

En vandring i Dödens dal

Ett exempel på finansiering av ett bolag i tidigt skede

Svante Bengtsson, 20632, VT 2015

Examensuppsats 20p (30 ECTS)

Handläggare: Assistant Professor Mikael Samuelsson

Opponent: Kezli Ong, 21059

Institutionen för företagande och ledarskap

Handelshögskolan i Stockholm

ABSTRACT: The term “Valley of death” is often used to describe the period before a newly started company has created enough revenues to support the operating cost of the company. In this period, the company is depending on external financing from other sources than sales revenues. Examples of these sources could be public money from the government, private money from individuals (Friends, Fools and Family), business angels or venture capital funds. Without this funding, many companies would go under before reaching break-even or live the life of the “living dead”.¹ There are many articles written about the funding problem and this paper will add valuable hands-on experiences for further research and better understanding of the complexity of the funding problem from the point of the entrepreneur.

¹ Landström & Löwegren, *Entreprenörskap och företagsetablering*, sid 249-254

Innehållsförteckning

Ett gränslöst tack till:	4
Inledning.....	5
Introduktion	7
Ämne.....	8
Syfte.....	8
Problemformulering.....	9
Avgränsningar av problemställningen	11
Nyttan med studien.....	11
Avgränsningar och problemställningar	13
Metod	13
Problematisering av författarens roll	14
Construct Validity	14
Internal validity	15
External validity	15
Reliabilitet	16
Dokumentation.....	17
Teoretisk ram.....	17
Principal-agentperspektivet.....	18
Kontraktsteorier	19
"Friktion" och andra egenskaper och händelser som attraherar kapital.....	20
Kapitaliseringsbeslut i publika företag	21
Strukturen bakom ett publikt erbjudande från ett mindre företag	22
Envägskommunikation.....	22
Makt och inflytande	22
Publik emission	24
Empiri	24
Bakgrund till REHACT AB.....	24
Bakgrund till investerarmarknaden.....	25
Global finanskris	25
Gröna investerare.....	26
IPCC, UNFCCC och COP	27
Vikten av legitimitet.....	29
Tekniska utvärderingar och akademisk utvärdering	29
Internationella tävlingar	30
Första projektet 2008	31
Professionell styrelse	31
Kapitalinjektioner i REHACT AB	32
Första kapitaltillskottet.....	32
Andra kapitaltillskottet -lån från ALMI Västra Götalandsregionen	34
Kapitalisering tre – företrädesemission	35
Kapitalisering fyra – Lån från Almi.....	36
Kapitalisering fem – Konvertibla skuldebrev till vänner och familj	36
Kapitalisering sex – "såddlån" från Västra Götalandsregionen	38
Kapitalisering sju – konvertibellån 2	38
Kapitalisering åtta – missad möjlighet	39
Kapitalresning nio A – aktieägartillskott.....	40

Kapitalresning nio B – förtida konvertering	41
Kapitalresning nummer tio – riktad emission.....	42
Kapitalresning elva – Innovationsbron AB	43
Hur långt räcker egentligen en miljon kronor?	44
Ägarfinansierad bootstrapping	45
Att resa pengar i dåliga tider	46
Starka eller svaga ägare?.....	47
Några plattformar för handel med aktier i publika bolag.....	47
Alternativa aktiemarknaden	47
Aktietorget (MTF).....	48
Nasdaq OMX First North (MTF)	49
Analys.....	50
Beslutet att bli publika.....	50
Skälen för bolaget	50
Personliga skäl för ägarna	52
Värdering vid nyemission.....	53
Vikten av ordning och reda.....	54
Rapporteringskrav	55
Val av marknadsplats	55
Slutsatser	57
Hur fritt är valet?	57
Reflektioner	58
Uppslag till fortsatt forskning.....	60
Referenser	61
Internetkällor	61
Artiklar.....	62
Litteratur.....	62
Uppsatser	63

Ett gränslöst tack till:

Nicole Norrestad. Tack vare dig har jag på några få år fått både två underbara barn, en ny familj och snart en examen. Som du säger, ibland måste man bara köra. Nu kör vi!

Mina föräldrar, Sylva och Håkan Bengtsson. Utan ert stöd hade jag inte orkat igenom de motgångar som oundvikligen kantar en entreprenörs väg. Ni har alltid varit ett stöd oavsett vad jag företagit mig. Att ni satsat av era begränsade medel är för mig fantastiskt och jag hoppas att jag kan bli en lika bra förälder till mina barn.

Mina bröder, Jesper och Ola Bengtsson med familjer: Under hela livet har ni övat mig i tuffa förhandlingar och diplomati. Samt i vuxna dagar stöttat med ord, middagar, tv-serier och syskonbarn. Utan er vore livet tomt.

Kristin Johansson med familj. Ni fanns med från starten av REHACT och stöttade både med råd och kapital när det behövdes som bäst. Uttrycket "Ett helvete i taget" har kommit till användning ofta.

Mikael Samuelsson. En mer tålmodig handledare får man leta efter. Trots att det tagit nästan fyra år sedan vi började prata om min uppsats har du ändå varit positiv och uppmuntrat mig att skriva vidare varje gång jag hört av mig, även om det ibland gått månader av tystnad från min sida. Utan din uppmuntran hade jag troligen avskrivit detta projekt för länge sedan.

Inledning

När jag för nästan tio år sedan, i augusti 2005, skrev in mig på Handelshögskolan hade jag ingen föreställning om att jag verkligen skulle få möjligheten att ta ut en examen. Jag hade precis varit med om att starta ett företag vars affärsidé var att utveckla och marknadsföra en lovande värmepump som skulle spara stora mängder energi i fastigheter. Eftersom ingen av grundarna hade några akademiska kunskaper i ekonomi eller företagsledning var studierna på Handelshögskolan ett bra sätt att på ett privatekonomiskt fördelaktigt sätt lära mig ekonomi och ledarskap för att på bästa sätt kunna driva bolaget framåt med den produkt som ska erövra världen. Eftersom vi grundare trodde att detta skulle gå väldigt fort räknade jag inte med att hinna med att gå mer än två år på skolan och läste därför 150 procent kurser under de första terminerna för att tillgodogöra mig så mycket som möjligt. Det passade också bra eftersom jag i början hade ett mindre engagemang som styrelseordförande och inte blev VD förrän 2008.

Ju fler kurser jag läste, framförallt entreprenörskapskurserna, desto mer insåg jag att resan kanske inte skulle bli så snabb som jag och övriga grundare förväntat. De initiala försäljningsframgångarna tog också väsentligt längre tid än väntat och det blev tydligt att om produkten skulle hinna nå sin potential innan patenten löpte ut måste bolaget och produkten utvecklas snabbare. Detta krävde att vi tog in betydligt mer kapital än vi själva förmådde satsa. Jakten på kapital för att lyfta fram den teknik vår grundare, Jerzy Hawranek, arbetat med att utveckla har fört mig runt stora delar av världen och i november 2013 noterades REHACT på Nasdaq OMX First North, några få månader innan den stora noteringsvågen kom igång under våren 2014. Jag har förstått att den kunskap jag tillägnat mig är unik och intressant för många andra entreprenörer och det är min förhoppning att denna uppsats ska komma fler entreprenörer och forskare till nytta

genom att så fritt som möjlig dela med mig av erfarenheter från hur REHACT AB finansierades under de första åren. Uppsatsen har en omfattande empiridel, vilket är avsiktligt, just för att ge så mycket information som möjligt.

Resan hit har varit lång men trots allt skriver jag nu på lediga timmar min uppsats, en uppsats som är den sista pusselbiten till min examen från Handelshögskolan i Stockholm.

Introduktion

Inom entreprenörskapsteori finns ett etablerat begrepp som kallas finansiellt gap², eller mer populärt "Valley of Death" eller "Dödens dal". Det syftar på den tidiga fas i ett nystartat bolags utveckling då bolaget ännu inte etablerat en inkomstström som täcker bolagets kostnader. Under denna period är riskerna i bolaget stora och det kan vara svårt att hitta investerare som är villiga att engagera sig i bolaget genom att skjuta till kapital.³ I dessa skeden finns en del statligt kapital att tillgå men även detta är ofta starkt begränsat.

Men tillgång till externt kapital kan, förutom ren överlevnad, även bidra till att accelerera ett företags utveckling kraftigt.⁴ Detta förutsätter dock att företaget och ledningen för företaget förmår att dra nytta av det extra kapital som blir tillgängligt. Externt kapital kan alltså fungera som "gödning" som får ett företag att växa snabbare, men för mycket kapital kan i värsta fall kväva ett bolag om det medför att ledningen tappar fokus på att skapa lönsamma affärer.⁵ Företagsledningen kan också frestas att låta företaget växa för snabbt utan att försäljning och lönsamhet hinner utvecklas i samma takt. IT-boomen 1997-2001 var ett exempel på detta då ett antal bolag fokuserade mer på att ta in kapital för att kunna bygga stora globala organisationer snarare än att bygga lönsamma verksamheter.⁶ Grundarna och investerarna var övertygade om att snabbhet var viktigast och att tillräcklig storlek i ett senare skede skulle leda till lönsamhet.^{7,8}

² Entreprenörskap och företagsetablering, sidan 249

³ ALMI Invest, <http://www.almi.se/Almi-Invest/Tidig-fas-kraver-riskvillig-investerare/>

⁴ Bhidé, Amar, The Origin and evolution of New Businesses, Oxford University Press, 2000, sidan 141-142

⁵ Barringer B & Ireland R, Entrepreneurship, Pearson Education, 2008, sidan 288

⁶ Wikipedia, "dot-com bubble"

⁷ Wikipedia, "dot-com company"

⁸ Landström & Löwegren, sid 255

Bland de vanligare formerna av finansiering i tidiga skeden är:

- pengar från grundarna själva,
- bootstrapping⁹,
- de s.k. tre 'F':en (Friends, Fools and Family),
- offentlig finansiering och
- kunder.¹⁰

REHACT har under sin utveckling använt samtliga dessa metoder i arbetet med att överbrygga den s.k. Dödens dal.

Ämne

Uppsatsens ämne är finansiering av företag i tidigt skede sett utifrån entreprenörens perspektiv. Eftersom författaren har tillgång till omfattande material kring ett specifikt företag, REHACT AB, har jag valt att låta uppsatsen fokusera på detta företags erfarenheter för att på så sätt maximera nyttan av materialet.

Syfte

Syftet med denna uppsats är att genom en fallstudie belysa de frågeställningar som ägare och ledning måste ta ställning till inför fortsatt finansiering av ett bolag i tidigt skede, s.k. pre-revenue. Studien kommer att ge viktiga kunskaper om de problemställningar som uppstår i ett bolag med en lovande affärsidé men utan möjlighet till tillräcklig finansiering genom egen försäljning. Detta är vanligt exempelvis för forskningsintensiva bolag inom läkemedelsindustrin men även hos tillverkande bolag där investeringar i teknisk utrustning, produktutveckling och certifieringar ofta krävs innan en produkt kan introduceras på marknaden. Eftersom behovet av ny miljöteknik

⁹ Barringer B & Ireland R, sid 287

¹⁰ Landström & Löwegren, Entreprenörskapets omfattning, sid 254-263.

förväntas bli mycket stort, och en viktig exportvara för Sverige, är det viktigt att belysa de problem som nystartade företag inom denna bransch möter.

Problemformulering

Det svenska samhället har sedan början av 1990-talet satsat väsentligt mycket mer resurser än tidigare för att uppmuntra och stödja entreprenörskap.¹¹ Satsningar har exempelvis skett dels genom ett ökat antal kurser i entreprenörskap på universitet och högskolor, dels genom ändrad lagstiftning¹² där en sänkning av kravet på startkapital för aktiebolag från 100 000 SEK till 50 000 SEK förväntas underlätta startandet av nya företag, särskilt inom tjänstesektorn. Förhoppningen är att dessa satsningar i förlängningen ska resultera i startandet av fler nya företag och att dessa nya företag ska kunna generera nya arbetstillfällen och fortsatt ekonomisk tillväxt i samhället. Detta anses viktigt då många av de redan etablerade företagen med tiden utlokaliserar arbetstillfällen utanför Sverige och västvärlden. Vanliga argument för detta är lönekostnader men det är även ett sätt att få närmare tillgång till stora marknader. Samtidigt är det känsligt om staten skulle finansiera uppbyggnaden av verksamheter som sedan privatpersoner eller investmentbolag kapitaliserar på. Detta har exempelvis varit grund för kritik i samband med att stat, kommun och landsting överlätit delar av välfärdssystemet och skolor till privata aktörer, som exempelvis vårdcentralen Serafen i Stockholm.¹³

En idébärare eller blivande entreprenör utan egna ekonomiska resurser har genom alla tider ofta initialt varit beroende av att hitta någon eller några som är villiga att finansiera hans/hennes projekt. Det kan handla om alltifrån mat och husrum, som ger

¹¹ Ibid., sid 22-23.

