olika syfte och prioritering. Exempel på prioritering kan vara skapande av nya arbetstillfällen, ekonomisk utveckling, profit, ekonomisk diversifiering eller nya investeringsmöjligheter. Skillnader i prioritering beror på vem som bistår med medel till företagskuvösen. Källorna, från vilka tillgångar kommer, inkluderar universitet/högskola, stiftelser, företag, stat, kommun och privat personer. Således kan en företagskuvös vara förenad med någon av dessa källor till olika grad och följaktligen ha liknande mål (generellt sett utvecklandet av företag och stimulering av entreprenörskap), men olika prioritering. (Smilor & Gill, 1986) Figur 4.1 syftar till att åskådliggöra kapitel 4.1 på ett mer övergripande sätt.

⁸ Referensen hänvisar till intervjun som gjordes med David Nordfors, 1999-09-27.

⁹ <http://www.chalmersinnovation.com/varterbjudande/>



Figur 4.1: Företagskuvösens struktur, funktion och resultat. (Källa: Smilor & Gill, 1986, s. 19)

4.2 Framgångsfaktorer för en företagskuvös

Företagskuvöser är diversifierade i sina syften, organisationsstrukturer, rörelsedrivande tillvägagångssätt och institutionella anslutningar. Utvecklandet och driften av företagskuvöser innefattar vanligen följande viktiga framgångsfaktorer och om inte annat anges är de tagna och tolkade efter Smilor & Gill's (1986) forskning.

Affärsrådgivningsexpertis

Framväxande företag är i behov av affärsrådgivningsexpertis. Väldigt ofta har entreprenörer begåvning, idéer och till och med kapital nog att starta ett nytt företag, dock saknar de ofta, till olika grad, affärsmässig kunskap att förvandla dessa tillgångar till livskraftiga företag. Med andra ord är en entreprenör inte tillräckligt driftig som affärsman, och kan då dra nytta av en kuvös.

Tillgång till finansiering

Unga företag behöver ofta assistans att bedöma de finansieringsalternativ som finns på marknaden, dvs. vilken typ av finansiering passar deras företag bäst. Förmågan att

uppskatta och utvärdera hur start-up företag kan dra fördel av eller förlora på de olika finansieringsalternativen är viktigt vid start och utveckling av ett nytt företag.

Samhälleligt stöd

Samhälleligt stöd spelar en viktig roll vid kontinuerlig utveckling av en företagskuvös. De flesta kuvöser speglar på något sätt samhällets ansträngning till hur samhället diversifierar sin ekonomi, jobbskapande och stöd till entreprenöriella talanger för att skapa en mer livskraftig och långsiktig ekonomi.

Det entreprenöriella nätverket

Entreprenörskap är en dynamisk process. Det kräver ett brett nätverk, inte bara med individer utan även med åtskilliga institutioner. Ju starkare och mer förgrenat entreprenörens nätverk är, desto troligare är det att han får tillgång till nya möjligheter och desto större är chansen att lösa problem. Även hans chans att nå framgång med det nya företaget ökar väsentligt.

Att framstå som framgångsrik

En viktig del i en företagskuvös utveckling är ett framgångsrikt ansikte utåt. Om en kuvös uppfattas som framgångsrik kan den attrahera resurser enklare, dra till sig lovande start-up projekt och hjälpa kuvösföretagen att få trovärdighet. Exempel på vägar som kan skapa ett framgångsrikt rykte är att knyta till sig nyckelpersoner, att ha ny anläggning och "examinera" framgångsrika kuvösföretag.

Urvalsmetod av entreprenörer

Kriterier för urval av entreprenörer är viktigt, men de kan variera beroende på vilka mål och visioner en företagskuvös har. Om det inte finns någon typ av kriterier som utvärderar en entreprenörs nystartade företag finns det heller inget att referera till vid bedömning om företaget i fråga är på rätt spår eller inte. Inte heller finns någon möjlighet att bestämma om, och till vilken grad, det behövs tillföras ytterligare resurser. Exempel på kriterier kan vara:

- en genomarbetad affärsplan
- tillväxtmöjligheter
- möjlighet att skapa jobb
- branschspecifik inriktning
- förmåga att betala erhållen administrativ service och hyra

Molnar et al. (1996) framhäver speciellt att utan en formell affärsplan har en entreprenör väldigt liten chans att lyckas i en företagskuvös (eller utanför) då anförskaffande av kapital är beroende av en väl genomarbetad affärsplan. Napoleon Britt, VD för Oakland Small Business Growth Center, USA, citeras av Carolyn M. Brown, (1998):

"The biggest mistake new incubator managers can make, is to lease space to tenants who don't exhibit the qualities necessary to develop sustainable and profitable businesses."

Anknytning till universitet/högskola

De flesta företagskuvöser har etablerade band till ett universitet eller högskola då de ofta har professorer som mentor eller rådgivare. En företagskuvös och dess företag får, genom relationen, tillgång till akademiskt utbildade människor och därmed en större

rekryteringsbas. Även om kuvösen kan dra nytta av det direkta eller indirekta stöd som universitetet/högskolan bidrar med finns det också fördelar som universitetet/högskolan får genom relationen med företagskuvösen. Kuvösen bidrar bland annat med möjligheter till kommersialisering av deras forskning. Den skapar också en möjlighet för universitetet/högskolan att direkt medverka till ekonomisk utveckling.

Milstolpar

Om och hur fort företag utvecklas i en företagskuvös är delvis beroende på hur relationen fungerar mellan de som förestår kuvösen och entreprenörerna. Entreprenörerna bör ha klart för sig vad som förväntas av dem, vad de erhåller från företagskuvösen och hur de kommer att bli utvärderade. Alla framväxande företag upplever problem och osäkerheter. Därför är det viktigt för företagskuvösledningen att förmedla ett program med milstolpar under vilken företagens prestationer kommer att bli utvärderade.

I vår intervju med David Nordfors som sedan 1995 har forskat kring företagskuvöser i Israel, framkom att även han håller ovan nämnda framgångsfaktorer som mycket viktiga för en företagskuvös framgång. Han underströk även vikten av kuvösföreståndarens betydelse för företagskuvösen och dess företag.

Kuvösföreståndares centrala roll och betydelse

En kuvösföreståndare är viktig då han är en direkt länk mellan kuvösföretag och näringsliv samt verkar som ett "bollplank" och källa till extern hjälp genom sitt nätverk. Att skapa en framgångsrik företagskuvös är förmodligen lika svårt som att bygga upp ett företag, och företagskuvösens framgångar härleds till stor del ifrån kuvösföreståndarens kompetens, bakgrund och fantasi. (Nordfors; Russel et al., 1996) Enligt David Nordfors är kuvösföreståndarens bakgrund och nätverk mycket viktig för hur framgångsrik kuvösen kan bli. Han menar att kuvösföreståndaren helst skall ha erfarenhet från att ha startat företag, jobbat inom forskning och utveckling, känna till patentregler i stora drag och ha god kunskap om hur riskkapitalmarknaden fungerar. Vidare säger Nordfors att företag i kuvösverksamhet ofta sysslar med tekniska uppfinningar av någon sort (dvs. teknik/hi-tech företag). I dessa företagskuvöser krävs det därför ett stort ingenjörskunnande av kuvösföreståndaren då han måste förstå idéer och bakomliggande teknik. Förutom kuvösföreståndarens nära "hands-on" förhållande till kuvösföretagen, där han bistår med direkt hjälp och förmedling av externa affärskontakter, skall kuvösföreståndaren marknadsföra sin företagskuvös och dess företag mot riskkapitalbolag och övriga intressenter via sitt personliga nätverk.

4.3 Fördelar med företagskuvös för en entreprenör

Fördelar för entreprenörer lokaliserade i företagskuvös kan exempelvis vara *trovärdighet, kortare erfarenhetskurva* (Smilor & Gill, 1986), *affärsnätverk, närhet till universitetet, administrativ service* (Nordfors; Smilor & Gill, 1986), *förutsättningar för innovatörer* (Russel et al., 1996), *positiv anda* (Nordfors).

Att skapa *trovärdighet* mot sin omgivning är viktigt för att kunna bli ett framgångsrikt företag. Utan trovärdighet kan ett nystartat företag inte etablera en god relation till samarbetspartners med vilka de kan utvecklas och växa. En företagskuvös kan skapa trovärdighet till dess företag om den har ett gott rykte, stöd från samhället och framförallt har skapat livskraftiga företag. Entreprenörerna måste dock själva visa att de är att räkna med, nu och i framtiden, genom att fullfölja sina kontrakt och åtaganden mot kunder och leverantörer, på lång och kort sikt, för att bli erkända på marknaden. En kortare

erfarenhetskurva kan uppnås genom att utbilda entreprenörerna inom företagsledning, strategi, redovisning, marknadsföring, etc. Detta tillsammans med kunskap från erfarna affärsmän knutna till kuvösen, hjälper att påskynda utbildningsprocessen och därmed erfarenhetskurvan. (Smilor & Gill, 1986)

Affärsnätverket inom en företagskuvös ger tillgång till ett brett register av nya affärskontakter och därmed en mer direkt, och indirekt, tillgång till nyckelpersoner inom samhälle och industri, vilket kan vara ovärderligt för ett nystartat företag. Även inom kuvösen, i vilken entreprenörer är lokaliserade, kommer relationen mellan entreprenörerna att skapa länkar, nya möjligheter och kontakter. *Närhet till universitet* ger tillgång till akademiskt utbildade människor och därmed större rekryteringsbas. *Administrativ service* som tillgång till reception, konferensrum, telefonväxel och posthantering kan ge ett starkare intryck på kunder och andra intressenter och därmed ge trygghet och bättre självförtroende hos entreprenören. (Nordfors; Smilor & Gill, 1986)

En företagskuvös kan skapa *förutsättningar för innovatörer* att kommersialisera sina idéer (Russel et al., 1996). Då innovatörer ofta saknar den affärskunskap och framåtanda en entreprenör har kan kuvösen låta dessa personer (ofta ingenjörer) ägna sig åt produktutveckling och därmed bistå med stor support inom administrativa göromål och företagsledning. Fördelar kan således dras av både innovatören, genom en möjlighet till kommersialisering av produkt, och företagskuvösen som får tillgång till intressanta projekt. (Nordfors)

Inom en företagskuvös kommer entreprenörer att ha människor omkring sig med en *positiv anda* till framåtsträvande och företagande vilket skapar arbetsglädje och nya idéer (Nordfors). Till exempel sa Dan Bornholdt, VD och delägare av Green Suites International Inc, Oaks California, citerad av Dale Buss (1997), att:

"It's a big, lonely world out there if you're an entrepreneur. It's nice to hear someone high-fiving it down the hall if they've just gotten a big sale. It inspires you to do your best, too."

4.4 Nackdelar med företagskuvös för en entreprenör

Enligt David Nordfors kan följande faktorer vara till nackdel för en entreprenör som är lokaliserad i företagskuvös.

- En företagskuvös kan uppfattas som en "skyddad verkstad" av sin omgivning. En anledning till detta kan vara att potentiella kunder tror att om en entreprenör måste få hjälp med att sköta sitt företag är han inte en pålitlig samarbetspartner.
- En företagskuvös kan ha en kuvösföreståndare som inte har tillräcklig kompetens och därmed får inte entreprenörerna den hjälp de borde få.
- För låg sekretess kan föreligga på grund av kuvösens öppenhet och gemensamma administration.
- Att befinna sig i företagskuvös kan hämma entreprenörers frihet och självständighet.
- Entreprenörens företag kan få svårt att skapa och utveckla en egen identitet eller företagskultur då de ständigt påverkas av de andra företagen i kuvösen. Liknande svårigheter kan även gälla för strukturen på företagets organisation.

4.5 Vilka kan dra nytta av en företagskuvös?

Ett flertal intressenter i samhället kan dra nytta av en företagskuvös. Samhällsnyttan kan få ett ökat bidrag genom ökat nyföretagande, nya arbetstillfällen och därmed större skatteintäkter. (Nordfors)

- För stora bolag som har ett gediget intresse av att följa utvecklingen av nya projekt inom branscher med snabb utveckling kan det vara av stort värde att ha en nära relation till kuvöser. Detta i syfte att finna företag med kompetens som kan ha en framtida påverkan på deras kärnutbud och kompetens. (Russel et al., 1996)
- Unga människor med visioner om eget företagande och högre utbildning kan söka sig till universitet och högskolor som har en företagskuvös knuten till sig. Här kan de få feedback på sina affärsidéer och samtidigt bedriva akademiska studier.
- Riskkapitalföretag kan genom att investera tillgängligt kapital i kuvösers företag dels öka sin egen vinst, men i en förlängning även bidra till en större ekonomisk samhällsnytta.

5 Vad är Riskkapital?

Den vanligaste finansieringsformen för nystartade företag är uppskjuten egen lön. En entreprenör/företagsledare tar då inte ut någon marknadsmässig lön för att på så sätt behålla så mycket pengar som möjligt i det unga företaget. Den näst vanligaste finansieringsformen är leverantörskrediter och förskott från kunder och den tredje vanligaste är banklån. Anledningen till att banklån som finansieringsform är relativt ovanliga för unga företag, är att det ofta saknas substansvärde i företaget vilket banken ofta kräver som säkerhet. Entreprenören krävs då på personlig borgen och inteckningar i allt han äger vilket kan få katastrofala följder för honom om företaget går överstyr. (Tovman, 1999)

Som ett alternativ eller komplement till ovan nämnda finansieringsformer har under senare år riskkapital eller venture capital blivit en allt vanligare källa till finansiering. Vi ämnar därför här förklara vissa begrepp och definitioner som är förknippat med riskkapital och venture capital, och även hur riskkapitalbranschen har utvecklats i Sverige under de senaste åren. Vidare kommer vi att visa på riskkapitalföretags funktion och betydelse för små, svenska expansiva företag.

5.1 Riskkapital » Venture capital?

För svenskt vidkommande är venture capital ett relativt nytt begrepp. I likhet med mycket annat inom den finansiella sektorn, har Sverige även i detta avseende påverkats av USA, där venture capital har funnits som definierad investeringsform sedan 1950-talet. Kombinationen av branschens ungdom i Sverige och svåröversatta uttryck har gjort att begrepp som *venture capital* och *risk capital* antas vara synonymer till varandra. Med anledning härav syftar följande stycke till att reda ut begreppen och skapa ordning i terminologin. Om inte annat anges, bygger fakta i kapitel 5.1 på Anders Isakssons studie (1999) ”*Effekter av venture capital i Sverige*”.

Riskkapital, Venture capital, Business angles och Private equity

Ett företag finansieras antingen med eget kapital (riskkapital) eller skulder. Den främsta skillnaden mellan de båda är att den som satsar riskkapital tar en högre risk och därmed också har en högre förväntad avkastning än övriga finansiärer. Ett undantag från detta är dock de statliga krediter som t ex ALMI Företagspartner och Industrifonden erbjuder vissa företag. Vanligen är dessa krediter villkorslån (ofta kallade riskvilliga krediter) som skrivs av i händelse av att projekt som lånet avsåg misslyckas. Eftersom dessa långgivare tar en högre finansiell risk än företagets ägare och övriga finansiärer gör, brukar riskvilliga krediter betraktas som eget kapital då de är soliditetshöjande. För att undvika missförstånd bör därför statliga riskvilliga krediter och subventioner ej blandas samman med riskkapital eller venture capital.

Venture capital är investeringar i företag som inte är noterade på en publik lista (dvs. börs eller annan marknadsplats). Ofta utgörs huvuddelen av en venture-capitalinvestering av aktiekapital, men det är också vanligt förekommande med vissa mellanformer mellan eget och främmande kapital, t ex konvertibla skuldebrev. Förutom den rena kapitalinsatsen innebär venture capital även att investerare (venture-capitalföretag) tar ett aktivt ägarengagemang i företaget i fråga, t ex genom representation i dess styrelse. En Venture-capitalinvestering är dessutom ofta tidsbegränsad då venture-capitalföretag vanligen har som målsättning att inom en överskådlig framtid avyttra sin investering.

Venture-capitalföretag är således företag som har specialiserat sig på att erbjuda expansiva företag ett aktivt affärsutvecklingsstöd (riskkapital och kompetens). Företag som är föremål för venture-capitalföretags investeringar benämns vanligen *portföljföretag* då venture-capitalföretag vanligtvis brukar sprida sin risk i en portfölj av investeringar. Tanken är att en kombination av portföljföretagens egenskaper (entreprenör, produkt, etc.) och venture-capitalföretagens kapital och kompetens skall se till att portföljföretags fulla potential tas till vara och kommersialiseras. När ett samarbete mellan venture-capitalföretag och portföljföretag inte längre anses skapa ett mervärde för någon av parterna, realiserar venture-capitalföretaget sin investering (venture-capitalföretagets *exit*), och får på så sätt betalt för sina tjänster i form av den reavinst som erhålls vid exit. Utdelning under investeringstiden är ovanligt då portföljföretag återinvesterar eventuella överskott för att finansiera vidare tillväxt.