¹² Riksdagen.se, beslut om sänkt kapitalkrav för startandet av privata aktiebolag

¹³ <http://www.dn.se/sthlm/landstinget-vill-ha-mer-pengar-for-serafen/>, kontrollerad 2014-07-09

tid att utveckla teknik, till kapital för att kunna investera i tillverkningsutrustning. Den finansiering som ibland kunde fås var ofta från väl bemedlade privatpersoner, det vi idag kallar affärsänglar, business angels (BA). Finansiering av nya verksamheter var också tidigare en viktig funktion hos världens börser men i takt med att dessa blivit mer och mer reglerade har det blivit svårare och mycket kostsamt att i tidigt skede försöka attrahera riskvilligt kapital direkt via börser. Utvecklingen av mer krävande regelverk har skett utifrån ökade krav i takt med att den stora gruppen av investerare gått från enskilda individer med personliga förmögenheter till att mer och mer kapital investeras av förvaltare av andras pengar, exempelvis pensionskapital och investmentbolag. Denna kategori investerare föredrar säker stabil avkastning framför högavkastande riskprojekt.¹⁴

Möjligheten att attrahera kapital är dock en komplex fråga där förutsättningarna ändrar sig kontinuerligt. Det är därför viktigt med inte bara generella anonymiserade studier utan även fallstudier där enskilda företags finansieringsprocess studeras i detalj. Denna typ av studier är sällsynt, eftersom det är ett komplext och tidskrävande arbete att leta upp och sammanställa intern och offentlig dokumentation som ofta sträcker sig över flera år. Den interna dokumentationen kring finansiering, ofta i form av PM och styrelseprotokoll, är inte sällan intimt sammankopplad med företagets olika strategival och därmed konfidentiell. Tillgången på kapital är ofta avgörande för vilken strategi som implementeras i ett nystartat företag men de alternativ som förkastas vid ett tillfälle kan fortfarande vara aktuella framöver och bör därför hållas hemliga av företaget.

¹⁴ Mason & Harrison, 2004

De frågor som jag söker svar på genom detta arbete är

- 1) Hur finansierades REHACT fram till valet att ta in kapital via en publik emission?
- 2) Varför valde REHACT AB att ta in externt kapital via en publik emission?
- 3) Hur gick det till när REHACT AB valde den publika vägen för att ta in riskvilligt kapital?

Avgränsningar av problemställningen

För att kunna studera REHACTs väg att finansiera uppbyggnaden av bolaget så detaljerat som möjligt måste en fallstudie göras. Under metodavsnittet kommer jag att diskutera varför jag valt denna metod. För att fallstudien ska vara till nytta måste jag så långt som är möjligt klargöra de förutsättningar som fanns innan beslutet togs att finansiera bolaget genom att söka publika investerare. Då studien avser frågorna varför REHACT valde att söka finansiering genom en publik introduktion, samt hur det gick till, kommer jag att avgränsa mig till perioden från det att företaget startades 2005 fram till dess att REHACT blev publikt och hade genomfört sin första publika emission 2010. Förutom en kort introduktion till den teknik som bolaget grundat sin verksamhet på kommer jag också att begränsa analysen till de ekonomiska delarna av företagets uppbyggnad.

Nyttan med studien

Många av de teorier kring finansiering i tidiga skeden som finns idag utgår från investerarens perspektiv snarare än entreprenörens. Därför är det av stor vikt att få del av fallstudier från enskilda grundare av företag. Dock är dessa i praktiken svåra att få tillgång till eftersom ett företags ekonomiska ställning och historik kan anses utgöra strategisk information som varje företag väljer att hålla hemlig. REHACT blev publikt år 2010 och det är därför först nu som jag i stora drag kan återge händelser och

resonemang. Händelserna kan också delvis verifieras genom granskning av offentliga källor såsom Bolagsverket och Post- och inrikes tidningar.

Konceptet *Rehact Energy System*, med mål att spara stora mängder energi i fastigheter, bygger på uppfinnaren Jerzy Hawraneks erfarenheter och idéer. Dessa idéer har utvecklats utanför universitetsvärlden och saknar därför mycket av det organiserade stöd kring affärsutveckling som många universitet och högskolor idag har utvecklat och erbjuder sina studenter och anställda. För att på något sätt fylla detta tomrum finns idag uppfinnarskolan Idéum, som erbjuder eftergymnasial utbildning i tekniskt nyskapande till idébärare.¹⁵

¹⁵ www.ideum.nu

Avgränsningar och problemställningar

Det enda företag som kommer att behandlas är REHACT AB. Jag är väl medveten om den biasproblematik som kan föreligga och har i framställningen ägnat särskild observans åt de avsnitt där jag helt eller delvis utgår från mina personliga minnesbilder och därmed i någon mening "intervjuar mig själv".

Metod

Enligt Yin¹⁶ är en fallstudie lämplig om fallet uppvisar någon av följande fem egenskaper: kritisk, ovanlig, vanlig, avslöjande och möjligheten för tidsstudier. Genom en fallstudie av REHACT får författaren och läsaren tillgång till ett fall som är ovanligt och som kan ge unika insikter i finansieringsformer som inte är vanliga idag, men som eventuellt kan komma att bli vanligare i framtiden i samband med att t.ex. crowdfunding-initiativ växer sig starkare.

Fallstudien kommer att genomföras i stort sett som en fältobservation, där författaren är en del av organisationen som studeras¹⁷. Jag har valt att genomföra fallstudien utifrån ett enda fall eftersom jag har tillgång till omfattande material just för detta fall, ett så kallat revelatory case¹⁸. Eftersom jag delvis kommer att studera även mig själv i mina olika roller för företaget kommer denna studie att vara inbäddad. Risken med en inbäddad studie kan vara att studien fokuseras för mycket på enskilda individer vilket kan medföra att helheten tappas.¹⁹ Lösningen på detta möjliga problem är att alltid återvända till huvudcasen, d.v.s. bolaget i analys och empiri.

¹⁶ Yin R. K., Case Study Research, 5th edition, 2014, page 51

¹⁷ Ghauri, Grönhag, Research Methods in Business Studies, page 121

¹⁸ Yin, sidan 53

¹⁹ Yin, sidan 56

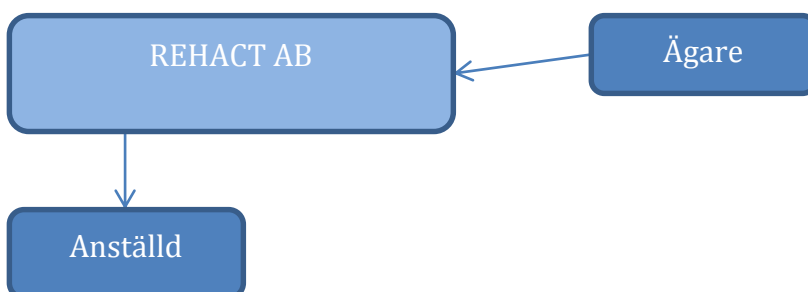
Problematisering av författarens roll

Då studien delvis kommer att omfatta mig själv finns det alltid en uppenbar risk att studien blir vinklad utifrån mina minnesbilder. Dessa minnesbilder kan ha förändrats under åren som gått. För att minimera dessa problem kommer jag att så långt det är möjligt att stödja mig på offentliga registerutdrag och protokoll från styrelsemöten som då fungerar som ett "skelett" för fallbeskrivningen. Jag kommer också att försöka minimera detta potentiella problem genom de fyra designtest som Yin beskriver: Construct validity, Internal validity, External Validity och Reliability.²⁰

Construct Validity

Construct Validity adresserar det potentiella problemet att man inte tillräckligt tydligt definierat vad man ska undersöka för att kunna svara på sina forskningsfrågor. Det är därför viktigt att definiera sin frågeställning tydligt. Yin förespråkar också att man i möjligaste mån använder fler källor för sin analys för att komma runt förutfattade meningar och för att undvika att detta speglar analysen. Jag kommer i denna fallstudie därför att förutom min egen minnesbild även använda mig av styrelseprotokoll samt i viss mån styrka dessa med offentliga utdrag från Bolagsverket.

Jag kommer också i empiri- och analysdelen att försöka tydliggöra eventuella skillnader mellan de åsikter och motiv jag haft som stor ägare i REHACT visavi min roll som VD för



Figur 1: Olika roller i förhållande till bolaget

REHACT. Man skulle kunna tro att det som är bra för företaget alltid är bra för en ägare men så är inte alltid fallet. Det går att göra

²⁰ Yin, page 45

i vissa fall, men inte i alla. Detta är exempel på två vanliga situationer där företagets och de större ägarnas intressen kan avvika från varandra:

- a) Tidpunkt för att ta in kapital: Ibland finns ett val mellan att ta in nytt kapital (bra för företaget) och därmed få minskat inflytande (eventuellt dåligt för ägaren) och valet att avstå från kapital (eventuellt dåligt för företaget) och därmed riskera att företaget inte växer på bästa sätt men bibehålla sitt inflytande (bra för ägaren).
- b) Ett annat dilemma är att vissa typer av finansiering är förknippade med personliga åtaganden från entreprenören. I denna situation får bolaget tillgång till pengar för att utvecklas men ägaren/entreprenören binds upp av investeraren genom ett aktieägaravtal. Ibland kan en investerare även kräva personlig borgen från större ägare vilket innebär att man riskerar att förlora mer än bara sitt företag om det inte går som man har planerat.

Internal validity

Internal validity adresserar det potentiella problemet att författaren drar en slutsats; exempelvis att det var händelse A som ledde till händelse B, utan att vara medveten om att det i själva verket var den okända händelsen C som orsakade B. För att undvika felaktig inferens kommer jag att arbeta med pattern matching, explanation building, addressing rival explanations och logiska modeller.²¹

External validity

Begreppet "External validity" berör det potentiella problemet huruvida en fallstudie kan användas för att dra generella slutsatser eller inte. Jag har i min studie försökt adressera problemet genom formuleringen av mina forskningsfrågor.

²¹ Yin, chapter 5

Reliabilitet

En studie med hög Reliabilitet är enkel att upprepa med samma eller snarlika resultat.

Genom att utgå från dokumentation i form av styrelseprotokoll som fungerar både som påminnelser för minnet och som faktakällor, anser jag att trovärdigheten i studien är hög genom att en extern läsare skulle nå snarlika resultat.

Dokumentation

Som VD och styrelsemedlem har jag tillgång till alla gamla styrelseprotokoll för REHACT. En begränsning är att dessa inte är generellt tillgängliga för läsaren av denna uppsats. Syftet med protokollen är dock främst som stöd för mina egna minnesbilder och därför anser jag att denna problematik är av mindre betydelse.

Teoretisk ram

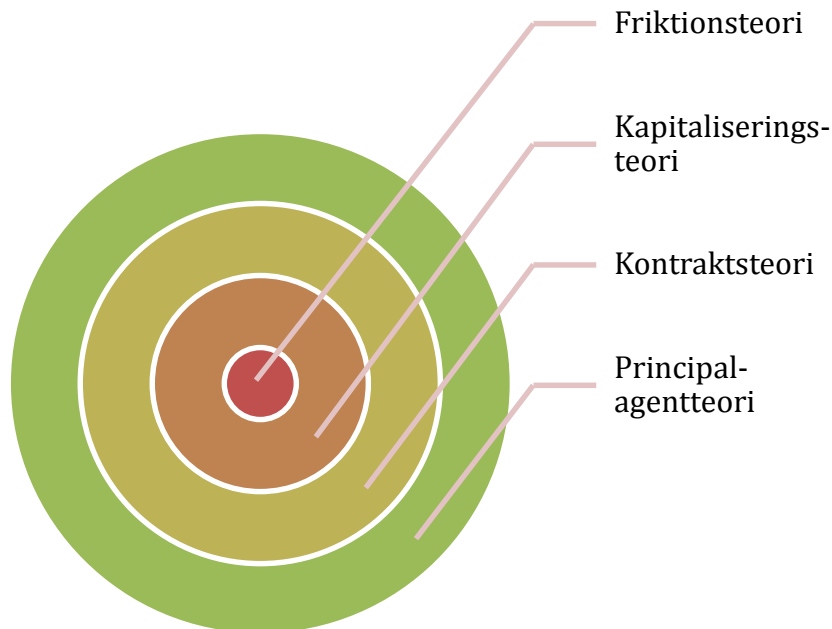
I teoridelen kommer jag att kartlägga ett antal teorier som är aktuella kring diskursen om finansiering av företag i tidiga skeden. Jag kommer också att beröra agent-teori eftersom jag i min roll som ägare, styrelsemedlem och VD agerar i flera roller vilket delvis borde medföra att jag utsätts för intressekonflikter.

Principal-agentteori undersöker problematik som uppstår när en eller fler individer ska arbeta åt någon annan. Inte sällan uppstår intressekonflikter och dessa problem är vad teorierna beskriver.

Kontraktsteorier undersöker problematik kring upprättandet av kontrakt. För att komma till rätta med de problem som beskrivs bland annat i principal-agentteorierna bör parterna upprätta kontrakt som beskriver hur parternas samarbete ska gå till väga. Några problem som teorierna tar upp är att det är omöjligt att helt förutse vilka situationer som parterna kommer att hamna i, samt att det är kostsamt att analysera och författa dessa avtal. Ju mer analys, desto kostsammare.

Kapitaliseringsteorier beskriver skillnader mellan hur kapitaliseringsbeslut tas i publika respektive icke publika bolag. Om bolagets ägarstruktur är fragmenterad kan även relativt små aktieposter få stort inflytande.

Friktionsteori (eng. traction) är ett sätt att se hur ett företag utvecklas i olika nivåer för att på så sätt kunna bättre bedöma potentialen i den affärsidé som företaget har. Detta påverkar investerarnas vilja att investera samt värderingen av bolaget.



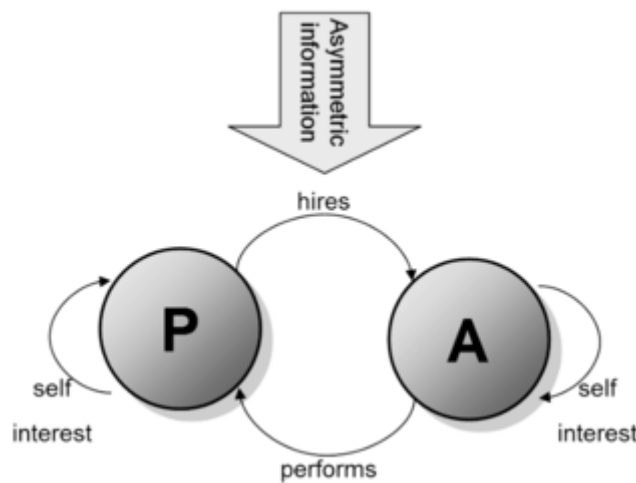
Figur 2: Teoriernas relation

Principal-agentperspektivet

Principal-agentteori har utvecklats sedan 1970-talet och syftar på den problematik som möjligen uppstår när en agent som agerar åt någon (the principal) har möjlighet att påverka dennes utfall genom sina beslut²². Dilemmat består i att agenten i vissa fall har möjlighet att gynna sig själv framför principalen, och s.k. *agency costs* uppstår. Ett vanligt förhållande som studeras är förhållandet mellan aktieägare (principal) och företagsledare (agent). I aktieägarens intresse ligger att agenten arbetar för företagets bästa. Dock hindras aktieägaren av att agenten ofta har ett informationsövertag över ägaren eftersom agenten är den som är inblandad i den dagliga verksamheten. Agenten

²² Hart, Firms, Contracts and Financial Structure, sidor 18-28

kan därför ibland välja att agera på ett sätt som gynnar honom själv framför företaget eller aktieägaren.



Figur 3: Hur asymmetrisk information ger utrymme för egenintresse

Samtidigt kostar det ägaren resurser att bevaka allt som agenten gör och det är oftast mer lönsamt att acceptera en viss nivå av "agency costs" istället för att försöka sträva efter full kontroll. Det finns olika metoder för att försöka reglera intressekonflikter och minska incitamentet för agenten att utnyttja sitt informationsövertag på ägarens bekostnad. Vanliga sätt att försöka minimera riskerna är genom kontrakt och incitamentsprogram.

Normalt är rollerna skilda åt, men i REHACTs fall sitter de största ägarna på fler positioner. Detta skapar frågeställningar som måste hanteras för att inte övriga ägare ska hamna i kläm.

Kontraktsteorier

Det är vanligt att man hanterar situationer där olika aktörer har olika intressen genom kontrakt för att i största möjliga mån försäkra sig om att alla parter arbetar mot samma mål eller i alla fall inte arbetar rakt emot varandra.²³ Tyvärr kostar kontrakt pengar och

²³ Van Osnabrugge 2000, Venture Capital

tid både att skriva och att upprätthålla och därför kan kostnaden ibland överträffa nyttan med dem. Det är också enklare att säkra upp materiella rättigheter jämfört med humankapital. Denna fallstudie kommer främst att beröra kontrakt som skrevs, alternativt inte skrevs, mellan de som investerade i REHACT AB och bolaget/entreprenörerna. Peter Kelly har studerat olika kontrakt som upprättats mellan affärsänglar och entreprenörer och konstaterat att kontrakt ofta innehåller ett antal standardiserade komponenter för att ge affärsängeln inflytande över verksamheten.²⁴ Han konstaterar att spärrmekanismer är vanligt men även att mindre erfarna investerare oftare blandar ihop sina roller som investerare med rollen som manager, vilket även återspeglas i kontrakten. Jag kommer att granska de kontrakt vi har presenterats för och se om det finns likheter med de slutsatser Kelly gjorde.

"Friktion" och andra egenskaper och händelser som attraherar kapital

Guy Kawasaki identifierar en hierarki kring ett bolags utveckling som fungerar som en indikation på hur attraktivt ett bolag är för riskkapital.²⁵ Den baserar sig på att det i slutändan är försäljning som kommer att styra över ett företags möjligheter till överlevnad och utveckling. Investerare letar efter framgångsrika team, framgångsrika teknologier och framgångsrika omsättningssiffror. Viktigast av dessa är omsättningssiffrorna. Dessa kan förenklat kategoriseras i fyra olika nivåer av mognad:

- 1) Försäljning (alternativt ansluta kunder, besökare, följare etc)
- 2) Fälttester och/eller pilotinstallationer
- 3) Avtal kring fälttester och/eller pilotinstallationer
- 4) En etablerad förhandlingskontakt kring ovanstående

²⁴ Kelly 2003

²⁵ Kawasaki G, sidan 123

Ju högre upp i hierarkin företaget nått, desto bättre. Utan något av dessa, kommer det vara mycket svårt att attrahera investerare.

Kapitaliseringsbeslut i publika företag

Hart²⁶ diskuterar frågan kring hur publika bolag kapitaliseras och pekar på några viktiga skillnader. Även om det rent ekonomiskt inte finns några större skillnader i de långsiktiga ekonomiska målen för privata och publika företag, kan det finnas skillnader i hur management agerar. I ett publikt bolag finns nämligen inte alltid en stark huvudägare och då uppstår två risker:

1) Med många små aktieägare är det omöjligt för management att ha en daglig kontakt med ägarna, det finns helt enkelt ingen tydlig ägare. Det uppstår en tydlig separation mellan ägande och kontroll.

2) Små aktieägare har inte heller tillräckliga incitament att själva försöka övervaka management effektivt. Att effektivt övervaka management gynnar alla aktieägare.

Kostnaden (i tid och eventuellt pengar) är dock för hög för en enskild aktieägare att bära i förhållande till den möjliga vinst det kan ge utifrån det begränsade aktieinnehavet. Det naturliga agerandet för en liten aktieägare är därför att förlita sig på att någon annan aktieägare utövar nödvändig kontroll över management. Detta kan ibland ske genom att någon tar kontroll över en tillräckligt stor del av bolaget, liknande det vissa aktivistfonder²⁷ sysslar med. Om det finns ett spritt ägande kan det gå att få stort inflytande även med aktieposter som inte har egen majoritet.

²⁶ Hart O, sidorna 126 - 151

²⁷ Aktivistfond: <http://hedgefond.nu/Typer-av-hedgefonder.aspx>

Strukturen bakom ett publikt erbjudande från ett mindre företag

Envägskommunikation

Till skillnad från en investering från en affärsängel eller en riskkapitalist så är ett publikt erbjudande inte en dialog och en förhandling utan ett på förhand formulerat erbjudande som investerarna har att tacka ja eller nej till. För bolaget har detta fördelen att processen är relativt snabb. Från beslutet om att ta in kapital via en publik emission tar det ca 2-4 månader innan erbjudandet kan gå ut till de tänkta investerarna. Detta eftersom besluten i ett publikt bolag måste ske i enlighet med givna tidsramar, exempelvis kallelse till bolagsstämma.

Att söka riskkapital kan gå något fortare om man "klickar", d.v.s. om man redan efter första mötet har en någorlunda samsyn på affärsplanen och hur investeringen ska läggas upp. Behöver villkoren förhandlas kan det ta längre tid än så eller i värsta fall kan processen avbrytas om man fastnar i ett dödläge i förhandlingarna.

Processen med ett publikt erbjudande borde på så sätt ofta vara snabbare, givet att bolaget möter de krav som ställs på ett publikt bolag. Eftersom bolaget självt formulerar villkoren för kapitalanskaffningen finns det en del tydliga fördelar gentemot att ta in affärsänglar eller riskkapital. Den uppenbara nackdelen är att erbjudandet kan mötas av totalt ointresse och då har man lagt ner mycket tid och pengar i onödan.

Makt och inflytande

En affärsängel eller riskkapitalist vill ofta ta en minoritetsandel i bolaget så att entreprenören ska känna att han/hon styr och också har den största avkastningen vid en god affär.²⁸ Att ta en majoritetsandel skulle däremot göra affärsängeln eller riskkapitalisten ansvarig för många beslut och en investering skulle kunna betraktas

²⁸ Kelly & Hay 2003

som ett regelrätt dotterbolag. Detta gäller i alla fall inledningsvis när risken för misslyckande är relativt stor.

Däremot vill affärsängeln/riskkapitalisten ha väsentligt inflytande över verksamheten för att se till att entreprenören inte "ställer till det" eller använder de investerade kapitalet på ett annat sätt än vad som avsågs från början.²⁹ Därför formuleras ofta s.k. Term Sheets i ett tidigt skede av förhandlingsprocessen. Ett Term Sheet anger de övergripande villkoren för en investering och är grunden för ett investeringsavtal mellan nuvarande ägare till bolaget (entreprenören) och den som investerar. Detta är ett sätt att, trots minoritetsäggande i bolaget, juridiskt kontrollera alla större beslut i företaget. Vanliga krav är rätten att tillsätta medlemmar i styrelsen och godkänna rekryteringar på ledande positioner samt veto mot vissa ekonomiska beslut.³⁰ Under min period som VD har jag presenterats för sådana Term Sheets tre gånger i samband med att olika professionella investerare ska investera och vid samtliga tillfällen har jag, dock förgäves, försökt nyansera villkoren till förmån för företaget och/eller befintliga ägare.

I den bästa av världar kommer investeringsavtalet aldrig att behöva utnyttjas. Det scenariot förutsätter dock att bolaget utvecklas enligt affärsplanen och att affärsängeln/riskkapitalisten 5-7 år senare kan göra en exit. Efter detta kan bolaget åter bli ett normalt bolag där styrelse och ledning tillsätts utifrån ägarandel. Men i all entreprenörskapslitteratur är man i stort sett enig om att det är ovanligt att bolaget utvecklas exakt i den takt som den ursprungliga affärsplanen angett. Då står entreprenören med risken att bli ersatt eller att viktiga beslut om fortsatt kapitalisering

²⁹ Kelly & Hay 2003, page 302

³⁰ Kelly & Hay 2003

bromsas genom ett aktieägaravtal med en minoritetsägare som inte vill bli utspädd eller som är rädd för att förlora sitt inflytande.

Publik emission

Fördelen med en publik emission är, som tidigare nämnts, att det är bolaget som bestämmer tidpunkten och villkoren. Bolaget bestämmer också hur mycket information som ska ges ut. Eftersom mycket av affärsplanen utgörs av affärshemligheter, som inte kan delas publikt, är det ofta mycket mindre information än vad en professionell investerare skulle kräva att få ta del av. Det är också praktiskt motiverat. Det skulle vara omöjligt att skriva och upprätthålla sekretessavtal med kanske hundra- eller tusentals på förhand okända privatpersoner som är intresserade av att investera relativt små summor kapital. Det blir helt enkelt inte praktiskt hanterbart. Av denna anledning blir informationen ofta förenklad och generell men i och med att alla publika erbjudanden har samma upplägg uppfattas det inte som "konstigt".

Eftersom det inte finns någon tydlig motpart blir det upp till bolaget att göra en bedömning av hur mycket information som ska delas ut och vilken information som ska prioriteras. Av erfarenhet vet man också att få privatpersoner läser igenom alltför omfattande memorandum eller prospekt.