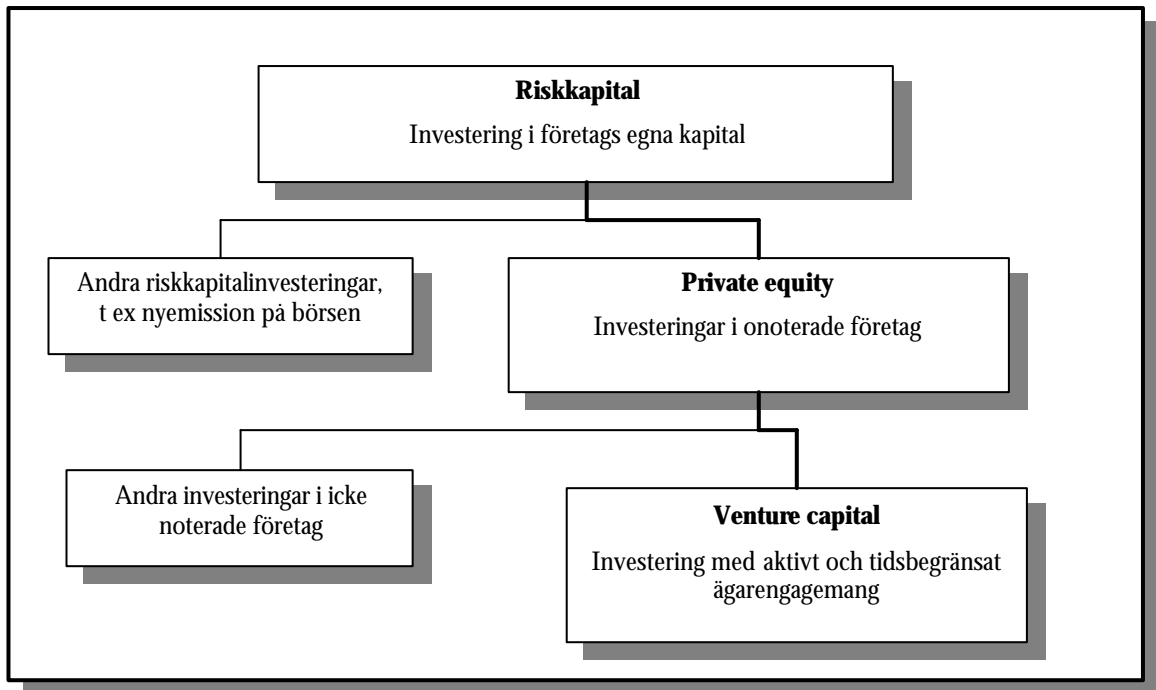
Till skillnad från det *formella* venture capital som beskrivits ovan, finns det också ett *informellt* venture capital. Det informella venture capital utgörs av privata investerare, så kallade företagsänglar (business angles). Benämningen företagsängel har de fått då det inte endast är den ekonomiska vinningen som prioriteras för dessa människor, utan även nöjet av att hjälpa små företag att lyckas har en central roll i deras agerande. Ofta agerar dessa företagsänglar mer som välgörare än rationella investerare och de är vanligtvis f.d. företagsledare som efter en avslutad eller nedtrappad karriär, använder sin erfarenhet, sitt nätverk och förmögenhet till att hjälpa unga företag i dess tillväxt.

I Sverige är företagsänglar inte så många till antalet, men deras engagemang har stor betydelse för många företags utveckling och tillväxt. I en undersökning av 52 svenska företagsänglar framgår det dock, att de i klart mindre utsträckning än sina amerikanska motsvarigheter, investerar i sådd- eller startfasen av företags livscykel. (Landström, 1993) Enligt Landström (1993) är följande karaktäristika utmärkande för svenska företagsänglar:

- De är huvudsakligen män som har omfattande industriell/entreprenöriell erfarenhet och dessutom finansiella resurser, ofta beroende på försäljning av egna företag.
- De identifierar potentiella investeringsobjekt främst genom sitt personliga nätverk.
- De är ytterst noggranna i utvärderingen av investeringsobjekten.
- De engagerar sig oftast i företaget genom ett aktivt styrelsearbete.

Begreppet *riskkapital* används ofta, delvis felaktigt, som synonym till venture capital. En riskkapitalinvestering är detsamma som en investering i företags egna kapital (aktiekapital). Att det kallas för riskkapital beror på den genuina risk som föreligger för ägare till företag i förhållande till övriga finansiärer. Som bekant tar det egna kapitalet den första stöten i händelse av obestånd i företag. Slutsatsen blir att venture capital kan vara en *del* av riskkapitalet i ett företag då även aktieköp via en fondbörs är en riskkapitalinvestering, utan att för den delen vara venture capital.

Ytterligare ett engelskt begrepp som har blivit vanligt i Sverige och som ofta används som synonym till riskkapital och venture capital är *private equity*. Private equity är, i likhet med venture capital, en riskkapitalinvestering i företag som ej är noterade på någon marknad. En väsentlig skillnad är dock att private equity inte nödvändigtvis innefattar aktivt engagemang i portföljföretag vilka venture capital är förknippat med. (Figur 5.1 visar på sambandet termerna emellan).



Figur 5.1: Skillnaden mellan riskkapital, private equity och venture capital. (Källa: Anders Isaksson, 1999)

Kapital som är genuint riskbärande utgörs av sådana insatser där investeraren (vid investeringstillfället) är fullt medveten om att han kommer att förlora hela sin insats om det projekt eller företag som investeringen avser misslyckas. Till skillnad från andra finansieringsformer gäller således för venture capital¹⁰:

- att det normalt inte återbetalas,
- att det saknas säkerhet att falla tillbaka på, både i form av in-teckningar och garantier,
- att risker som är förknippat med investerat kapital "vägs upp" av förväntningar om hög avkastning om projektet/företaget blir framgångsrikt, samt
- att det existerar stor osäkerhet beträffande avkastningens storlek, eftersom avkastningen aldrig kan fastställas i förväg.

För enkelhets skull har vi i denna uppsats valt att, om inte annat sägs, likställa riskkapital med venture capital och riskkapitalföretag med venture-capitalföretag, trots skillnaderna i ordens betydelse. Betydelsen vi syftar på är dock hela tiden venture capital, dvs. en riskkapitalinvestering med ett aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang.

Riskkapitalföretags organisationsform

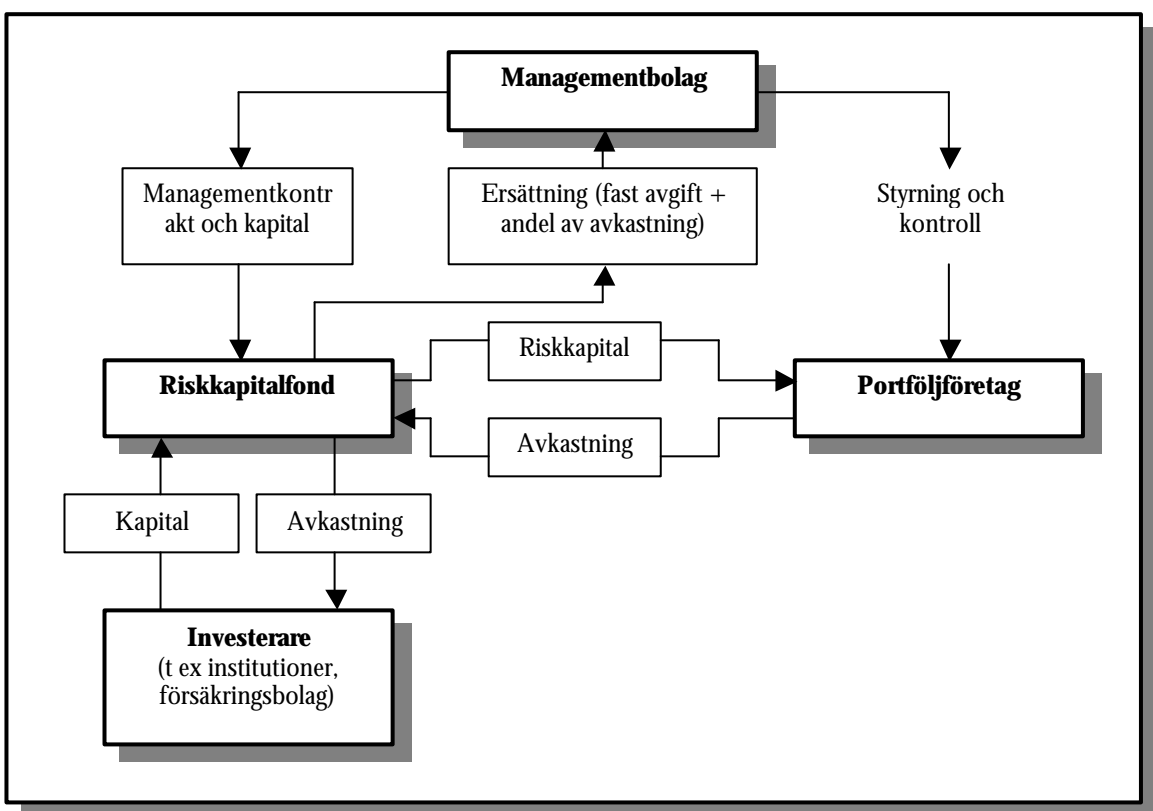
I Sverige har riskkapitalföretag historiskt sett oftast varit företag där ägarna varit de som tillfört det riskkapital som investerats i portföljföretagen. Under de senaste åren har det dock blivit allt vanligare att riskkapitalföretag antagit en mer klassisk amerikansk organisationsstruktur, vilket betyder att de består av ett managementbolag som sätter upp en eller flera riskkapitalfonder. Det är sedan öppet för externa investerare att placera kapital

¹⁰ <http://www.nutek.se/riskkapital/fonder.pdf>

i dessa fonder varefter riskkapital från fonden tillförs utvalda portfölj företag. Vanligen utgörs de externa investerarna av institutionella placerare.¹¹

Managementbolag förvaltar fonder och är ansvarigt för all kontakt med portfölj företag, från identifiering av investeringsobjekt till exit. Ersättning till managementbolaget utgörs vanligen dels av en fast förvaltningsavgift (beroende på fondens storlek) dels en andel i den avkastning som erhålls från fondens investeringar. Managementbolaget eller dess partners (delägare i managementbolaget) kan även bidra med en viss del av riskkapitalfondens kapital. Investerarnas insatser och avkastning kan ske successivt beroende på investeringarnas natur och exits. Ett annat vanligt upplägg är att insatserna sker vid riskkapitalfondens bildande och att vinsten fördelas då fonden upplöses, vilket sker inom en i förväg överenskommen tid.

Samarbetet mellan managementbolag, investerare och portfölj företag kan ske i olika former. I figur 5.2 ges exempel på hur det kan se ut.



Figur 5.2: Förhållandet mellan managementbolag, investerare och portfölj företag i riskkapitalbolag. (Källa: Isaksson, 1999).

5.2 Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige

Där ej annat anges, är kapitel 5.2 en sammanfattning, dels av den intervju vi gjorde med Tom Berggren, verkställande ledamot av Svenska Riskkapitalföreningen, den 1 december 1999, och dels hans artikel i Svenska Riskkapitalföreningens Medlemsmatrikel 1999-2000.

¹¹ <http://www.iva.se/connect/riskkapital>

I Sverige har antalet riskkapitalföretag ökat kraftigt de senaste åren, och flera nya företag planerar att starta verksamhet. Idag finns ett 80-tal verksamma riskkapitalföretag som tillsammans förfogar över ca 55 miljarder kronor. Ungefär en tredjedel av dessa är förhållandevis små och förvaltar ett kapital som understiger 100 miljoner kronor. Anledningar till denna tillväxt är bland annat ökad tillgång på kapital, bättre exitmöjligheter för riskkapitalföretag, förmånligare skattelagstiftning samt ökade statliga insatser. En annan nyckelfaktor är ökat intresse från entreprenörers sida att utnyttja de möjligheter som riskkapital erbjuder.

Utvecklingen på den svenska riskkapitalmarknaden har sedan starten på mitten av 70-talet varit ganska ojämn. Inledningsvis utgjordes den endast av statliga insatser i form av ett antal regionala fonder för att i början på 80-talet också innefatta ett 20-tal privata riskkapitalföretag. Även de statliga fonderna ökade i antal under denna period där bildandet av OTC-listan 1982 samt den i övrigt positiva utvecklingen på börserna bidrog till denna expansion. Som en följd av börsernas kraftiga nedgång under den andra hälften av 80-talet försvann dock många av aktörerna inom branschen.

I början på 90-talet vände utvecklingen uppåt igen och har sedan mitten på 90-talet ökat kraftigt år för år. Branschen fick en bättre struktur där entreprenörer och företagsledare som hade ekonomiska möjligheter att investera i tillväxtföretag bildade nätverk för att utveckla långtgående samarbeten. Även exitmöjligheter har förbättrats avsevärt genom de senaste årens börsuppgångar och bildandet av nya börslistor såsom SBI/IM och Aktietorget. Sveriges starka utveckling och position inom IT och Info/Telecom är en annan faktor som starkt bidragit till branschens ökade omfattning och betydelse. Dessa tillväxtföretag har visat att det är möjligt att skapa tillväxt och stora värdeökningar på kort tid.

I förhållande till Sveriges BNP och invånarantal har vi nu en god tillgång på riskkapital. Enligt en rankinglista som nyligen presenterades ligger Sverige på 4:e plats efter Storbritannien, USA och Irland. Avståndet till framförvarande länder är dock långt vilket kan förklaras av vissa skattemässiga svårigheter för investeringar i onoterade företag samt det faktum att erfarna, välbetalda personer inte vill lämna storföretag för en något osäker framtid i unga tillväxtföretag.

Att det i Sverige finns ett ordentligt överskott på riskvilligt kapital råder det ingen större tvekan om. Av de ca 55 miljarder kronor som idag står till riskkapitalföretagens förfogande är det endast drygt 15 miljarder kronor som är investerade. Resterande 35-40 miljarder kronor letar fortfarande efter företagsamma entreprenörer med framtidens affärsidé. (Venture Cup, informationstidning) Detta kan i viss mån jämföras med USA, där riskkapital för drygt 11 miljarder dollar¹² investerades endast under 1997 (Östberg et al., 1998).

5.3 Investeringsstrategier

Det är lätt att uppfatta riskkapitalinvestorer som riskbenägna personer, men det är inte hela sanningen. Snarare är det så att de kan liknas vid stuntmän i filmens värld, dvs. en

¹² Siffrorna för USA är emellertid inte direkt jämförbara med de svenska då de inte inkluderar investeringar i mogna faser.

person som först försöker identifiera riskerna för att sedan eliminera så mycket som möjligt av dem innan han gör sin insats. I sin jakt efter att minimera risk ställer ofta investerare speciella krav på de bolag de investerar i, t.ex. upprättas speciella konsortialavtal (aktieägaravtal) och det är också vanligt att de kräver att få en styrelseplats i portföljföretaget. Vidare vill de tillföra så mycket som möjligt av kunskap och erfarenhet till de företag i vilka de satsar riskkapital. Detta för att reducera risk, men också för att försöka öka avkastningen på investerat kapital så mycket som möjligt.¹³

Riskkapitalföretag analyserar vanligtvis en mängd faktorer gällande en entreprenör och hans företag innan de beslutar sig för att investera. Enligt Sapienza (1989) är de två viktigaste faktorerna entreprenörens förmåga och kompetens att driva företag samt produkten eller tjänstens potential att nå framgång (både nationellt och internationellt). Även denna analys syftar till att minimera risk.

Ytterligare sätt att reducera risk är att "saminvestera" i portföljföretag tillsammans med andra riskkapitalföretag. Normalt fungerar då ett riskkapitalföretag som huvudinvestor medan de andra svarar för en mindre del av investeringen. På så sätt kan riskkapitalföretag investera mindre kapital men i fler portföljföretag och härigenom öka diversifieringen. Likaså minskar arbetsbördan för respektive riskkapitalföretag när de kan dela upp ansvaret för portföljföretaget sinsemellan. (Zider, 1998)

Riskkapitalföretag väljer ofta att investera i portföljföretag som befinner sig i ett särskilt skede eller fas av ett företags livscykel. Detta beror på att varje fas brukar kräva olika omfattning av kapitalbehov och utgör därför i viss utsträckning även riskkapitalföretags investeringsstrategi. Även om det sällan finns några klara eller entydiga gränser kan ett företags inledande livscykel delas in i olika faser. Vi kommer här, ur ett finansieringsperspektiv, att beskriva de tre tidigaste faserna översiktligt (naturligtvis finns det att otal andra varianter än de som ges nedan). De är¹⁴:

- *den pre-kommersiella fasen* eller *säddfasen* – det utvecklingsarbete och de investeringar som måste göras innan produkten/tjänsten introduceras på marknaden. Relativt lite kapital förmedlas till entreprenören/innovatören.
- *startfasen* – det arbete och de investeringar som krävs i anslutning till marknadsintroduktionen. Ursprungskapitalet är troligen förverkat och det krävs ytterligare kapital för påbörja kommersiell tillverkning och försäljning.
- *expansionsfasen* – de investeringar som krävs för att utvidga marknaden för ett expansivt företag. Tillskjutet kapital i denna fas används vanligen till utbyggnation, marknadsföring, rörelsekapital eller produktförbättring.

Flera studier pekar på att det är startfasen som är av absolut största intresse för utländska riskkapitalföretags investeringar. Ungefär 80% av allt riskkapital som investeras i tillväxtföretag i USA investeras i samband med att portföljföretags produkter skall kommersialiseras. (Zider, 1998; Östberg et al., 1998)

¹³ <http://www.pi.se/vencap/verksamhet.html#risk>

¹⁴ <http://www.nutek.se/riskkapital/fonder.pdf>

I Sverige däremot, är det fortfarande sena faser och mogna branscher som är mest attraktiva när det gäller riskkapitalföretags investeringar. Av antalet svenska riskkapitalinvesteringar som gjordes under 1997, riktades 22% till sädd- och startfaserna, men som andel av totalt investerat kapital rörde det sig endast om 1,3%. Genomsnittet i Europa var 7,5% och drygt 20% i USA samma år. De stora beloppen i Sverige satsat framförallt i expansionsfasen och på omstruktureringar. Även MBOs/MBIs är av stort intresse i Sverige. (Östberg et al., 1998)

Svenska riskkapitalföretag vill dock ge sken av att de arbetar med samma typ av kompetenstillförsel som deras amerikanska kollegor gör. Men faktum är, att de i Sverige riktar sina investeringar mot den senare delen av ett företags livscykel, vilket i sig indikerar att den specifika kompetens som krävs för lyckade investeringar i tidiga faser och nya branscher inte är lika utbredd i svenska riskkapitalföretag. (Grandinson et al., 1998; Larsson & Moen, 1998)

Att så mycket som ca 70% av svenska riskkapitalföretags tillgångar (se kapitel 5.2) ännu inte investerats tyder på att det antingen saknas entreprenörer och företag med egenskaper som gör dem intressanta för riskkapitalföretag, eller att riskkapitalföretag saknar personal och kompetens för att utvärdera investeringsobjekt i de tidigare faserna. (Östberg et al., 1998)

Agerandet hos svenska riskkapitalföretag har under senare år ändå närmat sig den amerikanska modellen (investeringar i tidiga faser och starkare branschspecialisering), främst tack vare de senaste årens kapitaltillströmning. De senaste två till tre åren har t ex ett flertal nya riskkapitalföretag bildats vilka har ett tydligt fokus på unga företag i mycket tidiga skeden av livscykeln. (Östberg et al., 1998) Den kompetenstillförsel som är av störst vikt för dessa unga företag är rekrytering av kompetent personal, affärsrådgivning och förmåga att verka aktivt i företagets styrelse (Sapienza, 1989).