Empiri

Bakgrund till REHACT AB

Under hösten 2004 anmälde sig författaren till en ettårig kurs i tekniskt nyskapande som hölls på Idéums uppfinnarskola i Lidköping.³¹ Tanken var att lära sig vad som krävs för att framgångsrikt kunna utveckla en produktidé. Under utbildningen träffade

³¹ www.ideum.nu

författaren Jerzy Hawranek, en ingenjör som höll på att utveckla en ny typ av värmeväxlare för friskluftsintag som var tänkt att energieffektivt kunna sammankopplas med bergvärmepumpar. Efter ett knappt år, i april 2005, bestämde sig författaren att tillsammans med Jerzy Hawranek, Staffan Mastling och Magnus Berglind att bilda företaget REHACT AB. Förkortningen REHACT kom från "Recyclable Heating and Cooling Technologies" och är även en lek med ordet REACT, engelska för att reagera. Namnet hade också den mycket viktiga egenskapen att domännamnet både för .SE och .COM var tillgängligt. Detta indikerade att det även skulle kunna gå att få varumärkesskydd för företagsnamnet.

Bakgrund till investerarmarknaden

Detta avsnitt har för avsikt att försöka återge några av de makroekonomiska händelser som var aktuella under 2007-2010. Detta för att ge läsaren en bättre känsla för i vilket klimat REHACT arbetade med att resa kapital.

Global finanskris

År 2008 började effekterna av den globala finanskrisen³² att märkas tydligt även i Sverige. Skanska AB förutspådde en nedgång i byggandet på ca 15 procent och i november 2008 sade man upp 3 400 anställda i de nordiska länderna, varav 2 000 i Sverige.³³ Då riskkapital väger in inte bara ett bolags egna förutsättningar utan även globala trender för den sektor bolaget verkar inom, var detta en mycket tungt indikation på att möjligheterna för att få större extern finansiering minskat väsentligt.

³² Wikipedia, Global Finanskris 2007-2008

³³ Pressmeddelande från Skanska 2014-11-25

Gröna investerare

2006 lanserades filmen "An Inconvenient Truth" där inflytelserika personer som Al Gore och George Bush medverkade och pratade om den globala uppvärmning av vår planet som sakta sker. Filmen blev mycket uppmärksammas och vann två Oscars 2007 varav en i kategorin bästa dokumentär.³⁴ Totalt har filmen vunnit ett 30-tal internationella priser och ytterligare ett antal nomineringar. Filmen var förmodligen en starkt bidragande orsak till att Al Gore, tillsammans med IPCC, tilldelades Nobels fredspris i december 2007. Spekulationerna om den globala uppvärmningen och de omvälvande effekter den förväntades få på dagens industrier och verksamheter kände inga gränser. Detta ledde till att antalet investerare som intresserade sig för så kallad "grön teknik" ökade.³⁵

Under 2008 förde jag samtal med ett antal olika aktörer inom investeringsvärlden, exempelvis Sustainable Technologies Fund³⁶, Northzone, Midroc och Sting Capital. Målet var att ta in ca 2-5 miljoner kronor för att färdigställa produkten RVU.

Samtalen gick ganska trögt. Många bolag hade svårt att förstå produkten och hur den skulle tas till marknaden. Framförallt blev det mycket tydligt att de flesta riskkapitalister inte alls ville investera i byggsektorn. De som investerade i miljöteknik letade efter bevisad teknik som börjat få fäste på marknaden. Man skulle lite elakt kunna kalla det för marknadsföringspengar snarare än riskkapital, där den "idealiska" investeringen gällde en färdigutvecklad produkt som efterfrågades så mycket att det enbart var brist på kapital som begränsade möjligheten till snabb global expansion.

³⁴ InternetMovieDatabase, IMDb.com, http://www.imdb.com/title/tt0497116/awards?ref_=tt_awd

³⁵ Cleantech Group, www.cleantech.com

³⁶ <http://www.stechpartner.com/>

IPCC, UNFCCC och COP

FNs miljöprogram UNEP³⁷ har sedan 1988 arbetat med att sammanställa resultaten av internationell forskning kring klimatsystemet inom organet IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change). Arbetet syftar till att ge världens regeringar och beslutsfattare objektiv information så att klimathot kan mötas i gemensamma multilaterala överenskommelser såsom tidigare skett exempelvis genom Montreal-överenskommelsen³⁸ 1987 vilken reglerar förbudet mot substanser som kan förorsaka skador på ozonlagret. Freoner är ett exempel på en sådan substans. Trots att företag vet att de är skadliga finns det ofta ett egenintresse att bevaka, något som skapar ett generellt motstånd mot olika former av regleringar. I boken "Moral Mazes" beskrivs exempelvis hur regleringar mot CFC-gaser effektivt stoppades av amerikanska kemibolag under perioden 1971 - 1980³⁹. Ju fler som berörs, desto större blir motståndet. Eftersom klimatet är globalt måste alla överenskommelser därför vara multilaterala för att nå avsedd effekt, vilket Montreal-överenskommelsen gör. Trots att skadorna på ozonlagret var relativt uppenbara och enkla att verifiera både vad gäller omfattning och orsak, tog det ändå mer än 15 år innan den kunde antas.

Den globala uppvärmningens effekter än mer ifrågasatta utanför forskarvärlden och berör långt fler aktörer. Effekterna av uppvärmningen har potential att vara mer omfattande och skadliga för mänskligheten än hålet i ozonlagret, men uppvärmningen sker så långsamt att vi som individer har svårt att associera effekterna till den.

Sambandet mellan orsak och verkan är inte direkt uppenbart utan relativt abstrakt.

Åtgärderna som propageras för är också mycket omfattande och innebär ofta en inskränkning i hur vi personligen lever våra liv. De skulle slå hårt mot länder som genom

³⁷ UNEP, <http://www.unep.org/>

³⁸ http://ozone.unep.org/new_site/en/montreal_protocol.php

³⁹ Jackall, Moral Mazes, sidorna 174-176

industrialisering försöker nå samma levnadsstandard som vi har i västvärlden, exempelvis Kina och Indien.

Under perioden 2007-2010 fick UNFCCC (United Nations Framework Convention on Climate Change) och IPCC stor uppmärksamhet i media genom de årliga COP-mötena (Conference of the Parties) och de rapporter från IPCC som användes som underlag inför dessa. Slutsatserna man kunde dra av mötena och rapporterna var att världen, för att minska risken för global uppvärmning med mer än två grader, behöver ett omfattande teknikskifte där gamla tekniklösningar måste bytas ut mot nya. Många entreprenörer och investerare såg detta som inledningen på ett nytt teknikskifte, ungefär som ICT-revolutionen på 90-talet. Regeringar började planera kraftiga åtgärder i kampen för att rädda jorden från global uppvärmning. Men tyvärr har det i efterhand visat sig att framstegen för UNFCCC fortfarande är begränsade vad gäller bindande multilaterala avtal.⁴⁰ Länderna har helt enkelt inte kunnat enas om hur problemen ska hanteras. Däremot har många länder på eget initiativ vidtagit åtgärder vad gäller exempelvis förnybar energi. Kina är idag ledande på storskalig produktion av solceller efter att krisen tvingat många amerikanska tillverkare i konkurs. Tyskland har också satsat stort på förnybara energikällor och har tagit beslut om att avveckla all kärnkraft.

Sammantaget har den gröna revolutionen, som förväntades skapa en mängd nya arbeten och nya framgångsrika entreprenörer i stil med Bill Gates och Niklas Zennström, inte utvecklats som man hoppats, kanske på grund av den globala finanskrisen. Till skillnad från IT-industri är miljöteknik ofta kopplad till stora investeringar, långa säljcykler och lokal lagstiftning vilket gör att branschen behöver tid för att nå volymer.

⁴⁰ <http://www.regeringen.se/sb/d/8820/a/228071>

Vikten av legitimitet

De allra flesta företag startas med syftet att tjäna in pengar till ägarna. Men även om ägarna själva är övertygade om möjligheten att tjäna pengar på sin affärsidé är det inte alltid lätt för en utomstående att förstå eller dela samma övertygelse. En utomstående gör en bedömning av bolagets affärsidé och drar sin slutsats om den är trovärdig eller ej, d.v.s. hur hög legitimitet bolaget har. Hög legitimitet är särskilt viktigt om man har för avsikt att ta in externt kapital då investerare oftast (möjligen undantaget föräldrar och vänner) förväntar sig att kapitalet ska ge avkastning relativt snart. För ett bolag som avser att resa kapital från utomstående är det därför viktigt att inte enbart fokusera på interna aktiviteter utan också att utföra åtgärder som förstärker bolagets externa legitimitet, till exempel genom aktiviteter som ökar känslan hos en utomstående betraktare av att sannolikheten för att bolaget kommer att ge avkastning till aktieägarna inom en rimlig framtid är hög. Exempelvis ligger det nära till hands att tro att en entreprenör som tidigare drivit upp ett framgångsrikt företag kommer att lyckas igen med en annan affärsidé. Likaså är det lättare att tro att ett företag som fått olika erkännanden och priser har en affärsidé med stor potential. Nedan följer exempel på åtgärder som REHACT har tagit för att skapa legitimitet.

Tekniska utvärderingar och akademisk utvärdering

Redan vid företagsstarten 2005 testades produkten RVU av Sveriges Tekniska Forskningsinstitut (SP)⁴¹. Detta test var dock mest tänkt för internt bruk och gav en grund för att beräkna RVUs egenskaper. Under 2007 knöt REHACT till sig en student på Lunds Tekniska Högskola för att, på basis av testresultaten hos SP, utvärdera potentialen hos systemet utifrån simulerade beräkningar på ett hus. Dessa beräkningar

⁴¹ www.sp.se

inkluderade även andra lösningar och låg som grund till våra beräkningar att Rehact Energy System kunde minska behovet av köpt energi för värme, kyla och frisk luft med upp till 85 procent. Om REHACT hade lyckats knyta till sig akademiskt meriterade forskare eller institutioner hade detta varit ytterligare meriterande. Flera försök gjordes att engagera professorer genom olika forskningsprojekt men tyvärr fick dessa inte finansiering från VINNOVA och liknande instanser och kunde därför inte engagera sig i utvärderingen av RVU och Rehact Energy System.

Internationella tävlingar

REHACTs första försök att få extern expertis att bedöma Jerzy Hawraneks tankar skedde runt 2005 då vi deltog i Miljöinnovationen⁴², vid den tiden Sveriges enda miljötekniktävling. Det gick bra, vi var bland de tio finalister som fick stipendium på 10 000 SEK för att åka till Halmstad för att visa upp oss och vår produkt. Då insåg vi att vi måste komma längre i utveckling och bekräftelse av RVU för att ha någon chans att vinna.

Nästa gång prövade REHACT att få vår affärsplan utvärderad av extern expertis genom att delta i Venture Cup 2007/2008.⁴³ Erfarenheterna var goda och vi var bland de 10 nominerade finalisterna i de två första delmomenten. Vi var övertygade om att vår affärsplan, med den potentiella genomslagskraft den hade, skulle vara en av finalisterna även i sista omgången och kanske till och med vinna pengar. Tyvärr blev det inte så; bland de tolv-tretton företag som förbereddes för finalen var vi ett av de som inte gick vidare. Vid bedömningen efterlyste man mer konkret information kring produkten och dess prestanda.

⁴² Högskolan i Halmstad, Miljöinnovation 2005,
<http://www.hh.se/pressmedia/nyheter/nyhetsarkiv/nyheter/nymetodforkylningfickmiljopris.4521.html>

⁴³ www.venturecup.se

Första projektet 2008

Det första byggprojektet kom igång 2008 i Warszawa i Polen. Förhandlingar med kunden hade pågått sedan 2006. Ett konkret projekt var enligt min uppfattning en förutsättning för att extern finansiering skulle kunna sökas med någon rimlig chans att lyckas. Utan detta projekt hade REHACT inte haft några direkta framgångar att visa på, ingen "traction"⁴⁴.

Att REHACT genom en samarbetspartner tecknat avtal kring det första projektet var därför mycket viktigt för möjligheterna att få finansiering. Intresset ökade också mycket riktigt och det första investeringsförslaget kom också i samband med detta.

Professionell styrelse

Det är en sak att entreprenören själv anser att den produkt man utvecklar har enorm potential. Men som entreprenör är man av uppenbara skäl inte neutral i sin bedömning. I Sverige är det inte ovanligt att företag skapas som avknoppningar från universitet eller högskolor och då finns ofta en eller två välmeriterade professorer med och ger trovärdighet åt produkten. I avsaknad av akademisk expertis med koppling till verksamheten har REHACT istället arbetat med att rekrytera en professionell styrelse. Våra första externa styrelsemedlemmar rekryterades 2008 och kom dels från ventilationsindustrin, dels från marknadsföringssektorn med kontakter i den gröna rörelsen. Ett år senare rekryterades personer från byggsektorn och från industrisektorn. Att detta skedde långt innan tankarna på att bli publika var viktigt; annars hade det förmodligen varit svårt att rekrytera in en helt ny styrelse med kort varsel. I ett publikt bolag får inte VD och styrelseordförande vara samma person, därför är det extra viktigt

⁴⁴ Direkt översatt: Friktion. Innebörden är att företaget ska kunna visa att man rör sig framåt kontinuerligt.

med en bra styrelse i ett publikt bolag. Styrelsens sammansättning har också ett tydligt signalvärde gentemot både potentiella kunder och investerare.