Exitstrategier

Som framgått tidigare har riskkapitalföretag för avsikt att inom överskådlig framtid avyttra sina ekonomiska intressen i portföljföretaget, dvs. göra en exit. Riskkapitalföretags exit kan ske på ett flertal olika sätt men vanligtast är ett av följande två alternativ. (Isaksson, 1999)

1. Marknadsnotering (Initial Public Offering, IPO)

Portföljföretaget noteras på en börs eller annan marknadsplats. Riskkapitalföretaget säljer dock inte sina aktier i portföljföretaget direkt utan brukar vanligtvis vänta i sex till tolv månader. Anledningen är att riskkapitalföretaget ofta har ett s k "lock-up agreement" med fondkommissionären vilket förbjuder direkt försäljning av aktieinnehavet.

2. Försäljning av hela portföljföretaget till en industriell partner. (trade sale)

Som rubriken antyder säljs hela portföljföretaget till en tredje part i utbyte mot kontant betalning, aktier i det köpande företaget eller andra tillgångar. Det är vanligt att det köpande företaget är ett större företag som har användning för den teknik, produkt eller marknad som portföljföretaget har tillgång till.

5.4 Riskkapitalets betydelse för svenska tillväxtföretag

Tillväxtföretag som får hjälp med kapital och kunskap från ett riskkapitalföretag växer snabbare än de som får klara sig på egen hand. Utan riskkapital hade förmodligen en tredjedel av dessa tillväxtföretag inte skapat någon tillväxt över huvud taget. (Ny Teknik,

1999-06-10) Även Anders Isakssons kartläggning (1999) av 249 svenska företag som har riskkapitalföretag som delägare visar på samma resultat, dvs. att portföljföretag växer betydligt snabbare än andra företag i samma ålder och bransch.

Isakssons studie visar att efter riskkapitalföretagets inträde i portföljföretaget ökade antalet anställda med i genomsnitt 65%, omsättningen med 80% och tillgångarna med 77%. Tillväxten var inte helt oväntat snabbast i de minsta företagen. Isakssons studie innehöll också en referensgrupp som inte hade tillgång till riskkapital, och vid en jämförelse var deras respektive resultat 6%, 38% och 30%. Härvid är det lätt att se skillnaden i företagens utveckling.

Av de investeringar som gjordes inom ramen för studien, gick 72% till företag som var fem år gamla eller yngre. 35% av portföljföretagen var helt nyetablerade, vilket visar att den svenska riskkapitalmarknaden har mognat avsevärt de senaste åren, dvs. riskkapitalföretag är nu villiga att ta större risk i samband med sina investeringar.

6 Hypoteser för den empiriska undersökningen

I uppsatsen har nedanstående hypoteser härletts ur tidigare empirisk forskning inom principal-agent teorin, vilken vi redogjorde för i kapitel 3. Det framkom (tyvärr något sent) under intervjuerna med kuvösföretagen att två av dem inte erhållit den typ av riskkapital vi avser, dvs. extern finansiering i utbyte mot ägarandel i entreprenörens företag, och därför utslöts de ur underlaget för hypotesprövningen.

Då vi, i relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag, undersökt principal-agent problemet ur båda parter perspektiv utkristalliserades två typer av hypoteser; unilaterala och bilaterala.

1. De unilaterala hypoteserna är föremål för prövning endast genom undersökningen med riskkapitalföretag.
2. De bilaterala hypoteserna är föremål för prövning genom undersökningen med både riskkapitalföretag och kuvösföretag.

För de unilaterala hypoteserna gäller att de måste stödjas av minst fem av nio riskkapitalföretag, dvs. en majoritet, för att inte falsifieras. Om en hypotes inte får stöd av en majoritet falsifieras den.

För de bilaterala hypoteserna gäller att de måste stödjas av minst fem av nio riskkapitalföretag, dvs. en majoritet, samt tre av sex kuvösföretag, dvs. hälften, för att inte falsifieras. Om en hypotes inte får detta stöd falsifieras den.

Hypoteser som inte falsifieras lämnas åt vidare forskning för vidare prövning.

Unilaterala hypoteser

- H₁: I relationen mellan riskkapitalföretag (principal) och kuvösföretag (agent) föreligger oaktsamt beteende hos entreprenören när hans ägande minskar.
- H₂: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger negativt urval av entreprenörer.
- H₃: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger svårigheter för riskkapitalföretag att kontrollera entreprenören.

Bilaterala hypoteser

- H₄: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte med entreprenörens verksamhet.
- H₅: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag agerar entreprenören opportunistiskt på riskkapitalföretagets bekostnad.
- H₆: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger informationsasymmetri.
- H₇: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag är entreprenören mer riskavert.
- H₈: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag förekommer belöningsystem för att sporra ett visst beteende hos entreprenören.

Som grund för hypoteserna ligger de faktorer som utgör principal-agent teorin:

Hypotes 4: Meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte (kapitel 3.3.1)

Hypotes 6: Informationsasymmetri (kapitel 3.3.2)

Hypotes 1, 2, 5 och 7: Risk (kapitel 3.3.3)

Hypotes 3: Kontroll av agenten (kapitel 3.3.4)

Hypotes 8: Kontraktet (kapitel 3.3.5)

Då vi anser att det är av störst intresse att undersöka olika varianter av risk inom principal-agent teorin, är det rimligt att det får ett större utrymme i den empiriska undersökningen. Anledningen till detta är att vi tror att de olika aspekterna av risk utgör det största problemet inom en principal-agent relation.

7 Redovisning av den empiriska undersökningen

I följande kapitel redogör vi för den empiriska undersökningen som gjorts i avsikt att belysa relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag. Vi redogör även för respondenternas åsikter angående företagskuvösens betydelse för ovan nämnda relation. När vi anger att; ”*Alla riskkapitalföretag/entreprenörer/kuvösföreståndare*”, gäller det sålunda alla berörda respondenter i undersökningen.

Uppgifterna från de två kuvösföretag som inte erhållit riskkapital av den sort vi avser ingår i den empiriska redogörelsen med anledning av att de har god erfarenhet av riskkapitalföretag.

Inledningsvis beskriver vi de tre grupper som undersökningen omfattar, dvs. entreprenörer som har företag vilka är lokaliserade i kuvös, kuvöser och kuvösföreståndare, och riskkapitalföretag. Vidare redovisar vi hur riskkapitalföretag och entreprenörer upplever sin relation. Avslutningsvis framställer vi respondenternas syn på kuvöser och kuvösföreståndarens roll.

Det bör tilläggas att entreprenörerna i undersökningen inte nödvändigtvis har varit i kontakt med just de riskkapitalföretag som ingår i vår undersökning. Entreprenörerna är dock verksamma i de kuvöser vars föreståndare har intervjuats. Det är också viktigt att påpeka att resultaten av undersökningen inte är statistiskt säkerställda, men de kan ändå visa på riktiga trender och viktiga faktorer som kan vara av intresse för personer som tar del av uppsatsen. Angående vårt urval, riskkapitalföretag som främst investerar i sådd- eller startfasen i ett företags livscykel, representerar de en betydande del av hela populationen (se kap. 2.3) vilket gör att reliabiliteten ändå är god.

Önskemål om anonymitet har uttalats från respondenternas sida och därför redovisas empirin utan referenser.

7.1 Allmän beskrivning av respondentgrupperna

Entreprenörer

- Av åtta entreprenörer har sex erhållit externt kapital från riskkapitalföretag. De övriga två har dock varit i kontakt med olika riskkapitalföretag och är insatta i ”utvärderingsprocessen”.
- Alla entreprenörer har själva initierat kontakt med riskkapitalföretagen i ett skede då de ansett att externt kapital är nödvändigt för att skapa nödvändig tillväxt.
- Med undantag för ett företag, har alla entreprenörerna ända sedan de startat sitt företag, varit lokaliserade i en kuvös.
- Sex av åtta entreprenörer har vistats i kuvös i ett till tre års tid. För övriga två gäller sju respektive nio år.
- Företagen har en till fem anställda

Entreprenörernas verksamhetsområden är;

IT/Internet-relaterat: 5 st.

Hi-tech: 1 st.

Medicinteknik: 1 st.

Miljöåtervinning: 1 st.

Kuvöser

- Fyra av fem kuvöser startades 1997 eller senare.
- Formerna för kuvöserna är projekt (2/5), aktieföretag (2/5) och stiftelse (1/5).
- Ingen kuvös har fler än tio anställda.
- Antal företag i kuvöserna är 6, 10, 16, 16 respektive 40 stycken.
- Tre kuvöser har en bestämd tidsperiod för hur länge entreprenörens företag får stanna i kuvöserna. Maxtiden hos dessa är 2, 3, respektive 5 år. För de två övriga gäller ingen tidsbegränsning.
- För samtliga kuvöser gäller att entreprenörer som antas skall ha anknytning till universitet eller högskola. Tre kuvöser kräver dessutom att entreprenörens produkt knyter an till någon form av högre teknik.
- En av fem kuvöser är medlem av Svenska Riskkapitalföreningen

Kuvösernas branschfokus är följande;

Generell: 4 st.

Medicinteknik: 1 st.

För utförligare bakgrundsinformation angående kuvöserna, se bilaga 6.

Riskkapitalföretag

- Sju av nio riskkapitalföretag har som främsta investeringsstrategi att investera i företag som befinner sig i sådd- eller startfasen av företagets livscykel.
- Alla riskkapitalföretag uppgav att de främst investerade i IT/Internet-relaterade produkter och tjänster. Fyra av dem uppgav även att medicinteknologi är av stort intresse.
- Det ackumulerade antal företag som har investerats i är 120 stycken, där genomsnittligt antal investeringar per riskkapitalföretag är 13,3 stycken. Medianen är 10 investeringar.
- För gjorda investeringar gäller att alla riskkapitalföretag, förutom ett, föredrar att vara minoritetsägare.
- Åtta av nio riskkapitalföretag är medlem i Svenska Riskkapitalföreningen.

För utförligare bakgrundsinformation angående riskkapitalföretagen, se bilaga 5.

7.2 Relationen mellan riskkapitalföretag och entreprenörer

Inledningsvis ger vi en överblick av riskkapitalföretagens investeringsstrategier vilket anknyter till kapitel 5.3. Här redovisar vi även entreprenörernas syn på riskkapitalföretags investeringsstrategier. Därefter, kommer berörda respondenters uppfattning angående

relationen att redovisas för i samma ordning som gjordes i kapitel 3.3, dvs. meningsskiljaktigheter i mål och syfte, informationsasymmetri, risk, kontroll av agenten och kontraktet. Under respektive rubrik redovisas riskkapitalföretagens och entreprenörernas svar om vartannat då vi tror att det underlättar jämförelser parterna emellan.

För att illustrera resultaten så enkelt som möjligt visar vi inom parentes hur många av respondenterna i undersökningen, i förhållande till urvalets storlek, som svarat på ett visst sätt eller angivit ett visst beteende, t ex (5/9) = fem av nio.

7.2.1 Riskkapitalföretagens strategi

De två vanligaste sätten för riskkapitalföretagen att få kännedom om intressanta investeringsobjekt är genom sitt affärsnätverk (9/9) eller genom att entreprenörer söker upp riskkapitalföretaget (8/9). Det är även vanligt att riskkapitalföretagen söker mer aktivt efter lämpliga projekt att investera i (4/9). Angående investeringsobjektens geografiska lokalisering uppgav majoriteten av riskkapitalföretagen att Sverige utgör gränsen för deras investeringar (7/9). Inom Sverige gäller principen "ju närmare desto bättre".

Av de entreprenörer som har initierat kontakt med riskkapitalföretag har 75% erhållit externt riskkapital i någon form (6/8).

I samtal kring entreprenörers relation till riskkapitalföretag framkom följande synpunkter från en riskkapitalist:

"De flesta entreprenörer har på tok för stor respekt för riskkapitalföretag. De blir överlyckliga bara riskkapitalföretaget bjuder in till diskussion och accepterar sedan alla villkor utan att förhandla. De tar de sällan kontakt med ytterligare riskkapitalföretag utan är nöjda med en kontakt, som de både står och faller med."

En annan riskkapitalist åsikt i samma frågeställning:

"Entreprenören är inte medveten om att det i vissa fall kan ta ända upp till sex månader innan vi bestämt oss för att investera i hans företag. Plötsligt befinner sig hans företag i kraftig likviditetsbrist vilket försämrar hans förutsättningar avsevärt. De borde lära sig att vara ute i tid."

Riskkapitalföretagen upplever inte att risken för negativt urval av entreprenörer föreligger (8/9). En av dem har dock utsatts för problemet vilket resulterat i avvecklade projekt (1/9). I urvalsprocessen tittar riskkapitalföretagen på generella (förutbestämda) variabler som avgör huruvida ett investeringsobjekt är intressant (8/9). Dessa variabler kan skilja sig åt mellan de olika riskkapitalföretagen, de två viktigaste är dock entreprenörens person och bakgrund, och hans affärsplan/idé (9/9). Andra vanligt förekommande variabler är att produkten skall ha någon sorts unik konkurrensfördel (4/9) samt att internationaliseringsmöjligheter finns (3/9). Olika typer av konsultverksamhet anses vara av mindre intresse (4/9). Angående entreprenörens person uppgav en riskkapitalist:

"För att vi ska tro på, och investera i entreprenörens företag, måste han visa prov på eget risktagande. Helst ska han ha sagt upp sig från jobbet och pantsatt hus, bil och vigselring. Ett sånt beteende visar i alla fall att han tror på sin idé."

När vi frågade riskkapitalföretagen efter önskvärda karaktäristika av en entreprenör nämndes främst egenskaper som; erfarenhet av "start-ups" (även misslyckande kan vara

positivt), handlingskraftighet, branschkunskap, "affärnsäsa", samarbetsförmåga, etik och moral.

"Även en stor portion av självförtroende är jätteviktigt, men gränsen går när han börjar bli kaxig eller egotrippad och inte kan se helheten."

Alla riskkapitalföretag erbjuder sina investeringsobjekt någon sorts handledning i syfte att hjälpa dem utveckla sina företag (9/9). Vanligaste typen är av allmän karaktär, dvs. aktiv hjälp med strategi, marknadsföring, affärskontakter, etc. (7/9). Ett riskkapitalföretag uppgav dock att de inte befattar sig med investeringsobjektets operativa verksamhet (1/9).

Även entreprenörerna uppgav att riskkapitalföretag bistår dem med den typ av handledning som beskrivs i stycket ovan (8/8). En av dem tillade dock:

"Tanken var att de även skulle tillföra "intellektuellt kapital", men än så länge har det inte motsvarat förväntningarna."

Allt eftersom entreprenörens företag växer anser riskkapitalföretagen att entreprenören i många fall bör ersättas som företagets VD (9/9). Anledningen därtill är att chefsrollen ofta blir entreprenören övermäktig och då krävs det ny kompetens för att säkra företagets tillväxt. Skiftet av VD kan ske plötsligt, dock har det diskuterats under den inledande kontraktsförhandlingen (9/9). Ofta sker omorganisationen i samförstånd med entreprenören, men det kan även hända att riskkapitalföretaget tvingar entreprenören, via klausuler i kontraktet, att stiga åt sidan till förmån för ny VD (2/9). Förfarandet kan sammanfattas med en riskkapitalists syn på det hela:

"Det handlar inte om att djävlas med entreprenören. Det handlar om att ha rätt man på rätt plats vid rätt tid."

En annan riskkapitalist menar:

"Om ett byte av VD är nödvändigt, måste det ske i god tid före en notering för att inte tappa trovärdighet gentemot marknaden."

Entreprenörernas erfarenheter angående riskkapitalföretags önskemål (krav) om byte av VD skiljer sig åt, då endast hälften av dem har denna erfarenhet (4/8). En entreprenör sa dock:

"I mina möten med riskkapitalister har VD-frågan i stort sätt varit det första de tagit upp."

För riskkapitalföretagen finns det olika typer av exitmöjligheter ur investeringsobjekten. De två vanligaste är industriell försäljning eller notering på en börs eller annan marknadsplats (9/9). Tiden för riskkapitalföretagens investeringar pendlar mellan två och sju år där genomsnittstiden fram till exit är 4 år. Skillnader i investeringarnas livslängd beror bland annat på vilken bransch entreprenören är verksam inom och vilken tillväxthastighet företaget har.

25% av entreprenörerna har ingen uppfattning om när riskkapitalföretag planerar sin exit (2/8). Övriga entreprenörer upplever att tidsintervallet för investeringen ligger mellan två och åtta år (6/8). De uppgav även att riskkapitalföretag inte har andra förväntningar på deras verksamhet än finansiell avkastning (7/8).

7.2.2 Meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte

Enligt riskkapitalföretagen är de oftast överens med entreprenörerna angående investeringsobjektets långsiktiga mål och syfte, men i takt med att företaget växer och utvecklas uppstår meningsskiljaktigheter mellan parterna (8/9).

En betydligt mindre andel av entreprenörerna anser att det, i relationen med riskkapitalföretag, existerar olika uppfattningar angående hans företags långsiktiga mål och syfte (2/8). De menar vidare att oenigheten främst gäller tidsperspektivet angående produktens kommersialisering, dvs. riskkapitalföretagen önskar (kräver) en snabbare utvecklingstakt. En entreprenör uppgav:

"Vi är helt och hållet överens om våra långsiktiga mål, men å andra sidan leta de vi noga för att hitta "rätt" samarbetspartner."

Riskkapitalföretagen uppgav att oenighet vanligen är ett resultat av att förutsättningar som omger entreprenörer ändras över tiden (5/9). Vidare menar de att interna diskussioner och informella möten fungerar som den bästa konfliktlösaren då samarbetet bygger på ett ömsesidigt förtroende (6/9). En riskkapitalist medgav att de tar på sig hela ansvaret i händelse av oenighet:

"Om det visar sig att vi har olika avsikter med samarbetet, har vi gjort en allvarlig miss i vår urvalsprocess. Med vår samlade erfarenhet måste vi kunna sälla bort lycksökande entreprenörer redan på ett tidigt stadie, och därför kan inte entreprenören lastas."

Även om inte alla riskkapitalföretag tar på sig ansvaret för misslyckade samarbeten, är de ändå överens om att det har blivit vanligare på senare år med entreprenörer som endast söker kortsiktiga vinster på "kapitaldesignade" affärsidéer som är dömda att misslyckas (8/9).

"Ibland dyker det upp grabbar med projekt som visar på härliga avkastningskurvor och marknadsandelar, -precis som om de jobbade som analytiker hos oss!"

När samarbetet väl inleds minskar vanligen entreprenörens ägande i det egna företaget, och det förekommer då att han agerar opportunistiskt på riskkapitalföretagets bekostnad (2/9). Dock anser majoriteten av riskkapitalföretagen att de har tillräckliga verktyg att förhindra ett sådant beteende (6/9).