Kapitalinjektioner i REHACT AB

För att förstå den bakgrund som REHACTs ägare och styrelse arbetat utifrån återges här de kapitalinjektioner som REHACT genomfört innan beslutet att bli publika. Kapital kan skjutas till på olika sätt och på kort eller lång sikt. Jag har därför valt att fokusera på de händelser där minst 100 000 SEK kommit bolaget tillgodo under minst ett år, vilket innebär att eventuella kortare lån inte omfattas.

Första kapitaltillskottet

Företaget REHACT AB bildades i april 2005 genom köp av ett lagerbolag på revisorns förslag. Formellt skedde bolagsbildandet några månader tidigare men det har inga praktiska konsekvenser. Jerzy Hawraneks insats var en global tillverknings- och försäljningslicens för den unika värmeväxlaren AHE (senare kallad RVU) och vi var tre elever från Idéums uppfinnarskola⁴⁵ som satsade sammanlagt 300 000 SEK till företagets drift som vår insats. Jerzy Hawranek skulle få absolut majoritetsäggande i bolaget eftersom det på den utbildning där vi då fortfarande studerade propagerades för att "en uppfinnare aldrig ska släppa kontroll över sina uppfinningar". För oss andra kändes detta förfarande därför också logiskt; även om vi rent tekniskt agerade affärsänglar i denna transaktion identifierade vi oss mer med uppfinnaren. Vår mentala sinnebild var att det som var bra för uppfinnaren var bra för företaget.⁴⁶

Om vi hade startat bolaget från grunden skulle licensen utgjort en apportegendom som då skulle objektivt värderas och värderingen godkännas av en revisor. Detta kändes för

⁴⁵ <http://www.ideum.nu>

⁴⁶ <http://www.ideum.nu>

alla inblandade som en onödig kostnad och något som skulle fördröja företagsstarten. Vi hade under utbildningen själva räknat på det hela tillsammans med en av gästföreläsarna och kommit fram till att produkten om några år borde kunna generera intäkter på flera hundra miljoner per år. Istället beslöts det därför att alla skulle köpa sin andel av lagerbolaget från firman som tillhandahöll dem. Jerzy Hawranek hade dock svårt att få ihop till de pengar som skulle motsvara hans insats och för att ägarbilden skulle bli den vi avtalat om gav vi övriga tre ägare en del av de pengar som vi skulle satsa i företaget till Jerzy Hawranek för att han skulle kunna köpa sin andel i bolaget.

Samtidigt sköt vi till resterande pengar som ett ovillkorat aktieägartillskott så att bolaget skulle ha ett ordentligt fritt eget kapital att arbeta med.

Skillnaden mellan ett villkorat och ovillkorat aktieägartillskott är viktig. Ett villkorat aktieägartillskott⁴⁷ kan återbetalas av bolaget enligt de villkor man bestämmer när tillskottet sker, ofta att bolaget visar vinst och att det egna kapitalet är säkrat med viss marginal. Det brukar därför föredras i situationer som denna, när endast några av aktieägarna ska skjuta till kapital. Ett ovillkorat aktieägartillskott kan däremot inte tas tillbaka av den som tillfört det till bolaget. Rent krasst kan man säga att den som satsar pengar på detta sätt inte blir kompenserad för sin extrainsats oavsett hur bolaget utvecklas.

Genom aktieägartillskotten hade nu alla pengar som bestämts investerats i bolaget. Förutom Jerzy Hawranek, som skulle arbeta heltid med kommersialiseringen, var övriga aktieägare överens om att efter bästa förmåga bidra med eget arbete för att bolaget skulle utvecklas så snabbt som möjligt. Inga skriftliga avtal upprättades mellan parterna eftersom det investerade beloppet per person kändes begränsat och kostnaderna skulle

⁴⁷ <http://sv.wikipedia.org/wiki/Aktie%C3%A4gartillskott>

hållas nere. Fördelningen av vinster skulle ju ändå ske via aktieinnehavet i bolaget och delägarnas intresse var fokuserat på hur produkten bäst skulle kunna säljas.

Förutom att ägarandelarna framöver ändrades vid aktieemissioner, ändrades de även ett antal gånger genom privata aktietransaktioner mellan grundarna för att bättre reflektera den arbetsinsats som respektive part lade ner och i takt med att förtroendet växte mellan grundarna.

Andra kapitaltillskottet -lån från ALMI Västra Götalandsregionen

En grundförutsättning för att få in kapital från offentliga aktörer är att du själv kan matcha det lån som söks. Därför gäller det att söka offentligt kapital när du har, eller förväntas få, pengar så att du därigenom kan "dubbla" dina likvida medel.

Uppfinnarskolan Idéum⁴⁸ har ett nära samarbete med ALMI i Lidköping. Tack vare detta samarbete hade vi flera gånger träffat Almis representant och när vi bildat bolaget uppmuntrade han oss att söka ett innovationslån. Våra uppskattningar sade oss att vi behövde ca 100 000 SEK utöver det kapital vi själva satsat och vi sökte och fick beviljade detta lån i maj 2005⁴⁹. Lånet var förmånligt så till vida att man inte såg så mycket till säkerheter utan snarare till potentialen i affärsidén. Lånet var också förmånligt eftersom det är amorteringsfritt under en viss period (i detta fall 18 månader), det löper inledningsvis med en låg ränta, samt att ingen personlig borgen krävs. Nackdelar är att räntesatsen senare blir långt högre än vad en vanlig affärsbank skulle vilja ha. I vårt fall steg räntan från 3,75 procent till 8,00 procent.

⁴⁸ <http://www.ideum.nu>

⁴⁹ ALMI lån 1440PRO42006

Kapitalisering tre – företrädesemission

Året 2005 gjordes tester på SP, Sveriges Tekniska forsknings- och Provningsanstalt, och patentansökan för värmeväxlaren lämnades in. Kundkontakter togs men inga affärer konkretiserades. Trots att bolaget arbetade mycket med *bootstrapping* och i stort inte betalade ut några löner så krympte kassan månad efter månad. Ett år senare var det därför dags att skjuta in mer kapital igen. Denna gång beslöt vi att skjuta till totalt 175 000 SEK i bolaget. Denna summa var snarare baserad på hur mycket delägarna hade möjlighet att skjuta till än exakt vad bolaget behövde. Jerzy Hawranek deltog inte i denna emission och blev därför utspädd, men han behöll fortfarande majoriteten i bolaget. Det nya kapitaltillskottet skulle användas för att balansera ett nytt lån från Almi som var under ansökan. Det var också viktigt för att kunna visa revisorn att företaget hade likvida medel att fortsätta sin verksamhet. Utan likvida medel är det inte säkert att revisorn hade godkänt aktiveringen av de kostnader REHACT haft för patent på drygt 200 000 SEK.

En aktivering av nedlagda kostnader är en bokföringsteknisk åtgärd som görs för att visa på att vissa utgifter bygger upp en bestående tillgång i bolaget. I princip flyttas likvida medel (balansräkningen) till en annan typ av tillgång (balansräkningen) som man sedan, efter färdigställandet, skriver av under tillgångens livslängd (resultaträkningen). På så sätt kan man bättre visa på vilka tillgångar som finns i bolaget men också bättre balansera framtida intäkter från tillgången med avskrivning av densamma under samma räkenskapsår. En annan effekt är också att man förbättrar bolagets resultat genom att alla utgifter inte omedelbart kostnadsförs. Aktivering av kostnader kan dock inte göras helt valfritt, det måste finnas en projektplan. För att kunna aktivera kostnader krävs dessutom att man säkerställt *going concern* för företaget. Begreppet *going concern* innebär att företaget ska kunna visa på att det är

sannolikt att man kommer att ha tillräckligt med likvida medel för att färdigställa projektet så att det kan ge avkastning. Det är i viss mån en bedömningsfråga i samråd med revisorn, men utan att visa på sannolika möjligheter för finansiering kan det vara svårt.

I REHACTs fall investeras kontinuerligt pengar i form av löner och konsultkostnader för att bygga upp en patentportfölj, något som vi räknar med ska ge avkastning i framtiden. Att kostnadsföra patentutgifterna direkt hade varit både fel ur ett långsiktigt perspektiv men också bekymmersamt för företaget ur ett kortsiktigt perspektiv eftersom vi då riskerat aktiekapitalet. Intäkterna under perioden begränsade sig till 10 000 SEK som var en premie till de som kvalificerat sig som finalister i miljötekniktävlingen i Halmstad.

Kapitalisering fyra – Lån från Almi

I april 2007 lyckades bolaget, tack vare de pengar som satsades i juni 2006, sent omsider få in ytterligare kapital genom ett lån från ALMI på 175 000 SEK. Denna gång var villkoren tuffare, räntan på 8,50 procent löpte redan från första dagen och perioden för amorteringsfrihet var nu bara tolv månader.⁵⁰ Totalt hade vi nu 275 000 SEK i skulder från ALMI som löpte med en ränta på ca 8,50 procent.

Kapitalisering fem – Konvertibla skuldebrev till vänner och familj

Den krets som förväntas vara mottagliga för att satsa pengar tidigt brukar ofta sammanfattas som de tre F:en; Friends, Fools and Family. Vänner och familj är naturliga investerare eftersom de känner dig som privatperson och därigenom förhoppningsvis kan göra en mer insatt bedömning av förutsättningarna för dina möjligheter att driva företag. De vet om du har koll på din ekonomi, är driven och trovärdig etc. Dessutom har

⁵⁰ ALMI lån nr 1440PRO48248

de i bästa fall en positiv bias för dig och ofta en långsiktighet som bidrar till att de kanske inte ser lika kommersiellt på en "personlig" investering.⁵¹

Samtidigt skapar det en känslig situation. Eftersom vänner och familj satsar utifrån personligt förtroende och inte alltid utifrån ekonomiska bedömningar har de sällan möjlighet eller kunskap att göra en noggrann Due Diligence och därmed får de ingen möjlighet att värdera ett företag eller en affärsidé. Det är, i min mening, därför viktigt att de villkor som ställs upp blir rimliga och ger möjlighet till god avkastning för de som investerat i ett tidigt skede. Det gäller alltså att balansera de personliga intressena hos existerande ägare/grundare, att få en hög värdering på bolaget och därmed en minskad utspädning, med de nya ägarnas (i form av din familj och dina vänner) möjlighet att göra en investering som ger en vettig avkastning i förhållande till sitt höga risktagande. Trots att de flesta av mina bekanta som satsat pengar i REHACT uttrycker att de är medvetna om att hela det satsade kapitalet kan gå förlorat, var det för mig en avvägning som krävde eftertanke. Eftersom få i min familj har ekonomisk utbildning fanns det inte heller någon att "förhandla" med för att testa om villkoren verkade rimliga. Man hamnar lätt i väldigt binära resonemang, om affärsidén håller är den värd flera hundra miljoner kronor om året, om det inte håller är den värd noll kronor. Hur hittar man en vettig avvägning?

Vi landade i att i december 2007 erbjuda närståendekretsen att investera via ett konvertibelt lån, där räntan var mer attraktiv än vid sparande (ca 5 procent första året och därefter stigande) och där värderingen på bolaget vid en konvertering var rimligt hög utifrån var vi trodde att bolaget skulle befinna sig vid konverteringstidpunkten om fem år. Vi vände oss till ett trettiotal personer som vi trodde skulle kunna vara

⁵¹ Barringer Ireland, sidan 287

intresserade och ca 25 personer var villiga att satsa. I denna emission tog vi in 350 000 SEK. Författaren satsade dock 150 000 SEK av dessa 350 000 SEK personligen för att fylla emissionen. För mig var det också mentalt ett större steg att ta in pengar från mina föräldrar än från en professionell riskkapitalist.

Kapitalisering sex – ”såddlån” från Västra Götalandsregionen

Med de pengar vi hade i kassan vid årsskiftet 2007/2008 sökte vi nu pengar för att kunna produktifiera värmeväxlaren. Vi hade fortfarande inga intäkter från försäljning att tala om men Jerzy Hawranek hade fått kontrakt på att leverera systemet till ett bygge i Polen var förhoppningarna om fortsatta försäljningsframgångar stora. Att det drog ut på tiden ansåg vi berodde mycket på att det saknades referenser och att värmeväxlaren fortfarande kändes för ”hemmagjord”.

Vi hade nu uttömt finansieringsmöjligheterna hos ALMI och vände oss därför till Västra Götalandsregionen som erbjöd så kallade såddlån. Vi ansökte och fick beviljat lån på totalt 785 000 SEK för ”En pilotinstallation för att kunna visa systemet i drift samt kunskap om hur tillverkningsprocessen ska kunna optimeras. Patentskydd för produkten.”. Lånet löper med en mycket förmånlig ränta, två procentenheter över riksbankens referensränta. Amorteringarna var kopplade till försäljning av varor och av licenser vilket också var mer förmånligt än exempelvis ALMIs lån.

Kapitalisering sju – konvertibellån 2

Under året 2008 började REHACT få mycket uppmärksamhet och det kändes som att det fanns ett bredare intresse att investera pengar i bolaget. Författaren hade formellt tillträtt som VD i mars 2008 och även om bolaget fortfarande gick på sparlåga hade de löpande kostnaderna börjat stiga. Mycket positivt hade dock hänt i form av externa erkännanden från bland annat WWF och Globe Forum. Vi bestämde oss därför att ge ut

ett nytt konvertibellån. Räntevillkoren sattes till liknande nivåer som det första konvertibellånet medan konverteringskursen sattes ca 35 procent högre än det tidigare konvertibellånet. Genom denna emission fick bolaget in 280 000 SEK varav författaren själv satsade 35 000 SEK.

Kapitalisering åtta – missad möjlighet

Sedan bolaget upptagits till företagsacceleratorn Stockholm Innovation and Growth (STING) ökade möjligheterna att få presentera företaget för riskkapital. Under tiden på STING förhandlade VD med minst fyra olika investerare varav en förhandling kom så långt att det presenterades ett *Term Sheet* från investeraren. Investeringen erbjöds i form av ett konvertibelt lån som skulle löpa under tre år med en ränta på ca 8 procent per år. Det innebar att av det investerade beloppet skulle hela 24 procent återbetalas. Investeringen skulle också delas upp i två lika stora delar, där den andra delen skulle betalas ut när bolaget anställt en säljare med teknisk bakgrund och tecknat avtal med sin andra kund. Konverteringskursen tre år efter investeringen skulle motsvara en bolagsvärdering på ca 6 miljoner SEK. Om investeraren ändå inte ansåg att det var värt att konvertera skulle bolaget bli återbetalningsskyldigt för hela lånet. En viss förtida konverteringsskyldighet förelåg vid vissa situationer under lånets löptid. Om Bolaget exempelvis hamnade i ett läge där man tvingades upprätta kontrollbalansräkning skulle investeraren vara skyldig att konvertera så mycket att det egna kapitalet återställdes. Vi upplevde avtalet som hårt vinklat till investerarens fördel. Det var svårt att acceptera när vi precis tagit in pengar från familj och vänner på en väsentligt högre värdering. Som ägare ville vi minska utspädningen. Men istället för att ifrågasätta värderingen, vilket vi bedömde skulle vara meningslöst, försökte vi reducera beloppet som skulle investeras från två till en miljon SEK. Genom att minska våra egna löner under

treårsperioden skulle kapitalbehovet också minskas med motsvarande kapital. För oss kändes det som en lösning som borde tilltala investeraren eftersom det visade på vår starka tro till företagets snabba utveckling och vår vilja att på egen bekostnad hålla nere löner m.m. Men i slutändan ansåg de att vårt förslag till förändrat avtal innebar att vi tackade nej till deras erbjudande och de drog då tillbaka detta.

Investeringen föll alltså efter några månaders förhandlingar. Huvudägarna och investeraren kunde inte komma överens om villkoren för investeringen. De främsta skälen från ägarnas sida var att vi upplevde att REHACT värderades för lågt och att villkoren om insyn och inflytande i investeraravtalet var för löst formulerade, vilket av grundarna upplevdes som riskabelt. Investerarnas främsta skäl var att de inte var villiga att omförhandla avtalet utan istället gick vidare till nästa affär. Vilket visar på den oerhört skeva maktbalansen mellan investerare och de flesta entreprenörer.

Oviljan hos en VC att förhandla om ett givet erbjudande är också något som Bloomberg diskuterar: "...if someone holds out for better terms that suits his or her particular circumstances, this may well cripple the deal, since it will meet with intransigence."⁵², ⁵³.

Detta beteende var vi inte vana vid, vi utgick från att investeringsförslaget var öppet för diskussion och viss omförhandling för att båda parter skulle vara nöjda. Vi tänkte också att det visat tecken på dåligt affärsmannaskap om vi hade accepterat erbjudandet rakt av utan att ens försöka förhandla till oss bättre villkor.

Kapitalresning nio A – aktieägartillskott

REHACT hade vi denna tid brutet räkenskapsår och bokslutsåret slutade sista april. I januari 2009 gjorde styrelsen bedömningen att bolagets balansräkning var ansträngd på grund av att det fanns för lite eget kapital i förhållande till skulder. På skuldsidan fanns

⁵² Bloomberg, Venture Capital Funding, page 115

⁵³ Intransigence: Kan översättas med "orubblighet", författarens översättning.

lånen från ALMI och Västra Götalandsregionen men även de konvertibla lånen vi gett ut till vänner och bekanta räknades in. Årets negativa resultat skulle innebära att det egna kapitalet skulle vara förbrukat och bolaget stå inför likvidationsbeslut, trots att det fanns pengar på banken. De två näst största aktieägarna, Svante Bengtsson och Staffan Mastling, valde då att skjuta in ytterligare 100 000 SEK i ovillkorat aktieägartillskott. Det innebar att bolaget tillfördes kapital men att inga aktier gavs ut i kompensation till investerarna.

Ett ovillkorat aktieägartillskott kan som tidigare nämnts aldrig krävas tillbaka. Det är ett snabbt sätt att få in pengar i bolaget men används enbart i krissituationer just eftersom man inte får någonting tillbaka. Vi valde att göra det av tidsnöd men också för att visa kommande investerare att vi trodde stenhårt på bolaget.

Kapitalresning nio B – förtida konvertering

Våren 2009 togs också ett beslut om att erbjuda de privatpersoner som ägde konvertibla skuldebrev förtida konvertering till en lägre konverteringskurs. Om samtliga tecknade sig skulle bolagets skulder minska med $350\,000\text{ SEK} + 280\,000\text{ SEK} = 630\,000\text{ SEK}$.

Återigen konfronterades ägarna med problematiken kring hur konverteringskursen skulle bestämmas. Vad var en rimlig konverteringskurs? Slutligen beslöt man sig för att gå på den kurs som låg något över vad den professionelle investeraren erbjudit under förhandlingarna. Erbjudandet mottogs väl av de flesta konvertibelinnehavarna och alla utom en tackade ja till erbjudandet. Vad jag minns fick vi inga kommentarer på kursen, snarare kommentarer som "självklart, om det är bäst för bolaget.". Vilket visar att personliga relationer och förtroende betyder mycket för att snabbt kunna hitta lösningar på problem. Tack vare denna konvertering av skulder till fritt eget kapital

räddades bolaget från behovet av att tvingas upprätta kontrollbalansräkning och även från likvidationskrav.

Den uppkomna situationen i REHACT underströk vikten av att prognostisera bolagets finansiella ställning flera månader framåt och varför det kan vara frestande, men farligt, för nuvarande aktieägare att ta in lån som finansiering i tidiga skeden för att undvika utspädning. Långgivarna ges nämligen en stark förhandlingsposition om lånet inte kan lösas tillbaka eller måste konverteras till aktier. Något som bland annat Northland Resources aktieägare bittert fick erfara i september 2013.⁵⁴ Deras aktier späddes då ut med nästan 85 procent efter att långgivare förhandlat hårt för att gå med på att byta sina fordringar mot aktier i bolaget. Uttrycket "Den som är satt i skuld är inte fri" har sällan varit mer talande.⁵⁵ Det visar också hur snabbt det ekonomiska läget kan förändras om en investering inte blir av eller drar ut på tiden.

Kapitalresning nummer tio – riktad emission

Den justering av balansen mellan skulder och fritt eget kapital som gjordes under våren 2009 bedömdes dock inte räcka länge och REHACT arbetade därför vidare med att söka nya kapitaltillskott. Samtal hade under längre tid förts med statliga Innovationsbron men det hela drog ut på tiden. Inte heller hade tillräckligt mycket hänt i REHACT för att det skulle vara lönt att återuppta kontakten med andra professionella investerare varför vi återgick till det privata alternativet. Som tidigare kommenterats hade vi nu övergivit lånefinansiering då det eventuellt skulle medföra mer problem om bolagets skulder ökade. I april 2009 vände vi oss åter till närståendekretsen som även denna gång ställde upp med kapital. Denna gång var det lite trögare men 107 200 SEK togs ändå in via den närmaste familjen, vilket gav REHACT en andningspaus över sommaren.

⁵⁴ Kursen kan rasa till en krona, Svenska Dagbladet Näringsliv, nätupplaga 4 september 2003.

⁵⁵ Uttrycket är titeln på tidigare stadsministern Göran Perssons självbiografi

Kapitalresning elva – Innovationsbron AB

REHACT hade sedan nästan ett år tillbaka förhandlat med statliga *Innovationsbron AB* kring en investering på en miljon kronor. Investeringen hade bromsats av att Innovationsbron inte ville konkurrera med privata alternativ och därför hade "lagt oss på paus" medan vi förhandlade med investeraren beskriven i steg åtta ovan. När diskussionerna i steg åtta inte ledde till en investering ville man dock inte omedelbart ta upp frågan igen utan tillämpade ungefär sex månaders karenstid. Innovationsbron hade dock hela tiden varit positiv till REHACT som bolag då vi passade mallen för den typ av bolag man letade efter; miljöteknikbolag i tidigt skede med första kunderna men där det saknades riskkapital. Innovationsbron stöttar även inkubatorn Stockholm Innovation and Growth's verksamhet där vi tidigare varit ett inkubatorbolag. Återigen hade vi nytta av den personliga kontakten för att hålla deras intresse vid liv och därigenom underlätta en investering.

Den investering som Innovationsbron gjorde var i form av direkt aktiekapital, något som REHACT oundgängligen behövde vid denna tidpunkt. Innovationsbron hade dock inget krav på ett investeringsavtal på det sätt som affärsänglar och riskkapitalister så ofta gör, vilket jag såg som en stor fördel. De skulle få en relativt stor andel av företaget (till en värdering som understeg det våra privata investerare hade betalat bara några månader tidigare), men vi som ägare skulle ha full frihet att själva utveckla bolaget. Det kändes som en oväntad bonus för i realiteten hade vi inte några andra alternativ just då.

Först i september blev investeringen klar och pengarna inbetalda till REHACT's konto. Jag hade då under sommaren inte tagit ut lön och haft återkommande diskussioner med revisorn kring alternativplaner utifall att investeringen fördröjdes ytterligare. Tack och lov blev det inte så. Efter denna "nära döden"-upplevelse började jag återigen fundera på

vilka långsiktiga alternativ vi hade. Låt oss därför göra en avstickare i denna framställning för att belysa pengars värde för en startup.

Hur långt räcker egentligen en miljon kronor?

För en person som inte varit arbetsgivare känns ofta en miljon kronor som en imponerande stor summa pengar. Att spara ihop till en miljon kronor i Sverige tar mycket långt tid för de allra flesta.⁵⁶ Innan vi går vidare kan det därför vara värt att kort reflektera över hur långt en miljon kronor egentligen räcker för ett företag. För att tydliggöra exemplet plockar jag bort alla andra intäkter och utgifter, väl medveten om att detta är en grov förenkling då det alltid finns gott om utgifter för revisorer, lokaler, telefoner, resor, datorer, bokföring m.m. Det som ger den tydligaste uppfattningen om hur långt pengarna räcker är om man jämför vad pengarna skulle motsvara i kostnad för arbetskraft. Se tabell nedan.

Grundlön per månad	Sociala avgifter per månad (avrundad till 32 procent)	Total utgift för företaget per månad	Utgift per anställd och år	Antal år 1 MSEK räcker beroende på antal anställda			
				1	2	3	4
20 000 SEK	6 400 SEK	26 400 SEK	316 800 SEK	3,2	1,6	1,1	0,8
30 000 SEK	9 600 SEK	39 600 SEK	475 200 SEK	2,1	1,1	0,7	0,5
40 000 SEK	12 800 SEK	52 800 SEK	633 600 SEK	1,6	0,8	0,5	0,4

Figur 4: Tabell över hur långt en investering räcker

Av tabellen framgår att ett bolag i REHACTs situation, utan intäkter och med två seniora personer bosatta i Stockholmsområdet som förväntar sig en månadslön på ca 30-40 000 SEK, knappt klarar sig ett år vid en investering på 1 miljon kronor. Min lön innan jag påbörjade mina studier år 2003 låg exempelvis på ca 38 000 SEK per månad. Till denna kostnad bör även privata pensionsavsättningar tillkomma. En investering på en miljon SEK är därmed tyvärr ingenting som kommer att lyfta företaget eller möjliggöra

⁵⁶ Kan man spara 5 000 SEK per månad tar det 200 månader d.v.s. ca 16,7 år att spara en miljon SEK. Medellönen i Sverige är ca 27 000 SEK per månad.

någon större expansion av verksamheten annat än under fortsatt bootstrapping, om inte försäljningen kommer igång på allvar.