På frågan om entreprenörerna unnar sig personliga förmåner på riskkapitalföretagets bekostnad framgick det att majoriteten inte gör det (5/6).

7.2.3 Informationsasymmetri

Av förklariga skäl har entreprenörer mer information angående sitt företag än riskkapitalföretaget. Vissa riskkapitalföretag upplever också att så är fallet (6/9), men alla hävdar samtidigt, att tack vare sin täta interaktion med entreprenören har de ändå tillgång till den information som är väsentlig för dem (9/9). En riskkapitalist hade dock följande uppfattning:

"Informationsasymmetrin kan bli ett problem när det går dåligt för entreprenörens företag. Han vill väl av förklarliga skäl inte berätta hur det egentligen står till."

Även en stor andel av entreprenörerna anser att informationsasymmetri existerar mellan parterna (5/6). En entreprenör har följande åsikt angående informationsasymmetri:

"Kalla det informationsasymmetri om du vill, men om man vill behålla lite av handlingsfriheten kan man ju inte berätta allt."

7.2.4 Risk

Med tanke på att det i dagsläget existerar ett överskott på riskvilligt kapital anser en majoritet av riskkapitalföretagen att risken för deras investeringar har ökat i viss mån (5/9). Riskkapitalföretagens förklaring är att det har blivit dyrare att investera i kvalitativa företag eller projekt. En av dem tror att en lösning kan vara ökat bransch/produktfokus inom sitt kärnkompetensområde, för att på så sätt koncentrera sig på det företaget kan bäst. Övriga riskkapitalföretag anser att det inte existerar ett överskott av kapital utan att det saknas kompetenta analytiker som kan utvärdera de olika investeringsmöjligheterna (4/9). En riskkapitalist sammanfattade problemet med följande citat:

"Det kan aldrig finnas ett överskott av kapital, endast ett underskott av investeringsmöjligheter. Problemet uppstår när obalans råder."

I samarbetet mellan parterna, uppgav riskkapitalföretagen att det är relativt vanligt att de har olika inställning till risk (5/9), dvs. en av parterna är mer benägen att ta risker än den andra. Vem i förhållandet som är mer riskbenägen varierar från fall till fall och respondenterna kan inte urskilja något mönster.

Entreprenörerna har skilda uppfattningar angående vem i relationen som är villig att ta större risk. Hälften av dem hävdar att det är entreprenören som är mest riskbenägen (4/8), några anser att parterna inte har olika inställning till risk (3/8) medan endast en entreprenör upplever att riskkapitalföretag är mer riskbenägna (1/8).

Enligt riskkapitalföretagen är inställningen till risktagande relaterad till storleken på entreprenörens ägande, då han agerar mer oaktsamt när hans ägande minskar (6/9). En minoritet ansåg att så inte var fallet (2/9) och en respondent hade ingen uppfattning (1/9). Citatet nedan kan sammanfatta flera riskkapitalisters syn på problemet:

"När entreprenören är minoritetsägare är han ofta villig att ta stora risker eftersom han då inte påverkas av konsekvenserna i samma utsträckning som vi. Av erfarenhet har jag dessutom märkt att han tenderar att bli slarvigare i takt med att hans ägande minskar, han tar sig friheter som vi får betala."

Härav följer att riskkapitalföretagen inte vill vara majoritetsägare utan föredrar att äga mellan 15% och 49% av investeringsobjektet (8/9), variationer inom intervallet förekommer dock.

Riskkapitalföretagens minoritetsägande bekräftas av att alla entreprenörer i undersökningen är majoritetsägare.

7.2.5 Kontroll av agenten

Det ligger i sakens natur, att om en person investerar mycket kapital i en verksamhet som någon annan ansvarar för, ser han till att han kan bevaka sina intressen. I enlighet härmed kräver riskkapitalföretagen mandat i investeringsobjektets styrelse (8/9). Även den handledning som beskrevs i kapitel 7.2.1 fungerar som ett kontrollverktyg då

riskkapitalföretag bevakar sina intressen samtidigt som de utvecklar entreprenörens verksamhet och får en god insikt i företaget. Detsamma gäller för de belöningsystem som omtalas i kapitel 7.2.6, då de syftar till att förena berörda parter intressen.

Utöver de ovan nämnda metoderna kräver alla riskkapitalföretag löpande redovisning och rapportering av investeringsobjektets utveckling för att kontrollera entreprenörens agerande (9/9). Detta verifieras även av de entreprenörer som samarbetar med riskkapitalföretag, då de nämnde månadsrapportering och regelbunden avstämning mot budget som vanliga rapporteringsvägar (6/6). De upplever även att riskkapitalföretagets styrelserepresentant till viss del fungerar som ett kontrollverktyg (4/6). En kuvösföreståndare hade t ex följande att säga om riskkapitalföretags kontroll av entreprenörer:

”En del entreprenörer känner sig så noga kontrollerade att det hindrar deras frihet, och det är ju ofta friheten med att vara egen företagare som lockar.”

Nedan redovisas olika faktorer som påverkar riskkapitalföretagets interaktion, och därmed kontroll av entreprenören (påståendena redovisas i sin helhet).

- Större affärserfarenhet hos entreprenören leder till mindre interaktion från riskkapitalföretagets sida (7/9).
- Ju mer komplex entreprenörens produkt är, desto mer interaktion krävs från riskkapitalföretagets sida (3/9).
- Ju högre grad av konsensus angående entreprenörens verksamhet, desto mindre interaktion krävs från riskkapitalföretagets sida (4/9).

Andra faktorer som påverkar interaktionen enligt riskkapitalföretagen, är vilken livscykel fas investeringsobjektet befinner sig i (ju tidigare desto mer) (5/9) och entreprenörens ledaregenskaper (4/9).

Ytterligare ett sätt för riskkapitalföretagen att kontrollera sin investering är att de upprättar, i samförstånd med entreprenören, en förhållandevis detaljerad plan för hur kapitalet skall användas (5/9). I de flesta fall gäller ABL (Aktiebolagslagen) som ett komplement (7/9). Med andra ord förekommer det inte att entreprenören har fri förfoganderätt över det investerade kapitalet (9/9). På samma fråga riktad till entreprenörerna, dvs. hur investerat kapital får eller skall användas, överensstämde deras svar med riskkapitalföretagens (6/6).

7.2.6 Kontraktet

Kontraktet mellan ett riskkapitalföretag och en entreprenör avser att reglera samarbetet dem emellan. Även om respondenterna inte beskrev kontraktet i detalj, uppgav de att följande generella avsnitt vanligen är specificerade i kontraktet; mål och syfte med verksamheten, ägande, beslutanderätt (eventuell vetorätt då riskkapitalföretaget ofta är minoritetsägare), rapportering, entreprenörens anställning, eventuella belöningsystem, ytterligare finansiering och riskkapitalföretagets exit. I intervjuerna med entreprenörerna framkom samma typer av kontraktsregleringar som riskkapitalföretagen uppgav.

Angående de belöningsystem (optioner, konvertibler, teckningsrätter m.m.) som riskkapitalföretag använder sig av (7/9), syftar de till att styra eller uppmuntra ett visst beteende hos entreprenörer.

I motsats till ovanstående har majoriteten av entreprenörerna som erhållit riskkapital inte blivit erbjudna någon sorts belöningssystem (4/6). I den mån det existerar ersättningsprogram eller belöningssystem handlar det främst om optioner (2/6).

På en direkt fråga angående kontraktsförhandlingen medgav riskkapitalföretagen att de besitter en fördel gentemot entreprenören, främst tack vare överlägsen affärs/förhandlingsvana (8/9). De menar dock att denna fördel används till att skapa ett fördelaktigt samarbete för båda parter (6/9).

För två av riskkapitalföretagen kan kontentan belysas med citatet från en av dem:

"Självklart har vi en fördel, och visst utnyttjar vi den för att själva nå ett bra avtal. Ofta handlar det om att undervärdera företaget en aning."

Angående kontraktsförhandlingen sa en entreprenör:

"På vissa punkter var det en stor nackdel för mig att jag hade mindre förhandlingsvana än de."

I de fall som riskkapitalföretag och entreprenörer har olika uppfattning om hur kontraktet skall tolkas och följas (4/9), löses även de genom interna diskussioner.

7.2.7 Principal-agent problematikens påverkan på riskkapitalföretag

Alla riskkapitalföretag är medvetna om principal-agent problematiken som den är beskriven i frågeformuläret (9/9), se bilaga 1.

Majoriteten av riskkapitalföretagen anser vidare att principal-agent problematiken inte utgör något problem för dem (7/9). De riskkapitalföretag som upplever det som ett problem anser att det är en naturlig del av verksamheten samt att problemet tar sig olika uttryck i olika faser av investeringsobjektets livscykel (2/9).

7.3 Kuvösen och kuvösföreståndarens roll

I kapitlet redogör vi för respondenternas svar angående en kuvös betydelse för ett kuvösföretag, samt hur de ser på en kuvösföreståndares roll och betydelse för kuvösföretag. I redogörelsen ingår svaren från alla tre parterna, dvs. kuvösföreståndare, entreprenörer i kuvösföretag och riskkapitalföretag.

För att illustrera resultaten så enkelt som möjligt visar vi även här inom parentes hur många av respondenterna i undersökningen i förhållande till urvalets storlek, som svarat på ett visst sätt eller angivit ett visst beteende, t ex (5/9) = fem av nio.

7.3.1 Kuvösens betydelse för kuvösföretag

Kuvösföreståndarna uppgav att inom ramen för en kuvös är hyrorna ofta subventionerade (4/5). Anledningen därtill är att det skall underlätta för studenter som vill starta företag. De hävdar vidare att det är en viktig hjälp i ett "start-up-skede" för ett företag då det är extra viktigt att hålla nere de fasta kostnaderna.

Förutom att delta i vissa utbildningar eller seminarier (2/5) samt betalning för hyran (5/5), ställs inga särskilda krav på entreprenörerna under kuvöstiden uppgav kuvösföreståndarna.

Enligt kuvösföreståndarna är de främsta fördelarna med en kuvös för en entreprenör den kreativa och innovativa miljö som råder inom en kuvös, tillgång till ett större affärsnätverk och närhet till universitet/högskola och därmed enklare rekrytering (5/5). Endast en kuvösföreståndare nämnde att de aktivt hjälper entreprenörer att kommersialisera deras produkter (1/5). De erkände dock att kuvösverksamhet ibland uppfattas som "lite dagis" av utomstående vilket kan vara till nackdel för entreprenörerna (4/5).

Entreprenörernas uppfattning angående fördelar med en kuvös är bland annat; den kreativa miljön som gynnar affärsutvecklingen (7/8), social fördel av att ha många kolleger dvs. de andra entreprenörerna (5/8), låga kostnader (5/8), tillgång till ett större nätverk (5/8), bra faciliteter och inventarier såsom konferensrum, lunchrum, kopianator, fax, skrivare etc. (5/8). En entreprenör menade:

"I jämförelse med att sitta hemma i källar'n, är det oslagbart att ha tillgång till konferensrum och reception när man tar emot kunder."

Nackdelar som entreprenörerna upplever med en kuvös är främst att det är omöjligt att skapa en egen identitet och företagskultur (6/8), och i enlighet med kuvösföreståndarna anser de också att de emellanåt inte blir tagna på allvar (3/8). En entreprenör belyser detta med citatet:

"Riskerna är att man får en stämpel som ung företagare i lekstuga"

Alla riskkapitalföretag känner till fenomenet företagskuvös som det är beskrivet i frågeformuläret (9/9), se bilaga 1. Majoriteten av dem anser att kuvöser "föder fram" intressanta investeringsobjekt (5/9) då kuvösen erbjuder entreprenörer bra hjälp i ett "start-up-skede" (4/9). En tredjedel av riskkapitalföretagen har ingen uppfattning om huruvida kuvöser är en bättre "start-up-miljö" för unga företag än vad andra miljöer är (3/9). Trots att kuvösföretag erhåller allehanda handledning under de första levnadsåren anser majoriteten av riskkapitalföretag att det inte är förenat med mindre risk att investera i ett kuvösföretag (5/9).

Att kuvösföretag är av intresse för riskkapitalföretagen är tydligt, då merparten av dem har gjort sådana investeringar (6/9). För övriga riskkapitalföretag som inte har investerat i ett kuvösföretag, föreligger det olika anledningar varför så är fallet (3/9). En riskkapitalist menade att universitet/högskolorelaterade kuvöser är dåliga på att avveckla olönsamma projekt. Han sa:

"Vissa företagskuvöser piskar döda hästar!"

En annan riskkapitalist hade följande synpunkter:

"Jag tycker inte att offentliga kuvöser är tillräckligt effektiva när det gäller att kommersialisera produkter. Kommersiella kuvöser däremot, är klart mycket bättre. Vad jag menar är att det är skillnad på "hands-on-kompetensen" som tillförs."

På frågan om kuvösföreståndarna ansåg att kuvöser "föder fram" intressanta investeringsobjekt för riskkapitalmarknaden, svarade ett par av dem "ja" utan att tveka (2/5). Andra var inte lika övertygade och ansåg att kuvöser i Sverige inte är färdigutvecklade koncept, men inom några år bör verksamheten vara intressant för näringslivet (2/5). En kuvösföreståndare ansåg att det inte går att generalisera då kuvösföretagens framgång beror av kuvösens struktur och föreståndare (1/5).

Till skillnad från ovanstående anser alla entreprenörer att kuvöser föder fram intressanta investeringsobjekt för riskkapitalmarknaden (8/8). Hälften av dem tyckte även att den positiva stämningen inom kuvösen ger upphov till nya intressanta affärsidéer (4/8).

7.3.2 Kuvösföreståndarens roll och betydelse för kuvösföretag

Enligt kuvösföreståndarna är deras främsta uppgifter att bistå entreprenörer med kontakter och affärsrådgivning (4/5) samt att erbjuda dem olika typer av praktisk hjälp (3/5). Majoriteten var överens om att bristen av tid var det största problemet i deras yrkesroll (4/5). En kuvösföreståndare uppgav även att:

"Ett av våra största problem är att vi har svårigheter att avveckla dåliga projekt, här måste vi bli bättre."

Den handledning som enligt entreprenörerna erbjuds dem, är främst regionalt nätverk (6/8), praktisk hjälp med revision, juridik, affärsrådgivning etc. (5/8) och olika seminarier och utbildningar, t ex presentationsteknik (3/8).

När vi bad entreprenörerna ge en beskrivning av vad de anser att kuvösföreståndaren bör ha för kompetens fick vi följande svar: erfarenhet av att starta och driva småföretag (6/8), agera som "coach" och bollplank (4/8), kunskap om hur och var entreprenörer söker riskkapital (7/8) och branschkunskap (3/8). När vi därefter frågade om de anser att kuvösföreståndaren vid deras kuvös uppfyller dessa kriterier, svarade hälften av entreprenörerna att de inte tyckte det (4/8). Den andra hälften anser att kuvösföreståndaren uppfyller kriterierna till viss del (4/8). En entreprenör sa:

"Jag fick överhuvudtaget ingen hjälp av kuvösen när jag letade finansiärer. Hade jag inte själv varit så insatt eller haft så bra kontakter inom VC-branschen, hade jag inte haft något riskkapital idag"

En annan entreprenör menade:

"Det känns mer som om vår kuvös fungerar som ett företagshotell."

På vår fråga till riskkapitalföretagen om vilka egenskaper en kuvösföreståndare bör besitta var de tre vanligaste återkommande svaren: besitta eller förmedla affärskontakter (8/9), praktisk erfarenhet av att starta och driva småföretag (7/9) och god kunskap om riskkapitalmarknaden (5/9).

Genom intervjuerna med entreprenörerna framgick också att det inte finns något system för att utvärdera eller kontrollera hur kuvösföreståndarna sköter sina åtaganden (6/8).

På frågan om entreprenören anser att kuvösföreståndaren bör ha ett ekonomiskt intresse i deras företag, tyckte majoriteten att det lät som en bra ide (beroende på utformning), då det skulle kunna öka kommersialiseringstakten och även höja motivationen för kuvösföreståndaren (7/8). En entreprenör var av en annan åsikt i frågan:

"Nej, de bidrar med alldeles för lite kunskap och värde."

8 Hypotesprövning

Till grund för vår hypotesprövning ligger den empiriska undersökning som redovisades i kapitel 7. Vi kommer att inleda med att pröva de unilaterala hypoteserna för att därefter pröva de bilaterala.

8.1 Unilaterala hypoteser

Vi vill påminna om att de unilaterala hypoteserna är föremål för prövning endast genom undersökningen med riskkapitalföretagen. Underlaget för hypotesprövningen är nio riskkapitalföretag.

H₁: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger oaktsamt beteende hos entreprenören när hans ägande minskar.

I undersökningen framkom det att sex riskkapitalföretag ansåg att entreprenörers beteende tenderar att bli oaktsamt när deras ägande i företaget minskar. Deras svar grundar sig på resonemanget att konsekvenserna för deras handlingar inte påverkar dem finansiellt till samma utsträckning som det påverkar riskkapitalföretaget. Två respondenter uppgav att de ansåg att entreprenörers oaktsamhet inte korrelerar med deras ägande medan en inte hade någon uppfattning i frågan.

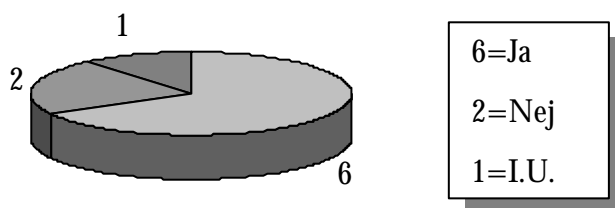


Diagram 8.1: Riskkapitalföretagens svarsfördelning angående hypotes H1.

- Då majoriteten stödjer hypotes H₁ anses hypotesen icke falsifierad vilket uppfyller tidigare fastställda kriterier (se kap. 6).

H₂: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger negativt urval av entreprenörer.

Åtta riskkapitalföretag anser sig inte ha några problem med negativt urval av entreprenörer då urvalsprocessen är noggrann. En var av annan åsikt då ett par projekt har avbrutits på grund av samarbetssvårigheter.

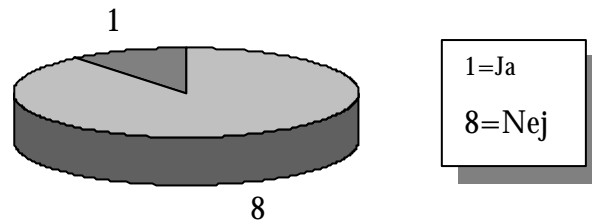


Diagram 8.2: Riskkapitalföretagens svarsfördelning angående hypotes H2.