Ägarfinansierad bootstrapping

REHACT höll fortfarande kostnaderna på så låg nivå som möjligt, exempelvis hade vi sagt upp våra lokaler i Kista och huserade utan kostnad för bolaget i min egen bostad. Eftersom REHACT fortfarande hade mycket osäkra intäktsströmmar hade vi med investeringen från Innovationsbron i praktiken köpt oss något mindre än ett års tid att driva företaget vidare. Eftersom företagets överlevnad var viktigare än vår personliga levnadsstandard höll vi nu lönerna nere under de nivåer som skulle varit skäliga om vi varit anställda, s.k. ägarfinansierad bootstrapping.⁵⁷ Under 2009 tog jag exempelvis i genomsnitt ut endast 10 000 SEK per månad i lön. Enligt den budget som presenterades för styrelsen i december 2009 skulle de likvida medlen, trots våra ansträngningar att hålla nere kostnaderna, inte räcka längre än till juni 2010. Då föddes på allvar tanken på att försöka ta in kapital genom en publik finansieringsrunda.

⁵⁷ Landström och Löwegren, *Entreprenörskap* sid 258

Att resa pengar i dåliga tider

Många ägare till bolag avstår från att notera sina bolag när börsen går dåligt.⁵⁸ Logiken bakom resonemanget är att investerarna är beredda att betala bättre när aktiekurserna generellt stigit och man upplever att man ligger på plus, till skillnad från om aktieinnehavet har minskat i värde och man ligger på minus. Med mindre kapital på börsen värderas också bolagen lägre om man ser till exempelvis vinstmultiplar.⁵⁹ Detta är troligen sant för tiden direkt efter en stor nedgång på världens börser och för bolag som behöver mycket pengar, alternativt bolag där man har en existerande rörelse. Men för ett oprövat bolag med mindre kapitalbehov är det inte självklart en nackdel att tiderna upplevs som dåliga: det är nämligen lättare att synas när inte så många andra är ute. Med de små belopp som en privat investerare stoppar in (mellan 5 000-10 000 SEK i genomsnitt) är det pengar som ofta ändå är tillgängliga eftersom de troligen kommer från månadssparande och därmed inte kräver någon direkt omplacering av tillgångar. Paradoxalt nog kan det därför vara lättare för nya och oprövade bolag att ta in pengar i tider när mer etablerade bolag avvaktar.⁶⁰ Mycket riktigt så har 2014 sett många fler introduktioner än 2013.⁶¹ Nasdaq OMX har sett ca 58 nyintroduktioner under 2014, jämfört med 29 nyintroduktioner under 2013.⁶²

⁵⁸ Placera.nu debatt, 2 januari 2014

⁵⁹ Karpov B, Klevenstedt J, sidan 59

⁶⁰ Uppsats kring överavkastning på handelsplatser

⁶¹ SVD Näringsliv, 8 augusti 2014

⁶² Nasdaq OMX, noteringsöversikt

Starka eller svaga ägare?

Föreställ er ett bolag som bara består av anställda tjänstemän som inte själva äger någon del av bolaget och där det inte heller finns en stark ägargrupp som kan kontrollera bolagets styrelse och ledning. För tjänstemännen har då aktien inte något direkt värde och att ta in pengar via nyemissioner blir ett enkelt sätt att finansiera bolagets verksamhet. Vid ett behov av att ta in pengar försvagas också förhandlingspositionen gentemot investeraren av att tjänstemännen inte behöver tänka på utspädningseffekten. Mer vikt läggs på att få möjlighet att driva bolaget vidare.

Ett bolag med en stark ägare har istället inställningen att ett bolag ska finansieras så billigt som möjligt och är därför mer noga med att inte i onödan späda ut aktiekapitalet. Detta gynnar även mindre aktieägare då det håller tillbaka även deras utspädning eftersom alla aktieägare ska behandlas lika.⁶³

Några plattformar för handel med aktier i publika bolag

Alternativa aktiemarknaden

Alternativa aktiemarknaden är en handelsplats som drivs av ett antal entusiaster med bakgrund från stockholmsbörsen och från värdepappershandel. Man accepterar bolag i tidigt skede (före intäkter) och istället för en tung regelbok betygsätter Alternativa bolagens informationsgivning. Handeln med aktier sker inte dagligen utan vanligtvis en gång i månaden eller kvartalsvis. Anledningen till detta är att man anser att likviditeten (balansen mellan köpare och säljare) i aktien ofta är dålig i okända bolag. En dålig likviditet leder ofta till att det finns fler säljare än köpare och därigenom pressas priset

⁶³ Hart, sidan 127

på aktien i onödan. Genom att samla upp alla köpare och säljare till en fokusperiod är tanken att få bättre balans mellan köpare och säljare.⁶⁴

Alternativa fungerar också som en introduktionsplattform för bolag som senare vill ta klivet upp till en större handelsplats. Tiden på Alternativa ska då förbereda bolagen på de krav på informationsgivning och regelefterlevnad som blir mer väsentliga om bolagets aktier handlas på en plattform med daglig handel. Denna policy har man nu omvärderat och man söker aktivt övertyga bolag på de övriga listorna att överge daglig handel och istället låta Alternativa ta över den organiserade handeln för bolagets aktier. Alternativa har ingen automatiserad elektronisk handelsplattform och all orderläggning sker via telefon, epost eller liknande. Det gör systemet svåråtkomligt och det faktum att en investerare är begränsad till ett fåtal dagar per år att handla i aktien minskar troligen i sig likviditeten i de anslutna aktierna jämfört med de plattformar som är tillgängliga via nätmäklare. För en investerare går det inte att reagera omedelbart på nyheter som bolaget släpper.

Aktietorget (MTF)

Aktietorget AB driver en marknadsplats för handel med aktier, en så kallad MTF⁶⁵.

Aktietorget står därför under Finansinspektionens tillsyn. Syftet med plattformen är att möjliggöra för mindre, entreprenörsledda bolag att skaffa kapital till sin utveckling men också att tillhandahålla en effektiv, säker och sund marknadsplats för handel med aktierna i de listade bolagen. Aktietorget har ca 150 bolag anslutna för daglig handel. Då Aktietorget är anslutet till samma stora system som NASDAQ OMX innebär det att aktier

⁶⁴ www.alternativa.se

⁶⁵ Multilateral Trading Facility

som är listade kan handlas via alla banker och aktiemäklare som är ansluta till systemet, exempelvis Avanza och Nordnet.⁶⁶

Nasdaq OMX First North (MTF)

Nasdaq OMX First North är en handelsplats (MTF) som drivs av Stockholmsbörsen. De bolag som är noterade på First North är oftast något större än på Aktietorget. Bolagen betalar en lägre avgift till Börsen än vad man gör till Aktietorget AB men i gengäld måste bolaget anlita en *certified adviser* vars uppgift det är att se till att bolaget följer det regelverk som Börsen har satt upp gällande rapportering m.m. Kostnaderna för att vara noterad på First North är troligen större än på Aktietorget för ett bolag med endast ett värdepapper listat, men om man har fler värdepapper noterade på handelsplatsen kan det jämnas ut sig över tid.⁶⁷

⁶⁶ www.aktietorget.se

⁶⁷ <http://www.firstnorth.se>

Analys

Beslutet att bli publika

I denna avdelning kommer jag att varva de diskussioner som fördes internt med de teorier som presenterades i teoriavsnittet för att på så sätt analysera händelseförloppet.

Skälen för bolaget

Som jag tidigare nämnt hade REHACT osäkra intäktsströmmar ända sedan starten. Den installation som hade påbörjats i Polen 2007 hade flera gånger försenats vilket inneburit merkostnader som vi hade svårt att få ersättning för. Även om min kompanjon var fortsatt mycket positiv till möjligheten att snabbt få in fler projekt i Polen var min bedömning att dessa inte tillräckligt snabbt kunde ge kapital till REHACT. Om de verkligen blev av skulle dessa projekt riskera att binda upp ytterligare kapital på grund av att REHACT troligen skulle bli tvingat att förskottera leverantörer för att producera och leverera varor och tjänster.

Det var också fortsatt instabilt på finansmarknaden och samtalen med andra riskkapitalaktörer gick trögt. Många fonder jag pratade med var främst inriktade på att hjälpa sina existerande investeringar att överleva och eftersom byggsektorn bromsat in kraftigt under andra halvan av 2008⁶⁸ var det få som var intresserade av att investera i denna sektor. Byggsektorn har också ett rykte om sig att många affärer inte görs upp utifrån ren affärslogik utan snarare via gentjänster, ryggdunkningar och rena mutor. Uppmärksammade fall i Sverige de senaste fem åren är Göteborgshärvan⁶⁹ och

⁶⁸ Skanska minskar personalstyrkan, <http://www.skanska.se/sv/Om-Skanska/Pressmeddelande/Nyhet/?nid=cFoTRJtw>

⁶⁹ Muthärvan i Göteborg; <http://www.gp.se/nyheter/goteborg/1.1740607--mutharvan-ar-bara-toppen-av-ett-isberg->, kontrollerade 2014-07-15

mutåtalen mot höga ledare inom PEAB⁷⁰ kring arbetena på Nationalarenan i Solna (sedermera omdöpt till Friends arena). Branschen är också känd för att byggbolagen i Sverige har ett extremt stort inflytande över byggprocessen. Därmed är prispressen på leverantörerna hård och så pressad att även stora leverantörer riskerar konkurs om byggherren fördröjer betalningen. Exempel under senare år är konkursen för stomleverantören till Stockholmsarenan⁷¹ som hamnade i konflikt med PEAB samt konflikten mellan IKEA och BM Impex⁷² som resulterade i den senares konkurs. I februari 2010 pågick fortfarande diskussioner med kinesiska investerare, ALMI Invest, Sustainable Technologies Fund samt Coach and Capital. Dessa samtal hade kommit olika långt men ingen av investerarna hade konkretiserat det hela till ett Term Sheet varför det får anses att de inte var helt övertygade om riktigheten att investera i REHACT. Många var också osäkra på kring om tekniken höll det den lovade. I styrelseprotokollet från februari 2010 kan man läsa att min bedömning är att bolaget, utifrån de offerter som lämnats i Polen, behövde få in 4 miljoner SEK under 2010 och 3 miljoner SEK under 2011 innan vi kunde räkna med intäkter från försäljning. Styrelsens och min bedömning baserades på tidigare erfarenhet att det var osannolikt att vi skulle kunna få in kapital från riskkapitalbolag innan bolaget visat att produkten fungerade och därmed gick att sälja i volym. De relativt framgångsrika emissionerna till privatpersoner hade istället gett en viss mersmak och det kändes attraktivt att själv kunna sätta tidplanen. Dock var det inte troligt att släkt och vänner var beredda att satsa ytterligare mer pengar på REHACT inom så kort tid.

⁷⁰ Rykten om mutor kring PEAB: <http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article3168037.ece>, kontrollerade 2014-07-15

⁷¹ Stomleverantör i konkurs: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/betongmastarna-i-konkurs_7223793.svd, kontrollerad 2014-07-15

⁷² BM Impex i konkurs efter dispyt med IKEA om betalningar: http://www.realtid.se/ArticlePages/201012/08/20101208164553_Realtid958/20101208164553_Realtid958.dbp.asp, kontrollerade 2014-07-15

REHACT hade under min tid som VD varit framgångsrikt på att synas i media och därmed börjat bygga upp ett varumärke som ett av Sveriges mest intressanta och internationellt prisbelönda nya miljöteknikbolag.

Ett antal gånger hade jag också fått frågan från privatpersoner om det inte gick att investera i REHACT? Min känsla av att privatpersoner var beredda att investera de pengar bolaget behövde växte. För företaget hägrade möjligheten att få en mer långsiktig finansiering så att de produktutvecklingssteg man ansåg nödvändiga kunde tas och kundkontrakt säkras.