- Då majoriteten ej stödjer hypotes H₂ falsifieras hypotesen enligt tidigare fastställda kriterier.

H₃: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger svårigheter för riskkapitalföretag att kontrollera entreprenören.

Inget riskkapitalföretag anser att det är förknippat med svårigheter att kontrollera entreprenörers agerande eller beteende. De menar att deras styrelsrepresentation och täta interaktion med entreprenören leder till att investeringsobjektet blir relativt transparent. Även formell rapportering och utfärdade belöningsystem bidrar till att underlätta kontrollen.

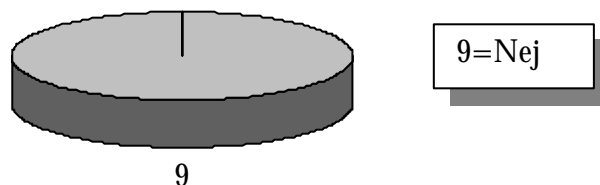


Diagram 8.3: Riskkapitalföretagens svarsfördelning angående hypotes H3.

- Då majoriteten ej stödjer hypotes H₃ falsifieras hypotesen enligt tidigare fastställda kriterier.

Sammanfattning: Ur hypotesprövningen av de unilaterala hypoteserna framgår att hypotes H₁ inte kan falsifieras. Däremot fann vi inget stöd för hypotes H₂ och H₃ och således falsifieras de.

8.2 Bilaterala hypoteser

Vi vill påminna om att de bilaterala hypoteserna är föremål för prövning genom undersökningen med både riskkapitalföretagen och kuvösföretagen. Underlaget för hypotesprövningen är nio riskkapitalföretag och sex kuvösföretag. Med andra ord ingår två av kuvösföretagen ej i hypotesprövningen av tidigare nämnda skäl.

H₄: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte med entreprenörens verksamhet.

Av riskkapitalföretagen är åtta stycken av uppfattningen att det föreligger meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte mellan dem och entreprenörer. Detta främst när entreprenörens företag växer och förutsättningar som omger entreprenören förändras. En av respondenterna ansåg inte att meningsskiljaktigheter föreligger.

Fyra av entreprenörerna menade att det inte föreligger meningsskiljaktigheter mellan dem och riskkapitalföretagen angående deras företags mål och syfte. De två övriga var av motsatt uppfattning då de uppgav att riskkapitalföretag kräver snabbare utvecklingstakt av kuvösföretagen.

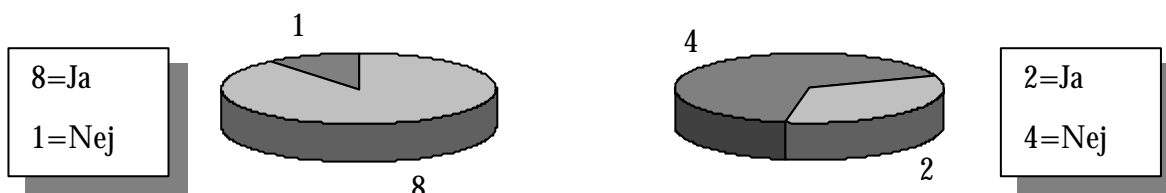


Diagram 8.4: Riskkapitalföretagens och entreprenörernas svarsfördelning angående hypotes H₄.

- Majoriteten av riskkapitalföretag stödjer hypotes H₄ men majoriteten av kuvösföretag gör det inte och därmed falsifieras hypotesen enligt tidigare fastställda kriterier.

H₅: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag agerar entreprenören opportunistiskt på riskkapitalföretagets bekostnad.

Två riskkapitalföretag uppgav att det förekommer att entreprenörer agerar opportunistiskt på deras bekostnad. Sex riskkapitalföretag uppgav att de inte upplever någon opportunistism men hävdade samtidigt att de har tillräckliga verktyg för att hindra sådant beteende. Ett riskkapitalföretag hade ingen uppfattning i frågan.

En entreprenör erkände att han agerat opportunistiskt medan de andra fem svarade att de inte gjort det.

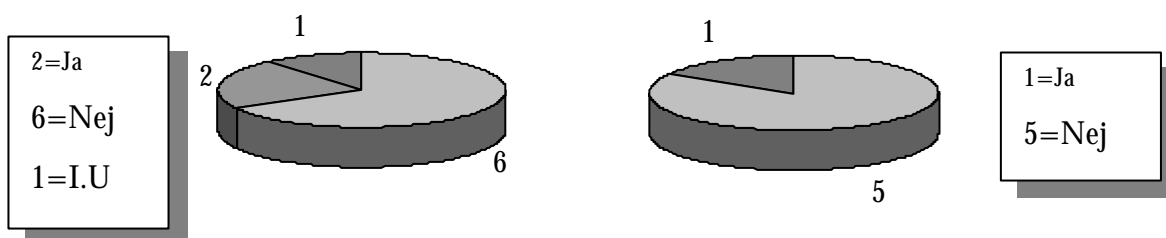


Diagram 8.5: Riskkapitalföretagens och entreprenörernas svarsfördelning angående hypotes H5.

- Då varken majoriteten av riskkapitalföretagen eller kuvösföretagen stödjer hypotes H₅ falsifieras hypotesen enligt tidigare fastställda kriterier.

H₆: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag föreligger informationsasymmetri.

Sex riskkapitalföretag uppgav att det föreligger informationsasymmetri i relationen men att de samtidigt har tillgång till all, för dem, väsentlig information. De övriga tre anser inte att informationsasymmetri råder.

Fem entreprenörer ansåg att informationsasymmetrin är uppenbar eftersom de sköter den dagliga verksamheten och därigenom har tillgång till mer information än riskkapitalföretaget. En entreprenör uppgav dock att han tyckte att informationen var jämt fördelad.

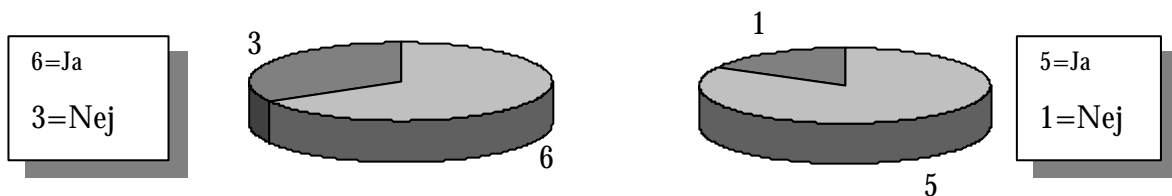


Diagram 8.6: Riskkapitalföretagens och entreprenörernas svarsfördelning angående hypotes H6.

- Då både riskkapitalföretagen och kuvösföretagen stödjer hypotes H₆ med majoritet, uppfylls tidigare fastställda kriterier och hypotesen anses icke falsifierad.

H₇: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag är entreprenören mer riskavert.

Fyra riskkapitalföretag uppgav att parterna har samma inställning till risk, dvs. den ena parten är inte mer riskavert än den andra. Resterande fem ansåg att det är olika från fall till fall, och att det inte går att generalisera.

En entreprenör tyckte att han är mer riskavert än riskkapitalföretaget. Fyra entreprenörer ansåg inte att entreprenörer är mer riskaverta medan den sista uppgav att parterna har samma inställning till risktagande.

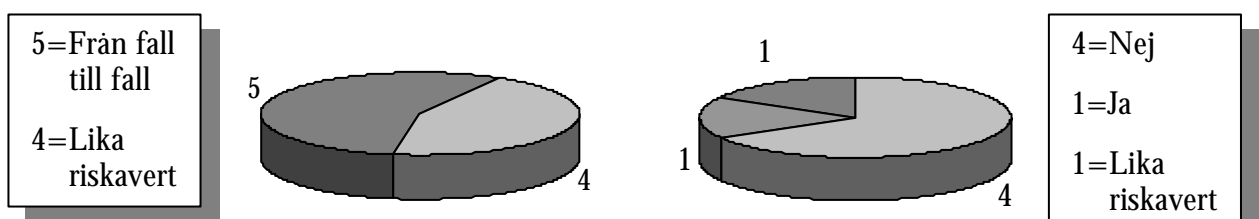


Diagram 8.7: Riskkapitalföretagens och entreprenörernas svarsfördelning angående hypotes H7.

- Då varken majoriteten av riskkapitalföretagen eller kuvösföretagen stödjer hypotes H7 falsifieras hypotesen enligt tidigare fastställda kriterier.

Hg: I relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag förekommer belöningsystem för att sporra ett visst beteende hos entreprenören.

Sju riskkapitalföretag använder sig av belöningsystem för att sporra ett visst beteende hos entreprenören. De två återstående respondenterna gör det inte.

Av entreprenörerna hade två stycken blivit erbjudna ett belöningsystem medan fyra entreprenörer inte hade fått ett sådant erbjudande.

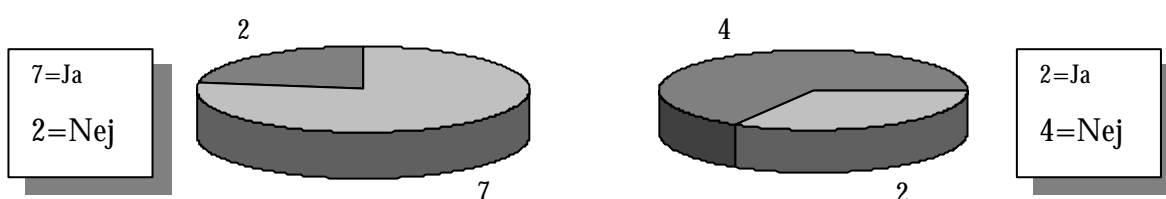


Diagram 8.8: Riskkapitalföretagens och entreprenörernas svarsfördelning angående hypotes H8.

- Majoriteten av riskkapitalföretag stödjer hypotes H4 men majoriteten av kuvösföretag gör det inte, och därmed falsifieras hypotesen enligt tidigare fastställda kriterier.

Sammanfattning: Ur hypotesprövningen av de bilaterala hypoteserna framgår att hypotes H4, H5, H7, och H8, falsifieras i enlighet med tidigare fastställda kriterier. Däremot fann vi stöd för hypotes H6 och i enlighet med tidigare fastställda kriterier kan den inte falsifieras.

9 Analys

Syftet med uppsatsen är:

”att beskriva principal-agent problemet och dess beståndsdelar, för att sedan se hur det tar sig uttryck i relationen mellan kuvösföretag och riskkapitalföretag.”

Beskrivningen av principal-agent problemet och dess beståndsdelar anser vi vara fullgjord i och med kapitel 3.

Inom ramen för analysen kommer vi därför att inleda med att analysera, utifrån vår empiriska undersökning och tidigare empirisk forskning, hur principal-agent problemet tar sig uttryck i relationen mellan kuvösföretag och riskkapitalföretag. Till grund för vår analys ligger hypotesprövningen från kapitel 8.

Därefter avser vi att analysera valda delar av undersökningsmaterialet som redovisades i kapitel 7, men som inte innefattades av hypoteserna. Föremål för ytterligare analys är t ex respondenternas syn på företagskuvöser och kuvösföreståndare samt deras inverkan på företag lokaliserade inom kuvöser.

9.1 Principal-agent problemet i relationen mellan kuvösföretag och riskkapitalföretag

Av intervjumaterialet som inhämtades i undersökningen framgår det vid jämförelser med tidigare empirisk forskning att flera skillnader och likheter kan identifieras. Hypoteserna kommer att analyseras efter vilken kategori de tillhör och inte i nummerordning.

9.1.1 Meningsskiljaktigheter avseende mål och syfte

Hypotes 4.

Riskkapitalföretagen anser med bred majoritet att det föreligger meningsskiljaktigheter mellan dem och entreprenörer angående entreprenörers verksamhet. Särskilt uppenbart blir detta när entreprenörens företag har en kraftig tillväxt och alternativen för fortsatt utveckling är många. Detta resonemang stöds av Molin (1996) och Kaplan & Atkinson (1998) som menar att olika handlingsalternativ ger upphov till intressekonflikter mellan principalen och agenten angående företagets långsiktiga mål.

Det faktum att riskkapitalföretagen har ett antal investeringar i sin portfölj (i vår undersökning 13,3 stycken i genomsnitt) som befinner sig i olika faser av livscykeln, kan innebära att det förekommer meningsskiljaktigheter med somliga av investeringsobjekten. Detta kan förklara varför nästan alla riskkapitalföretag upplever att meningsskiljaktigheter är vanligt förekommande.

Entreprenörerna å andra sidan, anser inte att det förekommer meningsskiljaktigheter i någon större utsträckning. Eventuellt kan detta bero av att de entreprenörer som ingått i vår undersökning har erhållit riskkapital relativt nyligen och att de inte på allvar upplevt den tillväxt som riskkapitalföretagen nämner ovan.

Ytterligare en anledning till att entreprenörerna inte upplever meningsskiljaktigheter i samma utsträckning som riskkapitalföretagen kan vara att de ofta bara har en extern finanssör att komma överens med.

I vår prövning av hypotes 4 framgick att den falsifierades enligt tidigare fastställda kriterier. Då detta strider mot tidigare empirisk forskning, och med ovan nämnda resonemang i tanke, kan vi dock ana att det är möjligt att utfallet blivit ett annat om undersökningen gjorts med samma urval fast vid en senare tidpunkt i kuvösföretagens livscykel.

Hypotes 4 måste ändå falsifieras då vår avsikt var att mäta uppfattningen hos kuvösföretag, vilka av naturliga skäl befinner sig i ett tidigt skede av livsnykeln.

9.1.2 Informationsasymmetri

Hypotes 6.

Att det föreligger informationsasymmetri i relationen mellan riskkapitalföretag och entreprenörer råder det ingen tvekan om då båda respondentgrupperna, med bred marginal, ansåg att så var fallet. Detta verifieras även av Rapp och Thorstenson (1994) som menar att principalens tillgängliga information aldrig är fullständig. Problem för riskkapitalföretagen uppstår dock först om det visar sig att denna asymmetri gäller väsentlig information.

Oavsett om informationsasymmetri råder, anser vi det inte vara ett problem förrän det uppstår meningsskiljaktigheter angående verksamhetens mål och syfte. Detta då icke förmedlad information ändå kommer till bästa användning via entreprenörens försorg.

Då en majoritet i vår undersökning stöder hypotes 6 kan hypotesen således icke falsifieras och lämnas därför åt vidare forskning.

9.1.3 Risk

Hypotes 1.

Enligt Jensen och Meckling (1976) ökar risken för oaktsamt beteende i takt med att en agents ägande minskar. Detta då agenten endast behöver stå för en mindre del av den kostnad som hans agerande ger upphov till. Majoriteten av riskkapitalföretagen i vår undersökning är också av denna uppfattning.

Utifrån ovan nämnda situation och inställning till en individs agerande vid ett minskat ägande, är det inte konstigt att riskkapitalföretagen lägger ner stora resurser på utvärdering och kontroll av den entreprenör de investerar kapital i. Vi tror även att detta kan vara en av anledningarna till att riskkapitalföretagen vill byta ut entreprenören som VD inom en inte för avlägsen framtid.

Då vår undersökning stöder hypotes 1 med bred majoritet kan hypotesen således icke falsifieras och lämnas därför åt vidare forskning.

Hypotes 2.

Negativt urval innebär bland annat att en agent ger en felaktig framställning av sig själv där han överdriver sina kvaliteter för principalen (Eisenhardt, 1989). I relationen vi undersökt angav riskkapitalföretagen att det är ett vanligt problem men att de har verktygen att

urskilja lycksökare på ett tidigt stadie i urvalsprocessen. Endast ett av riskkapitalföretagen medgav att de haft problem med negativt urval.

Vi anser dock, då syftet med portföljteori är att diversifiera bort risk, att detta även gäller risk för negativt urval. Vi tror att det ingår ett visst bortfall av entreprenörer eller projekt i riskkapitalföretags investeringskalkyl, och därför anser riskkapitalföretag att de inte har problem med negativt urval, dvs. problemet ligger inom kalkylen.

En av nackdelarna med negativt urval är att det drabbar de entreprenörer som inte är föremål för negativt urval, dvs. de passar riskkapitalföretagets profil väl. Varför vi är av denna uppfattning, är att det är kostsamt för riskkapitalföretag när det inträffar, vilket rimligen borde innebära att de andra portföljföretagen får dela på den kostnaden. Hur och när denna kostnad drabbar de andra portföljföretagen kan vi endast spekulera i, men en inte allt för avlägsen tanke är att entreprenörers företag kan bli en aning undervärderade.

Då vår undersökning motsäger tidigare forskning inom området angående hypotes 2, kan den således icke falsifieras och lämnas därför åt vidare forskning.

Hypotes 5.

Båda respondentgrupperna var överens om att opportunist inte förekommer inom ramen för deras samarbete. Dock hävdar Sapienza (1989), att i relationen mellan riskkapitalföretag och entreprenörer anses individer vara vinstmaximerare och därför uppstår opportunist i deras samarbete.

Sammantaget får ovanstående oss att tro att respondenterna kanske inte svarat helt sanningsenligt, då de inte gärna vill erkänna att just deras företag har den här typen av problem. Svaren kan därför ha varit av "akademisk" karaktär och inte avslöjat hela sanningen. Vidare står opportunist i nära relation till moral hazard, vilket riskkapitalföretagen uppgav var ett problem, och därför ligger det nära till hands att misstänka att även opportunist förekommer i relationen.

I enlighet med tidigare fastställda kriterier falsifierades hypotes 5, men med stöd av tidigare empirisk forskning anser vi att hypotesen inte kan falsifieras och lämnas därför som förslag till vidare forskning.

Hypotes 7.

Åsikterna huruvida entreprenörer är den part i relationen som är mer riskavert var av skiftande karaktär. Detta stöds av MacCrimmon & Wehrung (1986) som menar att riskattityder i stor utsträckning varierar mellan individer. Dock är Eisenhart's (1989) uppfattning att en principal har möjlighet att diversifiera sina investeringar och borde därför vara riskneutral.

I enlighet med respondenternas svar, är vår uppfattning att det är omöjligt att avgöra frågan med ett generellt svar. Vi tror att entreprenörers sociala och ekonomiska bakgrund måste vara känd för att kunna fälla ett avgörande, dvs. hur värderar entreprenörer t ex familj, pengar och risk. Härav anser vi frågan vara av individuell karaktär.

Hypotes 7 falsifierades i vår hypotesprövning, men då tidigare empirisk forskning är av olika uppfattning i frågan, lämnas hypotesen vidare för ytterligare prövning.

9.1.4 Kontroll av agenten

Hypotes 3.

Vår tolkning av Landström, (1991) är att kontroll av en agent har en central roll i principal-agent teorin. Vidare är det förknippat med svårigheter för privata och institutionella investerare att utöva denna kontroll. En anledning är att de har problem att agera som aktiva ägare eftersom deras portföljer är så omfattande, vilket gör att de inte har möjlighet att kontrollera varje enskilt företag i tillräcklig utsträckning. (Lipton & Lorsch, 1992)

Riskkapitalföretag upplever dock inte att kontroll av en agent är förenat med svårigheter. Tvärt om, de menar att de har tillgång till all väsentlig information via olika kontrollverktyg.

En av anledningarna till att riskkapitalföretag inte upplever kontrollsvårigheter kan vara att deras portfölj inte är lika omfattande som Lipton och Lorsch (1992) beskriver. Detta medför att riskkapitalföretag har större möjlighet att interagera med entreprenörer och därigenom utöva en mer informell kontroll.

Då det i vår undersökning saknas stöd för hypotes 3 falsifieras den enligt tidigare fastställda kriterier. Tidigare empirisk forskning stödjer dock hypotesen, men vi tror att förutsättningarna där kan ha varit annorlunda, vilket leder till att vi ändå falsifierar hypotesen.

9.1.5 Kontraktet

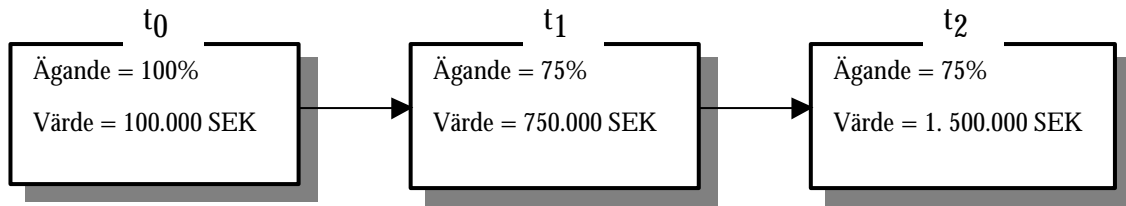
Hypotes 8.

Belöningsystem är ett bra kontrollverktyg som en principal kan använda för att förvissa sig om att en agent agerar enligt avtal. Det är ett enkelt sätt sporra en agent att på egen hand agera i linje med avtalet. (Tosi et al., 1997)

Riskkapitalföretagen är i stort sätt överens om att olika typer av belöningsystem är ett väl fungerande incitament för att uppmuntra ett visst beteende hos entreprenörer. Något förvånande speglas inte denna uppfattning hos entreprenörerna i vår undersökning då endast en tredjedel av dem arbetar enligt dessa villkor.

Vår uppfattning är att storleken på entreprenörers egna ägande i företaget kan vara avgörande för vilken typ av ersättning de erbjuds. Entreprenörerna i undersökningen är alla majoritetsägare vilket innebär att de har all anledning att agera i företagets bästa intresse. Följande exempel kan illustrera vårt resonemang:

En entreprenör har investerat 100.000 SEK i ett AB och äger vid denna tidpunkt (t_0) 100% av företaget. Vid tidpunkt (t_1) investerar ett riskkapitalföretag 900.000 SEK i entreprenörens företag i utbyte mot 25% ägarandel. Entreprenörens ägande motsvarar nu 75% och värdet av hans innehav är 750.000 SEK. Vid tidpunkt (t_2) har företaget genererat en värdetillväxt motsvarande 100%. Entreprenörens ägande är fortfarande 75% men värdet av hans innehav är nu 1.500.000 SEK (se figur 9.1). Vår slutsats är att entreprenörens majoritetsägande i sig fungerar som styrinstrument och belöningsystem. Detta då entreprenören uppmuntras att ta beslut som gynnar värdetillväxt i entreprenörens företag och därmed riskkapitalföretaget, vilka inte har andra förväntningar på entreprenörens företag än finansiell avkastning.



Figur 9.1: Entreprenörers majoritetsägande som styrinstrument och belöningsystem.

Då det råder oenighet mellan riskkapitalföretag och entreprenörer huruvida belöningsystem förekommer i deras relation, falsifieras hypotes 8 enligt tidigare fastställda kriterier. Vårt resonemang angående majoritetsägande hos en entreprenör anses inom teorin inte vara ett belöningsystem och påverkar således inte falsifieringen.

9.1.6 Sammanfattande kommentar

Alla riskkapitalföretag i undersökningen uppgav att de, utifrån den beskrivning som gavs i frågeformuläret (se bilaga 1), är införstådda med vad principal-agent problemet innebär. En majoritet av dem ansåg att det inte vållade några problem för dem.

Vid en summering av riskkapitalföretagens svar, vilka kopplades till våra åtta hypoteser, som var för sig knyter an till principal-agent teorin, framgår att de avviker från teorin i hälften av fallen, nämligen H₂, H₃, H₅, H₇.

Vi har tre olika förslag till varför det förhåller sig så här:

1. Tidigare empirisk forskning har främst koncentrerats till att belysa relationen mellan aktieägare och VD i stora företag (Eisenhardt, 1989). Relationen mellan riskkapitalföretag och kuvösföretag ser av förklarliga skäl något annorlunda ut, och av den anledningen kanske inte principal-agent teorin kan appliceras i den relationen i alla avseenden.
2. De riskkapitalföretag som ingick i undersökningen kanske ändå inte är medvetna om den spännvidd principal-agent teorin har och därför inte insåg att det var ett problem för dem.
3. Riskkapitalföretagen kan ha givit ett medvetet felaktigt svar i syfte att inte få företaget att framstå som problemfyllt.

Av de tre alternativen tror vi att något de två första förslagen är den troliga förklaringen till varför de avviker från principal-agent teorin. Anledningen till att vi inte tror att det tredje förslaget ligger till grund för avvikelserna, är att vi upplevde respondenterna som sanningsenliga och trovärdiga.

Angående de hypoteser där både riskkapitalföretag och entreprenörer ligger till grund för hypotesprövning, framkom att de har olika uppfattning gällande hypotes H₄ och H₈. Detta tror vi kan vara ett problem i sig, då de har olika uppfattning angående relationen. En förklaring kan dock vara att riskkapitalföretagen inte nödvändigtvis har investerat i de kuvösföretag som ingår i undersökningen.

9.2 Övrig analys

Resultatet av vår undersökning har fått oss att inse att bilden som förmedlades av företagskuvöser i kapitel 4, inte är representativ för de kuvöser som ingått i undersökningen. I kapitlet framställdes kuvöser som den ultimata katalysatorn för unga företag. Med hjälp av allehanda innovativa metoder och maximering av entreprenöriell begåvning skall företag gå igenom en kommersialiseringsprocess i syfte att öka företags ekonomiska utveckling. Dessa avsikter kan endast realiserars när kuvösföreståndaren och hans medarbetare besitter både generella och specifika kompetenser.

Entreprenörernas åsikt är att varken kuvösföreståndare eller deras medarbetare tillnärmelsevis förfogar över dessa kompetenser. Hjälpen de har erbjudits under "kuvöstiden" är av allmän karaktär och kan inte betecknas som avgörande för kuvösföretags framgång.

I enlighet med entreprenörernas åsikt, anser vi att kuvöserna i undersökningen fungerar som företagshotell, vilket i och för sig fyller en funktion, men inte den från början tänkta. Tanken måste väl ändå vara, oavsett branschfokus eller syfte, att kuvösverksamheten skall skapa livskraftiga företag inom en tidsbegränsad period.

Likt ett barn som vill bli av med stödhjulen på sin cykel, borde en entreprenör också vilja klara sig utan stöd så snabbt som möjligt. Låt vara att ingen av oss är en entreprenör, men vi kan inte tänka oss en som väljer att realisera sin affärsidé i kuvös, för att där idka social verksamhet. Vi anser därför att det är viktigt att tidsbegränsa vistelsen för en entreprenör i kuvös, då det kan verka som drivkraft till att fortare skapa ett självständigt och livskraftigt företag.

Att det vidare inte ställs några krav på kuvösföretag, förutom att subventionerad lokalhyra skall betalas, tycker vi känns konstigt då vi tror detta kan borga för ineffektivitet. Å andra sidan, vad är en framgångsrik kuvös och hur mäts det? Räknas företag som lämnar kuvösen eller antal skapade arbetstillfällen? Är framgång antal företag lokaliserade inom en kuvös eller räknas antal framstående professorer och forskare knutna till en kuvös? Vi har inte svaret, men det kan bli svårt att förbättra en kuvösverksamhet om det inte finns något att relatera till. Vi tror att en kuvös behöver givna krav och parametrar att följa för att underlätta förbättringsarbetet.

Vidare tror vi att det är viktigt att skilja på en företagskuvös och ett företagshotell. Båda fyller en viktig funktion men borde på ett bättre sätt förklara sin profilering för sina respektive intressenter. Vi menar att en företagskuvös borde vända sig mot innovatörer, som är i större behov av kommersiell vägledning än en entreprenör, och att företagshotell borde rikta sin uppmärksamhet mot entreprenörer, då dessa ofta besitter bättre affärsmannaskap.

Då merparten av kuvöserna i vår undersökning fortfarande befinner sig i stark utveckling, är det alldeles för tidigt att uttala sig om deras kommande framgång. Vi har dock märkt vid våra besök att vilja och förutsättningar finns för att lyckas.

Avslutningsvis efterlyste majoriteten av entreprenörer bättre kunskap hos kuvösföreståndare om hur och var de söker riskkapital. En bra och enkel väg till denna kunskap erhålls genom medlemskap i Svenska Riskkapitalföreningen, se bilaga 4.

9.3 Förslag till fortsatt forskning

Utifrån vår empiriska forskning framgick att tre hypoteser (H_1 , H_2 och H_6), enligt tidigare fastställda kriterier, icke kunde falsifieras och lämnas därmed som förslag till vidare forskning och ytterligare prövning.

Det skulle också vara intressant att pröva samtliga hypoteser på ett annat urval av kuvösföretag. Företrädesvis sådana som befinner sig i ett senare skede av livscykeln för att se huruvida principal-agent teori passar bättre in på det urvalet.

Till vår stora förvåning upptäckte vi att all litteratur vi använt oss av inom ramen för principal-agent teori, som syftar till att beskriva interaktion mellan riskkapitalföretag och entreprenör, endast fokuserar på riskkapitalföretag. Oss veterligen finns det ingen empirisk forskning angående entreprenörers syn på parternas samarbete. Det skulle därför vara intressant att vidare utreda och analysera parternas interaktion, men med fokus på entreprenörer.

9.4 Tänkvärt

Att ta in ett riskkapitalföretag som delägare innebär att de ursprungliga ägarnas procentuella andel i företaget minskar. Syftet är dock att ett företag skall expandera mer kraftfullt genom riskkapitalföretags medverkan, och därmed kan värdet på de ursprungliga ägarnas andel i företaget ändå bli större. (Tovman, 1999) Nackdelen, om än något filosofisk, kvarstår dock. – en entreprenör tvingas ge avkall på den frihet vilken ofta anges som en av de mest avgörande skälen till varför han överhuvudtaget startade ett företag. Anledningen till varför vi säger *tvingas*, är att det framkom i vår undersökning bland entreprenörer att friheten är priset de får betala för att klara av den tillväxt som de anser vara nödvändig. Något verkligt alternativ till finansiering existerar inte i dagsläget.

Litteraturförteckning

Allen, W. T. (1992), Delaware Court of Chancery, "Redefining the role of outside directors in an age of global competition", presented at Ray Garrett Jr., Corporate and Securities Law Institute, Northwestern University, Chicago, April 1992

Andersen, H. (1994), "Vetenskapsteori och metodlära: introduktion", Studentlitteratur, Lund

Anthony, R. N. & Govindarajan, V. (1995), "Management control systems", 8:e uppl., R. R Donnelly & Sons Company, USA

Arrington, E. & Francis, G. (1989), "Letting the cat out of the bag: Deconstruction, privilege, and accounting research", Accounting, Organizations & Society, 14: 1-28

Baiman, S. (1982), "Agency Research in Managerial Accounting: A Survey", Journal of Accounting, Literature 1: 154-213

Baiman, S. (1990), "Agency Theory in Managerial Accounting: A Second Look", Accounting, Organizations, and Society, No. 15 s. 341-371.

Brown, C. M. (1998), "The business factory", Vol. 29, Issue 3, s. 119-126, Black Enterprise, New York

Buss, D. (1997), "Bringing new firms out of their shell", Vol. 5, Issue 3, s. 48-50, Nation's Business, Washington

Chandler, A. (1962), "Strategy and structure", New York, Doubleday

Claesson, K. & Hiller, P. (1983), "Investeringsprocessen i några svenska verkstadsföretag", Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm (EFI), Stockholm

Clegg, S. R., Hardy, C. & Nord, W. R. (1996), "Handbook of Organization Studies", SAGE Publications Ltd.

Eisenhardt, K. M. (1985), "Control: Organizational and economic approaches", Management Science, No. 31, s. 134-149

Eisenhardt, K. M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review", Academy of Management Review, Vol 14, No. 1, s. 57-74

Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, 88, 288-307

Fox, R. (1984), "Agency theory: A New Perspective.", Management Accounting, 62: 36-38

Grandinson, et al. (1998), "A comparative study of Venture Capital Companies in Silicon Valley, Singapore and Sweden", Swedish case study, KTH, Stockholm

Hagberg, J., Ivarson, P. & Johansson, M. (1995), "Investeringsprocessen i små och medelstora västsvenska företag – en studie av orsaker till avvikelser från klassisk investeringsteori", Magisteruppsats, Högskolan i Borås

Hamilton, G. (1996), "Risk Management 2000", Studentlitteratur, Lund 1996

- Hansson, S-O. (1983), " *Vetenskap och ovetenskap: om kunskapens hantverk och fuskverk*", Tidens förlag, Stockholm
- Harrison, P D. & Harrell, A. (1993), " *Impact on Adverse Selection on Managers Project Evaluation*", Academy of Management Journal, Vol 36, s. 635-645. Mississippi State, June 1993
- Hart, O. (1995a), " *Firms, Contracts, and Financial Structure*", Clarendon Press, Oxford
- Hart, O. (1995b), " *Corporate Governance: Some theory and implications*", The Economic Journal 105, 678-689
- Hartman, T. & Lindblom, T. (1981), " *Kalkylränta – Prissättning – Investering: en empirisk studie av svenska kraftföretag*", Göteborgs Universitet, Göteborg
- Holmström, B. (1999), " *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*", Review of Economic Studies, No. 66, s. 169-182
- Holmström, B. (1979), " *Moral hazard and observability*", The Bell Journal of Economics, No.10, s. 74-91
- Hägg, I. & Wiedersheim-Paul, F. (1994), " *Modeller som redskap*", Liber Hermods, Malmö
- Isaksson, A. (1999), " *Effekter av venture capital i Sverige - Vad betyder venture capital för de små företagens tillväxt?*", Handelshögskolan i Umeå
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), " *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*", Journal of Financial Economics, Vol 3, s. 305-360
- Jensen, M. C. (1983), " *Organization theory and methodology*", Accounting Review, 56, s. 319-338.
- Jensen, M. C. & Smith, C. W. (1984), " *The Modern Theory of Corporate Finance*", North-Holland Publishing Company
- Kam, V. (1990), " *Accounting Theory*", John Wiley & Sons, Singapore
- Kaplan, R. S & Atkinson, A. A (1998), " *Advanced Management Accounting*", 3 ed, Printice Hall Inc.
- Kotler, P., Armstrong, G., Saunders, J. & Wong, V. (1996), " *Principales of Marketing*", The European edition, Prentice Hall Europe
- Landström, H. (1991), " *Private Investors in Sweden: An Agency Theory Approach*", Lund Institute of Technology
- Landström, H. (1993), " *Informal risk capital in Sweden and some international comparisons*" Journal of Business Venturing, nr. 7
- Larsson, O. & Moen, T. (1998), " *Venture capital – Differences and similarities between Swedish and American venture capital firms*", C-uppsats, Stockholms Universitet
- Lekvall, p. & Wahlbin, C. (1993) " *Information för marknadsföringsbeslut*", IHM Förlag AB, Göteborg
- Lindholm-Dahlstrand, Å. & Wikström, A. (1998), " *Teknikpark Som Tillväxtmiljö*", Rapport skriven på uppdrag av Teknikbrostiftelsen i Stockholm.

- Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", The Business Lawyer; Vol. 48, s. 59-77, November 1992
- MacCrimmon, K & Wehrung, D. (1986), "Taking Risks: The Management of Uncertainty", New York: Free Press
- Mace, M. L. (1971), "Directors: Myth and Reality" Harvard Business School, Boston
- Malhotra, N. K. (1996), "Marketing Research: an applied orientation", Second edition, Prentice Hall (UK) Ltd.
- Meeder, R. A. (1993), "Forging the Incubator: how to design and implement a feasibility study for business incubation programs", Copyright 1993, National Business Incubation Association
- Molin, J. (1996), "Essays on Corporate Finance and Governance", Stockholm school of economics
- Molnar, L. A., DePietro, R. & Gillette, L. (1996), "Sustaining Economic Growth; The Postive Impact of the Michigan Incubator Industry 1985– 1995", Copyright 1996, National Business Incubation Association
- Morck, R., Shlifer, A & Vishny, R. W. (1989), "Alternative Mechanisms for Corporate Control", The American Economic Review, Vol, 79, No. 4, s. 842-852
- National Encyklopedin, (1994), Fjortonde bandet, Bokförlaget Bra Böcker AB, Höganäs
- Parks, J. M. & Conlon, E. (1995), "Compensation contracts: Do agency theory assumptions predict negotiated agreements?", Academy of Management Journal, Vol,38, No. 3, s. 821-833
- Patel, R. & Davidson, B. (1994), "Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning", Studentlitteratur, Lund
- Rapp, B. & Thorstenson, A. (1994), "Vem skall ta risken?", Studentlitteratur, Lund
- Russel, G. R. et al., (1996), "Growing Success – helping companies to generate wealth and create jobs through business incubation", Midland Print Operations, London
- Sapienza, H. J. (1989), "Variations in Venture Capitalist-Entrepreneur Relations", Bell & Howell Company, Michigan
- Sapienza, H. J. & Gupta, A. K. (1994), "Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction", Academy of Management Journal, Vol. 37, No. 6, s. 1618-1632
- Shliefer, A. & Vishny, R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance No. 2, June 1997
- Sinkey, J. F. (1992), "Commercial Bank Financial Management", 4 ed, Macmillan Publishing Company, New York
- Sjöstrand, S-E. (1985), "Samhällsorganisation", Doxa, Lund
- Smilor, R.W. & Gill, M.D. (1986), "The New Business Incubator: Linking Talent, Technology, Capital and Know-How", D.C., Heath and Company/Lexington, Massachusetts/Toronto
- Smith, A. (1937), "An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations", Cannan Edition, New York. (Reviderad utgåva av 1776 års version.)

Svenska Riskkapitalföreningens Medlemsmatrikel 1999-2000, Compro Media AB

Tosi, H. L. et al. (1997), "Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making", *Academy of Management Journal*; Mississippi State; June 1997, Vol. 40 No. 3, s. 584-602

Tovman, P. et al. (1999), "Finansieringsmöjligheter för tillväxtföretag – Några råd på vägen", Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige

Wallén, G. (1993), "Vetenskapsteori och forskningsmetodik", Studentlitteratur, Lund

Weisbach, M. (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, No. 20, s. 431-460

Williamson, O. E. (1975), "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust implications: a study in the economics of internal organization", Free Press, New York

Williamson, O. E. (1988), "Corporate finance and Corporate Governance", *The Journal of Finance* 43, 567-591

Wransby, G. & Östlund, U. (1997), "Företagets finansiella miljö", Wransby/Österlund förlag

Zider, B. (1998), "How venture capital works", *Harvard Business Review*, Vol. 76, Issue 6, s.131-139

Östberg, B., Appelberg, G., Wassgren, S., Landell, E., Hörnlund, A & Isaksson, A. (1998), "Entreprenörsfonder; Riskkapital till växande småföretag", Danegårds Grafiska AB, Stockholm

Tidningsartiklar

Computer Sweden, 1999-11-01, "Företagskuvöser fångar snabbväxaren"

Dagens Industri, 1999-09-24, "Facket rasar mot enskildas rekordlöner"

Bilaga till Dagens Industri, december 1999, "Riskkapital – En tidning om företag, tillväxt och venture capital", Svenska Riskkapitalföreningen

Ny Teknik, 1999-06-10, "Riskkapital sätter fart på tillväxten"

SAF – Tidningen, 1999-09-24, "Förmånspaket avgör val av arbetsgivare"

TT – Nyhetsbanken, 1999-03-18, "Pharmacia & Upjohn-chef tjänade 40 miljoner"

Venture Cup, Bilaga till Dagens Nyheter, "Hjälp, jag har en idé – men inget kapital"

Vision, 1999-05-05, "Stenbeck ger chefer 300 miljoner i bonus"

Internetadresser

<http://www.iva.se/connect/riskkapital>, 1999-11-11

<http://www.pi.se/vencap/>, 1999-12-27

<http://www.nutek.se/riskkapital/fonder.pdf>, 1999-12-28

<http://www.pi.se/vencap/verksamhet.html#risk>, 1999-12-29

<http://www.chalmersinnovation.com/varterbjudande/>, 2000-01-03

Intervjuer

Sakkunniga

Dr. David Nordfors, anställd av KK-Stiftelsen i Stockholm, har sedan 1995 forskat kring företagskuvöser i Israel, 1999-09-27

Johan Larsson, doktorand vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping, 1999-11-05

Tom Berggren, verkställande ledamot för Svenska Riskkapitalföreningen, 1999-12-01

Företagskuvösföreståndare

Joakim Nilsson, koordinator vid Creative Center Business Incubator, 1999-11-17

Therese Sjölund, koordinator vid Creative Center Business Incubator, 1999-11-17

Mathias Josefsson, initiativtagare till Creative Center Business Incubator, 1999-11-17

Martin Rosenberg, affärsrådgivare vid Stockholms Teknikhöjd AB, 1999-12-03

Gerth Christiansson, initiativtagare och VD för Videúm Fastighets AB, 1999-12-15

Martin Skoglund, affärsrådgivare vid Chalmers Innovation, 1999-12-17

Christer Hedman, initiativtagare och VD för Sahlgrenska Biomedical Innovation Center (SBIC), 1999-12-17

Entreprenörer

Joakim Uväng, VD och delägare till Idebörsen AB, 1999-11-19

Ingvar Eriksson, VD och delägare till Novator AB, 1999-12-07

Erik Eriksson, delägare till reCulture AB, 1999-12-07

Jacob Stedman, VD och delägare till Stedman Development AB, 1999-12-15

Rickard Bränemark, VD och delägare till Integrum AB, 1999-12-17

Kristian Axelsson, delägare till icomera AB, 1999-12-17

Mats Håkansson, delägare till i2i – Software and Consulting AB, 2000-01-08

Mattias Fahlén, delägare till Metafos Business Development AB, 2000-01-15

Representanter från riskkapitalbolag

Johan Wachtmeister, VD för Ledstiernan Partners AB, 1999-12-01

Martin Falkevall, analytiker vid Swedestart Management AB, 1999-12-02

Gündor Rentsch, VD för I Teknisk Partner Invest AB, 1999-12-02

Urban Lindskog, VD för Catella IT AB, 1999-12-02

Anders Eklund, VD för Centrecourt AB, 1999-12-03

Pär-Jörgen Pärson, VD för Cell Ventures AB, 1999-12-03

Fredrik Lindblad, finansiell chef för Startupfactory AB, 1999-12-06

Claes-Göran Fridh, VD för Affärsstrategerna i Sverige AB, 1999-12-07

Kerstin Elmquist, personal- & kontorschef vid IM Innovationsmäklarna AB, 1999-12-07

Bilaga 1. Frågeformulär till riskkapitalföretag

Förberedande frågor till kommande intervju.

Vi vill inleda med att tacka Er för att Ni ställer upp och stödjer oss i vårt uppsatsarbete.

Som vi tidigare nämnt, syftar uppsatsen till att beskriva relationen mellan riskkapitalföretag och företag som befinner sig i ett "start-up" skede. Framför allt är vi intresserade av de unga företag och entreprenörer som befinner sig i en företagskuvös.

Vi ber Er att fylla i formuläret så noggrant och utförligt som möjligt vilket kommer att underlätta den kommande intervjun väsentligt. Frågeformuläret kan verka omfattande men det består till största delen av JA/Nej frågor. Detta gör att det tar relativt kort tid att fylla i. Frågeformuläret skall returneras till oss vid intervjutillfället som enligt överenskommelse äger rum

_____.

Med vänlig hälsning,

Henrik Jansson

Per Sundström

Inledande frågor om Ert företag:

Företagets namn: _____

Företagets grundande/år: _____

Bolagstyp: _____

Ert namn: _____

Er befattning: _____

Förvalt kapital: _____

Investerat kapital: _____

Minsta investering (Kr): _____

Största investering (Kr): _____

Industri preferenser – ange branschinriktning och rangordna dem:

1. _____

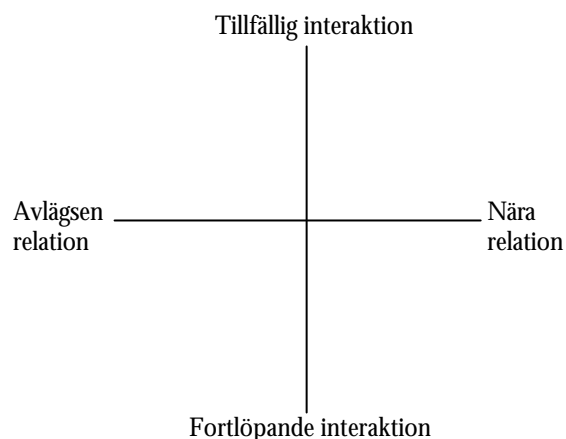
2. _____

3. _____

4. _____

Frågor om riskkapitalföretags strategi:

1. Markera med X i figuren nedan där Ni anser att Ert företag befinner sig.
Figuren avser att visa till vilken grad Ni interagerar med Era investeringsobjekt.



2. Hur stor andel av Er totala portfölj investeras i nedanstående skeden:

Pre-startup: _____ %

Start up: _____ %

Expansion: _____ %

Övrigt: _____ %

Summa = 100 %

3. Hur många procent i investeringsobjektet

Föredrar Ni att äga: _____ %

Äger Ni vanligtvis: _____ %

4. Har Ni förutbestämda variabler som avgör om ett investeringsobjekt är intressant? Ringa in ett av svarsalternativen nedan.

Ja Nej Ingen uppfattning

5. Erbjuder Ni handledning till investeringsobjektet (strategi, marknadsföring, affärskontakter etc.)?

Ja Nej Ingen uppfattning

6. Kräver Ni mandat i investeringsobjektet? (styrelsepost eller liknande)

Ja Nej Ingen uppfattning

7. Enligt media och politiker finns det ett överskott av kapital i Sverige just nu. Påverkar detta Er investeringsstrategi?

Ja Nej Ingen uppfattning

8. Hur sker vanligtvis Ert utträde ur investeringsobjektet?

9. Generellt sätt, över hur lång tid löper Era investering? _____

Principal-agent problematiken:

Principal-agent teorin hävdar att det alltid kommer att uppstå problem när en principal (uppdragsgivare) delegerar arbete till en agent (uppdragstagare). I grunden består problemet av att det är svårt och/eller för dyrt för principalen att kontrollera agentens beteende. Både principalen och agenten förutsätts vara vinstmaximerande individer. Detta innebär således att när ägande och styrning är skilt mellan de båda, kommer agenten inte alltid ta de beslut vilka ligger i principalens främsta intresse. Härav kommer det att uppstå förvaltkostnader (agency costs) för principalen när denne skall förmå agenten att agera i principalens intresse.

För riskkapitalbolag gäller det således att förvissa sig om att det investerade kapitalet används och förvaltas som överenskommet.

Frågor om Principal-agent problematiken:

10. Är Ni medvetna om problemet som är beskrivet ovan? Ringa in ett av svarsalternativen nedan.

Ja Nej Ingen uppfattning

11. Är Principal/Agent problemet ett problem för Er?

Ja Nej Ingen uppfattning

11. Upplever Ni att Ni har mindre information om entreprenörens företag än vad entreprenören har?

Ja Nej Ingen uppfattning

12. Upplever Ni att entreprenören och Ni har olika inställning till risk?

Ja Nej Ingen uppfattning

13. Förekommer det att entreprenören agerar opportunistiskt på Er bekostnad, dvs. utnyttjar förmåner som inte belastar entreprenörens privata ekonomi?

Ja Nej Ingen uppfattning

14. Förekommer det att Ni och entreprenören har olika uppfattning om mål och syfte med entreprenörens verksamhet?

Ja Nej Ingen uppfattning

15. Använder Ni någon form av incitament (t ex. olika typer av belöningsystem) för att styra entreprenörens beteende?

Ja Nej Ingen uppfattning

16. Är ovanstående incitament kontraktsbundna?

Ja Nej Ingen uppfattning

17. Är det en fördel för Er när kontraktet utformas att entreprenören ofta besitter mindre affärsvana än Er?

Ja Nej Ingen uppfattning

18. Förekommer det att Ni och entreprenören har olika uppfattning om hur kontraktet skall tolkas och följas?

Ja Nej Ingen uppfattning

19. Använder Ni Er av någon sorts kontrollsystem för att kontrollera entreprenörens beteende (månadsrapporter, aktivt deltagande i verksamheten, etc.)?

Ja Nej Ingen uppfattning

20. Anser Ni att risken för oaktsamt beteende hos entreprenören ökar i takt med att entreprenörens egna ägande minskar i företaget?

Ja Nej Ingen uppfattning

21. Händer det att entreprenörer endast söker kortsiktiga vinster?

Ja Nej Ingen uppfattning

Följande frågor och påståenden behandlar ägande och kontroll:

22. Större affärserfarenhet hos entreprenören leder till mindre interaktion från Er med entreprenören? Ringa in ett av svarsalternativen nedan.

Ja Nej Ingen uppfattning

23. Ju mer komplex entreprenörens produkt är, desto mer interaktion krävs?

Ja Nej Ingen uppfattning

24. Ju högre grad av konsensus angående entreprenörens verksamhet, desto mindre interaktion krävs?

Ja Nej Ingen uppfattning

25. Förutom faktorerna i frågorna 22, 23 och 24, vilka andra faktorer påverkar graden av interaktion mellan Er och entreprenören?

26. Händer det att Ni ersätter bolagets grundare/entreprenör som VD mot dennes vilja?

Ja Nej Ingen uppfattning

27. Har entreprenören fri förfogande rätt över det investerade kapitalet?

Ja Nej Ingen uppfattning

Följande frågor behandlar Er uppfattning om företagskuvöser och företagskuvösföretag:

En företagskuvös har som främsta uppgift att "föda fram" starka och livskraftiga företag genom att erbjuda handledning inom områdena administration, marknadsföring, affärskontakter, strategi, produktutveckling etc. Entreprenören får under en begränsad tidsperiod hyra en lokal i företagskuvösen där det råder en innovativ och positiv anda. Tanken är att entreprenörerna, tillsammans med kuvöschefen, skall sporra varandra till att utveckla sina idéer och företag för att efter två till tre år slussas ut och därmed fungera som självständiga och konkurrenskraftiga företag.

28. Känner Ni till fenomenet företagskuvös som det är beskrivet ovan? Ringa in ett av svarsalternativen nedan.

Ja Nej Ingen uppfattning

29. Har Ni någon gång investerat i ett företagskuvösföretag?

Ja Nej Ingen uppfattning

30. Anser Ni att företagskuvöser "föder fram" intressanta investeringsobjekt?

Ja Nej Ingen uppfattning

31. Generellt sett, anser Ni att det är förknippat med mindre risk att investera i ett kuvösbolag än ett icke kuvösföretag?

Ja Nej Ingen uppfattning

32. Är Ni medveten om vilken roll föreståndaren för företagskuvösen, dvs. kuvöschefen, har?

Ja Nej Ingen uppfattning

33. Förekommer det att Ni erbjuder kuvöschefen någon sorts belöningsystem om investeringen faller väl ut?

Ja Nej Ingen uppfattning

34. Är entreprenörens bakgrund och person viktig när Ni överväger att investera i entreprenörens verksamhet?

Ja Nej Ingen uppfattning

35. Spelar investeringsobjektets geografiska belägenhet någon roll?

Ja Nej Ingen uppfattning

36. Känner Ni till SwedPark och/eller SwedSpinn?

Ja Nej Ingen uppfattning

Vi försäkrar Er om att Era uppgifter kommer att behandlas konfidentiellt samt att de utgör en viktig del av vår magisteruppsats. Av denna anledning är vi Er djupt tacksamma för Ert deltagande. Har Ni kommentarer och/eller övriga upplysningar angående frågeformuläret, var god att meddela oss detta vid intervjutillfället.

Med vänlig hälsning,

Henrik Jansson

Per Sundström

Bilaga 2. Underlag till intervju med Entreprenörer

Ert namn: _____

Företagets namn: _____

Företagets lokalisering (Ort, kuvös): _____

Bolagstyp: _____

Allmänna frågor angående företaget och företagskuvösen

1. Vem äger företaget?
2. Företagets inriktning (Bransch)?
3. Antal anställda?
4. När grundades företaget?
5. Hur lång tid har företaget varit lokaliserad i kuvös?
6. Vilka krav ställs på Dig och Ditt företag under kuvöstiden?
7. Upprättas det ett kontrakt mellan Ditt företag och kuvösen? Om Ja, vad regleras i kontraktet?
8. Är lokalhyran marknadsmässig eller subventionerad?
9. Hur är det tänkt att Ditt företag skall lämna kuvösen
10. Vilka är fördelarna med kuvös för Dig och Ditt företag?
11. Vilka är nackdelarna med kuvös för Dig och Ditt företag?

Frågor angående entreprenörens relation till riskkapitalföretag

12. Hur marknadsför Du Dig och Ditt företag mot riskkapitalföretag?
13. Har Ditt företag erhållit riskkapital?
14. Hur många riskkapitalföretag har investerat i Ditt företag?
15. Hur stort andel av Ditt företag äger riskkapitalföretaget?
16. Hur stor andel av företaget hade riskkapitalföretaget önskemål om att köpa?
17. Har Du och riskkapitalföretaget olika inställning till risk? På vilket sätt?
18. Lämnar Du utförlig information angående Ditt företag till riskkapitalföretaget?
19. Hur sker rapporteringen?

20. Anser Du, att Du har tillgång till väsentlig information angående Ditt företag som riskkapitalföretaget inte har tillgång till?
21. Upplever Du att riskkapitalföretaget noggrant kontrollerar Ditt beteende? På vilket sätt?
22. Har Du och riskkapitalföretaget skilda meningar angående företagets (långsiktiga) mål? På vilket sätt?
23. Vilka olika typer av incitament (belöningsystem) använder riskkapitalföretaget för att sporra/styra Ditt beteende?
24. Är incitamenten kontraktsbundna?
25. Vad (utöver incitamenten) regleras i kontraktet?
26. Över hur lång tid löper riskkapitalföretaget investering i Ditt företag?
27. Hur stort är riskkapitalföretaget avkastningskrav?
28. Har VC-bolaget andra förväntningar på Ditt företag än ekonomisk avkastning?
29. Förekommer det att riskkapitalföretaget erbjuder hjälp/handledning till Dig? Om Ja, vilken typ?
30. Enligt Din uppfattning, är det vanligt att VC-bolag vill ersätta entreprenören som företagets VD? Om Ja, på vilka grunder?
31. Regleras det i kontraktet hur du får förfoga över riskkapitalet? Om Ja, hur?
32. Har det hänt, efter det att Ditt företag erhöll riskkapital, att Du tagit Dig större friheter än tidigare, dvs. unnat Dig extra förmåner som belastat företaget?

Frågor angående Kuvösföreståndaren

33. Enligt Din uppfattning, vilken uppgift/roll bör en kuvösföreståndare ha?
34. Uppfyller kuvösföreståndaren dessa kriterier?
35. Vilken typ av handledning erbjuder kuvösföreståndaren Dig och Ditt företag?
36. Har kuvösföreståndaren mandat i Ditt företag?
37. Anser Du att kuvösföreståndaren bör ha ett eget ekonomiskt intresse i kuvösföretagen?
38. Hur kontrollerar Du att kuvösföreståndaren sköter sina uppgifter på ett tillfredsställande sätt?
39. Anser du att företagskuvöser föder fram intressanta investeringsobjekt för VC-bolag?

Bilaga 3. Underlag till intervjuer med kuvösföreståndare

Ert namn: _____

Er befattning: _____

Kuvösens namn: _____

Kuvösernas lokalisering (Ort): _____

Kuvösens start-år: _____

Antal anställda: _____

Bolagstyp: _____

Allmänna frågor angående företagskuvösen

1. Vem äger kuvösen?
2. Kuvösens branschriktning?
3. Antal företag i kuvösen?
4. Vilka faktorer avgör om ett företag skall tas upp i kuvösen?
5. Hur lång tid stannar företaget i kuvösen?
6. Hur många företag har lämnat er kuvös?
7. Hur många är fortfarande aktiva?
8. Vilka krav ställs på entreprenören under kuvöstiden?
9. Upprättas det ett kontrakt mellan entreprenören och kuvösen?
10. Vad regleras i kontraktet?
11. Är hyrorna marknadsmässiga? Varför, varför inte?
12. Hur lämnar företaget kuvösen?
13. Vilka är fördelarna med kuvös för entreprenören och hans företag?
14. Vilka är nackdelarna med kuvös för entreprenören och hans företag?

Frågor angående relationen mellan entreprenörens företag och riskkapitalföretag.

15. Hur marknadsför sig kuvösföretagen mot riskkapitalföretag?
16. Hur många av kuvösföretagen här har erhållit riskkapital?

17. Anser Du att entreprenörer och riskkapitalföretag har olika inställning till risk? På vilket sätt?
18. Anser Du att entreprenörer har mer info. angående sitt företag än riskkapitalföretaget?
19. Upplever entreprenörer att riskkapitalföretag noggrant kontrollerar deras beteende?
20. Anser Du att entreprenörer och riskkapitalföretag har skilda meningar angående entreprenörers företags (långsiktiga) mål? På vilket sätt?
21. Vilka olika typer av incitament (belöningsystem) använder riskkapitalföretag för att styra entreprenörers beteende?
22. Är det vanligt att riskkapitalföretag erbjuder hjälp/handledning till entreprenörer? Vilken typ?
23. Är det vanligt att riskkapitalföretag ersätter entreprenören som företagets VD?
24. Om Ja, på vilka grunder?
25. Anser Du att företagskuvöser föder fram intressanta investeringsobjekt för riskkapitalföretag?

Frågor angående Kuvösföreståndarens roll och uppgifter

26. Vilken uppgift har kuvösföreståndaren här?
27. Generellt sätt, vilken roll/uppgift bör kuvösföreståndaren ha?
28. Vilken bakgrund har kuvösföreståndaren här?
29. Varför vill man bli kuvösföreståndare?
30. Vem avlönar kuvösföreståndaren?
31. Har kuvösföreståndaren mandat i kuvösföretagen?
32. Händer det att kuvösföreståndaren erbjuds någon sorts belöning av riskkapitalföretag om just deras investering faller väl ut?
33. Vilken typ av handledning erbjuder kuvösföreståndaren kuvösföretagen?
34. Vem kontrollerar att kuvösföreståndaren sköter sina uppgifter på ett tillfredsställande sätt?
35. Vem rapporterar kuvöschefen till angående kuvösens verksamhet?

Bilaga 4. Svenska Riskkapitalföreningen

Svenska Riskkapitalföreningen

Svenska Riskkapitalföreningen bildades 1985 och är en obunden ideell intresseförening för företag och personer som verkar inom den svenska riskkapitalbranschen. Föreningens målsättning är att i olika sammanhang verka för en väl fungerande riskkapitalmarknad i Sverige. Med riskkapital menas den del av riskkapitalmarknaden som avser investeringar i onoterade företag med ett aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang.

Svenska riskkapitalföreningen har ca 250 medlemmar varav drygt 80 tillhör kategorin "Aktiva Företagsmedlemmar" som investerar i onoterade företag med ett aktivt ägarengagemang. Föreningen har ca 50 "Associerade Företagsmedlemmar" som agerar på riskkapitalmarknaden men som ej investerar. Resterande är individuella medlemmar som har ett intresse för riskkapital, t ex privata investerare, rådgivare etc.

Ett medlemskap i Svenska Riskkapitalföreningen rekommenderas alla som är intresserade av riskkapitalfrågor. Ett medlemskap ger tillgång till information om aktiviteter på marknaden, inbjudan till föreningens luncher med aktuella föredragshållare, presentation i föreningens matrikel och på hemsidan, tillgång till föreningens utbildning som i första hand ges till föreningens medlemmar, rabatterade priser vid föreningens luncher och inbjudningar till olika arrangemang.¹⁵

Särskild medlemsansökan med uppgifter om de olika medlemskategorierna återfinns i Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel (1999-2000) som kan beställas på telefon: 08-678 30 90, eller via e-mail: info@vencao.se.

¹⁵ <http://www.pi.se/vencap/>

Bilaga 5. Företagsprofiler

Ledstiernan Partners AB

Respondentens namn:	Johan Wachtmeister
Respondentens befattning:	VD
Företagets grundande:	1984
Antal anställda:	IU
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	30-32 stycken
Antal företagskuvösbolag i portföljen:	8 stycken
Förvalt kapital:	500 MSEK
Investerat kapital:	300 MSEK
Minsta investering:	3-4 MSEK
Största investering:	60-75 MSEK
Generell investeringstid:	3-5 år
Geografisk preferens:	I första hand Sverige

Verksamhetsområde:

Ledstiernan har tillsammans med externa investerare startat en fond som lyder under Ledstiernan Partners AB. Fonden, som startades 1999, investerar i unga onoterade företag inom främst IT, data och infokom med sikte på den nya WAP-tekniken. Inom aktiebolaget förvaltas ytterligare 200 MSEK.

Swedestart Management AB

Respondentens namn:	Martin Falkevall
Respondentens befattning:	Analytiker
Företagets grundande:	1996
Antal anställda:	IU
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	17 stycken
Antal företagskuvöbolag i portföljen:	2-3 stycken
Förvalt kapital:	300 MSEK
Investerat kapital:	160 MSEK
Minsta investering:	2 MSEK
Största investering:	25 MSEK
Generell investeringstid:	3-7 år
Geografisk preferens:	Sverige

Verksamhetsområde:

Swedestart investerar i nystartade eller unga högteknologiska företag verksamma inom IT/Internet, Health care och Life science som har en potential för en snabb internationell tillväxt. Swedestart Management AB var tidigare en del av riskkapitalbolaget Euroventures Management AB vilket grundades 1985.

Catella IT AB

Respondentens namn:	Urban Lindskog
Respondentens befattning:	VD
Företagets grundande:	1998
Antal anställda:	IU
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	4 stycken
Antal företagskuvöbolag i portföljen:	0
Förvalt kapital:	40 MSEK
Investerat kapital:	40 MSEK
Minsta investering:	2 MSEK
Största investering:	30 MSEK
Generell investeringstid:	IU
Geografisk preferens:	Ingen uttalad, men ju närmare desto bättre.

Verksamhetsområde:

Catella IT investerar i, och utvecklar som aktiv delägare, tillväxtföretag i tidiga skeden inom IT/Internet och telekommunikation. Catella IT är ett dotterbolag till Catella Holding AB.

I Teknisk Partner Invest

Respondentens namn:	Gündor Rentsch
Respondentens befattning:	Senior Partner
Företagets grundande:	1996
Antal anställda:	3
Bolagstyp:	Aktiebolag (registrerat i Holland)
Antal investeringsobjekt i portföljen:	10 stycken
Antal företagskuvösbolag i portföljen:	0
Förvaltad kapital:	IU
Investerat kapital:	40 MSEK
Minsta investering:	250 TSEK
Största investering:	11,2 MSEK
Generell investeringstid:	4-6 år
Geografisk preferens:	Sverige, i undantagsfall även övriga Europa

Verksamhetsområde:

ITP investerar uteslutande i företag som befinner sig i en expansions- eller mognadsfas och som har en stark koppling till IT.

Cell Ventures AB

Respondentens namn:	Pär-Jörgen Pärsson
Respondentens befattning:	VD
Företagets grundande:	1997
Antal anställda:	8
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	9 stycken
Antal företagskuvöbolag i portföljen:	9 stycken
Förvalt kapital:	80 MSEK
Investerat kapital:	20 MSEK
Minsta investering:	1 MSEK
Största investering:	8 MSEK
Generell investeringstid:	12-18 månader
Geografisk preferens:	Sverige

Verksamhetsområde:

Cell Ventures arbetar med sådd- och uppstartsfinansiering av företag inom digitala medier såsom Internet, Digital-TV och mobil kommunikation. Utöver kapitalet bistås entreprenörerna med aktiv handledning då Cell Ventures driver en företagskuvös där entreprenörerna är lokaliserade. Ledstjärnan Partners AB är en av delägarna i Cell Ventures och äger 40% av företaget.

Centrecourt AB

Respondentens namn:	Anders Eklund
Respondentens befattning:	VD
Företagets grundande:	1995
Antal anställda:	8
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	18 stycken
Antal företagskuvöbolag i portföljen:	5 stycken
Förvaltad kapital:	IU
Investerat kapital:	IU
Minsta investering:	500 TSEK
Största investering:	25 MSEK
Generell investeringstid:	3-4 år
Geografisk preferens:	Sverige

Verksamhetsområde:

Centrecourt arbetar med unga innovationsföretag som befinner sig i ett tidigt utvecklingsskede genom att stödja dem i deras tillväxt fram till notering eller försäljning. De branscher som prioriteras är IT, medicinteknik, förebyggande hälsa samt miljö och energi. Andra branscher kan bli aktuella om tillväxtmöjligheten bedöms som mycket god. Centrecourt startades som ett kommanditbolag 1995 men övergick till aktiebolagsform 1997.

Startupfactory

Respondentens namn:	Fredrik Lindblad
Respondentens befattning:	Finance Manager
Företagets grundande:	1999
Antal anställda:	7
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	3 stycken
Antal företagskuvösbolag i portföljen:	3 stycken
Förvaltad kapital:	IU
Investerat kapital:	IU
Minsta investering:	0.5-1 MSEK
Största investering:	2.5-3 MSEK
Generell investeringstid:	IU
Geografisk preferens:	Sverige

Verksamhetsområde:

Startupfactory investerar uteslutande i väldigt unga företag (ofta innan de är registrerade) vars verksamhet är inriktad mot ”trådlösa” produkter. Utöver kapital bistår Startupfactory entreprenörerna med aktiv handledning då de driver en företagskuvös där entreprenörerna är lokaliserade.

Affärsstrategerna i Sverige AB

Respondentens namn:	Claes-Göran Fridh
Respondentens befattning:	VD
Företagets grundande:	1988
Antal anställda:	8
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	19 stycken
Antal företagskuvösbolag i portföljen:	5 stycken
Förvalt kapital:	200 MSEK
Investerat kapital:	175 MSEK
Minsta investering:	1 MSEK
Största investering:	10 MSEK
Generell investeringstid:	3-5 år
Geografisk preferens:	Sverige

Verksamhetsområde:

Affärsstrategernas affärsidé är att identifiera intressanta projekt eller företag och i ett mycket tidigt skede investera kompetent kapital i bolag som har potential att bli världsledande nischföretag inom främst IT/Telekom eller medicinsk teknik. Att investera kompetent kapital innebär att Affärsstrategerna inte bara tillhandahåller riskkapital, utan även engagerar sig i strategiska och operativa frågor i driften av bolaget. Målet är att skapa ett aktivt ägande, där Affärsstrategerna bistår med affärs- och marknadskunnande vilket i anslutning till den tidiga investeringen skapar goda förutsättningar för en stark värdetillväxt med ett lägre risktagande.

IM InnovationsMäklarna AB

Respondentens namn:	Kerstin Elmquist
Respondentens befattning:	Personal- & kontorschef
Företagets grundande:	IU
Antal anställda:	13
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal investeringsobjekt i portföljen:	30 stycken
Antal företagskuvösbolag i portföljen:	0
Förvaltad kapital:	600 MSEK
Investerat kapital:	IU
Minsta investering:	2 MSEK
Största investering:	75 MSEK
Generell investeringstid:	2-3 år
Geografisk preferens:	Sverige

Verksamhetsområde:

Innovationsmäklarnas strategi är att hjälpa unga företag (ofta onoterade) med ägarkapital och aktiv affärsutveckling, rådgivning, organisation- och ledningsarbete. Genom långsiktigt ägande medverkar de till värdetillväxt i de innovativa tillväxtföretagen. Ägarkapitalet anskaffas dels via "private placements" och dels via emissioner till allmänheten. Innovationsmäklarnas venture capital-verksamhet arbetar med utvalda, ofta onoterade, innovativa företag, som bedöms ha god tillväxtpotential.

Bilaga 6. Företagskuvöser

Stockholms Teknikhöjd AB

Respondentens namn:	Martin Rosenberg
Respondentens befattning:	Affärsrådgivare
Kuvösens grundande:	1986
Kuvösens lokalisering:	Stockholm
Antal anställda:	10
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal företag i kuvösen:	40 stycken
Antal företag som lämnat kuvösen:	ca. 230 stycken

Verksamhetsområde:

Plats i kuvösen erbjuds till entreprenörer vars verksamhet kännetecknas av någon sorts högre teknik. Entreprenören skall också ha anknytning till antingen högskola eller universitet.

Stockholms Teknikhöjd AB ägs till 50% av KTH Holding AB, till 20% av Stockholms Universitet Holding AB och till 30% av Stiftelsen Teknikhöjden-KTH. Huvudfinansiärer för den operativa verksamheten är Kungliga Tekniska Högskolan (KTH), Stockholms universitet, Stockholms läns landsting och Stockholms stad. Därutöver bidrar främst Nutek och Teknikbrostiftelsen i Stockholm med finansiering till olika projektdefinierade verksamheter.

Av de 40 företag som lyder under Teknikhöjden är det, på grund av platsbrist, endast hälften som bereds plats i fastigheten där kuvösen är verksam. Resterande 20 företag är etablerade i stockholmsregionen.

Creative Center Business Incubator

Respondentens namn:	Joakim Nilsson och Therese Sjölund
Respondentens befattning:	Koordinatorer för Creative Center
Kuvösens grundande:	1996
Kuvösens lokalisering:	Jönköping
Antal anställda:	2
Bolagstyp:	Drivs i projektform
Antal företag i kuvösen:	16 stycken
Antal företag som lämnat kuvösen:	0

Verksamhetsområde:

Creative Centers primära syfte är att uppmuntra och stödja studenter och forskare vid högskolan och hälsöhögskolan i Jönköping som vill förverkliga sina idéer genom att starta ett eget företag. Hjälp erbjuds främst vid företagets start och under dess uppbyggnadsfas.

Antagningskraven på entreprenören och hans företag för att upptas i kuvösen är:

- Startas av en student eller forskare som studerar eller har inom de två senaste åren studerat vid högskolan eller hälsöhögskolan i Jönköping.
- Godkänts av Creative Centers styrgrupp avseende affärsidé och verksamhetsinriktning.
- Ha ägare/delägare som fått rådgivning av Creative Center.
- Vara hel- eller delägt av en eller flera fysiska personer som är verksamma i företaget.

Sahlgrenska Biomedical Innovation Center

Respondentens namn:	Christer Hedman
Respondentens befattning:	VD och initiativtagare
Kuvösens grundande:	1998
Kuvösens lokalisering:	Göteborg
Antal anställda:	3
Bolagstyp:	Aktiebolag
Antal företag i kuvösen:	10 stycken
Antal företag som lämnat kuvösen:	Ett

Verksamhetsområde:

Syftet är att skapa en kreativ tillväxtmiljö för företag som har anknytning till forskning inom "biomedicin". Vidare skall SBIC verka som en länk mellan teori och praktik, dvs. mellan universitetens F&U-avdelningar och kommersiella företag, där forskare från olika discipliner kan träffa näringslivsrepresentanter och utbyta kunskap och erfarenhet. Bakom SBIC står Göteborgs och Mölndals kommun samt universiteten i Göteborg.

Kuvösföretag lokaliserade inom SBIC är:

- Sådd- eller "start-up"-företag
- Spinn-off företag från universitet eller högskola
- Service företag
- F&U-satelliter från etablerade (stor) företag

Växthus Vidéum

Respondentens namn:	Gerth Christiansson
Respondentens befattning:	VD och initiativtagare
Kuvösens grundande:	1997
Kuvösens lokalisering:	Växjö
Antal anställda:	6
Bolagstyp:	Projekt
Antal företag i kuvösen:	6 stycken
Antal företag som lämnat kuvösen:	0

Verksamhetsområde:

Vidéums vision är att utveckla en kreativ företagsmiljö genom att ta vara på den omedelbara närheten mellan näringsliv, Växjö universitet och samhälle. Konkret kommer detta att ske via:

- Samarbetsprojekt mellan företag på Vidéum, företag i regionen och Växjö universitet.
- Seminarieverksamhet arrangerad av Växjö universitet och Vidéum kring intressanta ämnesområden för företagen i Vidéum och regionen.
- Utveckling av mötesplatsen Vidéum till ett centrum för spridning av ny kunskap.
- Rekrytering av fler företag till Vidéum. Profilerings mot logistik, IT, entreprenörskap och produktionsprocessen.
- Tillvaratagande av olika initiativ från studenter och stiftelsen Drivhuset angående etablering av företag. En viktig gren hos Vidéum är att utveckla forskar- och teknikbyn till Sveriges bästa och mest intressanta by för företag startade av studenter.

Chalmers Innovation

Respondentens namn:	Martin Skoglund
Respondentens befattning:	Ekonomi- och utbildningschef
Kuvösens grundande:	1999
Kuvösens lokalisering:	Göteborg
Antal anställda:	5
Bolagstyp:	Stiftelse
Antal företag i kuvösen:	16 stycken
Antal företag som lämnat kuvösen:	2 stycken

Verksamhetsområde:

Chalmers Innovation hjälper nystartade teknikbaserade groddföretag från Chalmers och Göteborgs universitet samt avknoppningar från Göteborgsregionens industriföretag att växa de första åren. Deras mål är att kuvösföretagen på sikt ska bli kommersiellt bärkraftiga tillväxtföretag. Chalmers Innovation ger dem möjlighet att snabba upp innovationsprocessen och korta tiden till marknaden.

Chalmers Innovation ställer framför allt två krav på företag som söker samarbete. För det första måste företaget ha en hållbar produktidé. För det andra måste företaget ha potential att utvecklas. Chalmers Innovation gör sin bedömning utifrån företagets affärsplan. Hyreskontrakten är på tre år, med eventuell förlängning om ytterligare två år.

Chalmers Innovation samarbetar med Nutek och ett fåtal utvalda riskkapitalbolag. Nutek kan bidra med såddfinansiering vid företagsstarten. Riskkapitalbolagen går in när företaget står på stadigare grund och erbjuder kapital mot delägarskap.