En publik notering skulle dock stänga dörren till riskkapital under många år framöver; ända tills att värderingen av bolaget kunde göras med ett mer traditionellt beräkningssätt, d.v.s. utifrån faktisk, historisk intjäningsförmåga. Aktiemarknaden är också nyckfull och investeringsviljan är till stor del beroende på hur börsen i helhet har gått. Har börsen gått bra kan det vara intressant för en privatperson att satsa en del av sin vinst i ett nytt företag med en spännande affärsidé. Som privatperson kanske man inte inser hur länge de pengarna riskerar att bindas upp i ett bolag. En riskkapitalist har ofta erfarenhet att det tar tid att bygga verksamhet och även om man ligger på för att verksamheten ska utvecklas har man redan vid investeringstillfället avsatt både ett visst antal år, vanligen 3-5 år, och ett visst kapital för att utveckla bolaget.⁷³

Personliga skäl för ägarna

Ur ett ägarperspektiv insåg vi, baserat på Innovationsbrons tidigare investering och förhandlingar med tidigare riskkapitalister, att en ny förhandling med en enskild investerare vid en tidpunkt då vi dessutom var under stark tidspress skulle pressa värderingen på bolaget rejält, om det ens var möjligt att hitta en intressent. Alternativet,

⁷³ Barringer B & Ireland R, sidan 292

en publik emission, hade också fördelen att bolaget fortsättningsvis kunde hålla en hög nivå av flexibilitet och självständighet eftersom man slapp bindande aktieägaravtal kring hur bolaget skulle styras och utvecklas.⁷⁴ Bolaget skulle styras av röstmajoriteten, helt enligt aktiebolagslagens grundtanke. Röstmajoriteten kunde, om företaget utvecklades enligt prognoserna, hållas hos grundarna genom röststarka A-aktier.

En publik notering skulle också, i alla fall teoretiskt sett, ge nuvarande ägare en viss möjlighet att i framtiden avyttra en del av sina aktier till nya spekulanter och på så sätt återvinna en del av de pengar som satsats. Det skulle vara effektivare och flexiblare än att låta bolaget betala ut höga löner eftersom höga löner medför en högre marginalsatt. Efter att ha arbetat ett antal år i stort sett gratis och samtidigt satsat pengar i bolaget var privatekonomin inte på topp och detta framstod som en intressant möjlighet. Det förutsatte dock att handeln i aktien var god så att eventuella försäljningar av ägarna inte pressade kursen nedåt. Detta skulle dock kräva att bolaget började generera intäkter relativt snabbt, annars löpte vi risken att investerarna skulle sälja av sina aktier på den marknadsplats som då fanns tillgänglig.

Värdering vid nyemission

Det finns ett antal etablerade värderingmetoder för existerande bolag. De flesta utgår från bolagets historiska intjäningsförmåga och värdet på bolaget räknas sedan fram utifrån prognoser om framtida intjäningsförmåga. Dessa är dock omöjliga att använda på ett bolag som ännu inte haft några intäkter. Jag har också tidigare diskuterat att det är svårt att sätta ett värde på bolaget vid en publik emission eftersom det då inte finns en tydlig motpart att förhandla med. Dock är det min bestämda känsla att många mindre investerare inte i första hand tittar på värdering av bolaget, den s.k. pre-money-

⁷⁴ Hart, sidan 126-129

värderingen. Många vet att det är hög risk att investera tidigt och därför har man svårt att säga om 10, 20 eller 100 miljoner är rätt värdering på ett bolag. Det är då lätt att istället fokusera på aktiekursen och göra den farliga förenklingen att en aktie för 1 SEK är billigare än en aktie för 10 SEK. Aktiekursen är dock helt irrelevant om man inte kopplar den till antalet aktier och därmed bolagets totala värde (market cap).

För att hitta en vettig nivå gjorde jag en jämförelse med andra bolag som gått ut med publika erbjudanden nyligen. Särskilt ett bolag stod ut: Soltech Energy AB. Det var också ett miljöteknikbolag med en intressant produkt som inte hade börjat sälja ännu. Man hade verksamhet i Spanien, även om den marknaden dog med fastighetsmarknaden 2008. De hade värderat sitt bolag till 100 miljoner kronor pre-money⁷⁵ varför jag tyckte att 60 Mkr pre-money borde vara rimligt i vårt fall. Om vi nådde våra mål och omsatte några hundra miljoner per år var detta en värdering som gav möjlighet till bra avkastning för alla som investerat.

Vikten av ordning och reda

Alla marknadsplatser är beroende av att investerarna känner förtroende för att de bolag som presenteras är seriösa. De mer luttrade investerarna vet att det är extremt hög risk i tidiga skeden, men så länge bolagen är värderade i förhållande till detta och ledningen visar att man är gör rätt saker för att bygga värde i bolaget, kan det vara intressant att satsa pengar. På grund av att investerarna ändå har relativt liten insyn i verksamheten är förtroende nyckeln för alla typer av investeringar. Förtroende skapas av bolaget, men även av marknadsplatsen. Därför är marknadsplatserna beroende av att undvika skandaler i de bolag som handlas hos dem; det kan smitta av sig på hela marknadsplatsen. Incitamentet att acceptera många bolag är att marknadsplatsen tjänar

⁷⁵ Pre-money innebär bolagets värdering före investeringen är genomförd.

pengar på varje bolag som handlas. Exempelvis har Aktietorget länge dragits med ett rykte om att acceptera undermåliga bolag i syfte att öka sina egna intäkter.

Rapporteringskrav

Ett av de tunga argumenten mot att bli publika och listade är att rapporteringskraven ökar väsentligt vilket skulle kunna medföra att fokus flyttas från att skapa affärer till att skapa rapporter. Men är skillnaden när det gäller rapporter verkligen så stor? Den största skillnaden är att de rapporter du publicerar kommer att bli publika och att eventuella korrigeringar också blir det.

Men om du tar in professionellt kapital ökar också kraven på rapportering. I vissa av de Term Sheets som presenterats för mig ska rapportering ske månatligen. Det är mycket högre krav än de krav på kvartalsrapporter som ställs från publika marknadsplatser som exempelvis Aktietorget eller First North.

Val av marknadsplats

I samband med att REHACT valde att bli publika måste även en plattform för bolagets aktier bestämmas. Om investerarna uppfattade att deras kapital skulle vara inlåst under en längre tid, utan möjlighet till avyttring, bedömde vi att färre personer skulle vara villiga att investera. Vi var därför tvungna att välja en plattform bland dem jag räknat upp i empiridelen: Alternativa aktiemarknaden, Aktietorget och First North.

Valet föll på Alternativa aktiemarknaden. Valet var enkelt: vi hade få aktieägare, kostnaden och kraven var låga och tanken på en effektiv handel genom begränsat antal handelsperioder verkade bra. Tanken var att stora kurssvängningar därmed kunde undvikas, vilket bedömdes viktigt initialt. Detta bekräftas i efterhand av en studie från

Linköpings Universitet, där Alternativa aktiemarknaden är den handelsplats vars bolag har jämnast kursutveckling såväl under börsuppgång som under börsnedgång.⁷⁶

⁷⁶ Karpov B, Klevenstedt J, sidan 36

Slutsatser

Hur fritt är valet?

Många teorier kring finansiering går ut på att investeringsprocessen är ett slags match making, där entreprenören ska välja den investerare som vid varje tidpunkt är "rätt" för bolaget.⁷⁷ Problemet med denna inställning är att det inte råder ett 1:1-förhållande mellan antalet bolag som söker finansiering och antalet möjliga finansiärer. Inte heller delar man samma uppfattning om vad som är finansierbart, troligen mycket för att man har olika uppfattningar om affärsidéns marknadspotential⁷⁸ och hur lång tid det kommer att ta att nå fram till marknaden. På samma sätt som skivbolag tackade nej till The Beatles händer det att riskkapital tackar nej till företag som sedan ändå lyckas. Det omvända förhållandet råder också: många av de investeringar som görs av riskkapital blir inte framgångssagor.

På frågan "Finns det tillräckligt mycket riskkapital i Sverige?" har jag därför hört både svaren "ja" och "nej". En investerare som inte hittar tillräckligt många attraktiva investeringar anser givetvis att det finns tillräckligt med kapital, bristen är att det inte finns tillräckligt med bra affärsidéer/duktiga entreprenörer. Entreprenören som inte får den sökta finansieringen anser på samma sätt att det saknas riskvilligt kapital som delar hans/hennes uppfattning om marknadspotentialen.

Det sägs att en av de egenskaper som en duktig entreprenör behöver besitta för att lyckas är förmågan att hitta lösningar på knepiga situationer. Utan ett kapitaltillskott hade REHACT gått under och för bolaget var det därför ett rationellt beslut att söka kapital publikt, inga andra medel stod just då till vårt förfogande. Genom att bolagets

⁷⁷ Barringer B, Ireland R, sidan 288

⁷⁸ Med marknadspotential avser författaren den sammanvägda potentialen hos företaget, d.v.s. både värdet av produkten/tjänsten sammanvägt med entreprenörens uppskattade förmåga att nå full potential.

varumärke under min tid som VD medvetet hade byggts upp fanns också möjligheten att söka kapital publikt när vi behövde den.

Genom att beskriva de frågeställningar bolaget hamnade i och ställa dem gentemot tillgänglig teori har jag också uppfyllt syftet med uppsatsen.

Reflektioner

I efterhand kan man konstatera att vi tre som investerade kapital i Jerzy Hawraneks idé kring värmexlaren RVU var mycket naiva både vad gäller företagsbyggande och vad gäller byggbranschen och dess villighet att ta till sig ny teknik. Ingen av oss tre hade heller då någon branschkunedom eller några djupare tekniska kunskaper om fastighetssystem. Hade vi haft det hade vi kanske insett att resan mot framgång troligen skulle bli längre än de scenarion Jerzy Hawranek målade upp när vi startade bolaget. Vi litade på hans tankar om att tekniken skulle bevisa sin egen förträfflighet. Tankefelet ledde till att fokus inledningsvis hamnade enbart på teknikutveckling och inte speciellt mycket på marknadsföring, organisationsbyggande eller de administrativa bitar som måste finnas på plats för att bygga ett företag. Det ledde också till att vi trodde att Jerzy Hawranek i stort sett ensam skulle kunna få igång försäljning m.m. Trots allt var han ju inledningsvis ensam majoritetsägare och ville inte släppa för stora delar av kontrollen till någon annan. Bolaget var därför redan från början underfinansierat och det tog ändå till 2010, efter den första publika nyemissionen, innan REHACT hade en kassa av någorlunda storlek.

Jag har också lärt mig mycket om värdering av bolag. Även om det kan vara frestande att värdera bolaget högt i början utifrån tankar om vad den fulla marknadspotentialen kan komma att bli om några år, är det bättre att skapa en positiv känsla kring företaget genom en lägre initial värdering och därmed skapa en bättre möjlighet för en win-win

för alla parter. Jag har också lärt mig att enbart en idé om en uppfinning inte är mycket värd, det är först när idén utvecklats till en konkret säljbar produkt som det finns ett långsiktigt konkret värde. Det var många som experimenterade med att ta fram en glödlampa, men bara en som fick erkännande för en fungerande produkt. Exemplet kring Edison pekar på den oerhört väsentliga skillnaden mellan en uppfinnare och en entreprenör. Där en uppfinnare främst drivs av att hela tiden lösa nya tekniska problem på ett för honom/henne optimalt sätt, drivs en entreprenör av tanken av att hitta en lösning på ett problem åt gången och nå kommersiell framgång med den lösningen. För en entreprenör är det inte viktigt att lösningen är optimal rent tekniskt, det är viktigare att den kan förväntas nå en kommersiell framgång.⁷⁹

⁷⁹ Landström H och Löwegren M, sidan 109

Uppslag till fortsatt forskning

Jag har under min tid som VD för ett publikt bolag insett att aktier i förhoppningsbolag mycket väl kan liknas vid lottsedlar. Liknelsen är för mig den enda förklaringen till varför ett bolag kan värderas högre vid en börsintroduktion jämfört med efter några års drift. Jag antar att förhoppningen om miljardintäkter på ett sätt känns mer trolig precis i starten men att bolagens förmåga att generera kapital sedan tar över värderingskriteriet. Kanske är det också så att investerare i olika branscher har olika förväntningar på utvecklingen. I till exempel ett läkemedelsbolag är det inte ovanligt att det tar mellan 5-10 år att utveckla ett nytt läkemedel och så länge bolaget kommunicerar att man håller plan, håller värderingen. Jag upplever att miljöteknikbolag har det betydligt tuffare. Förväntningarna hos investerarna är mycket krassare, bolagen förväntas leverera omsättning redan från dag ett. Jämför man sedan med ett IT-bolag har man där en ännu snabbare resa till omsättning och kunder. Ett IT-bolag kan växa enormt och ha miljontals kunder under en period på fem år medan ett miljöteknikbolag på samma tid inte ens hunnit etablera sig på marknaden. Risken är därför att riskkapitalet främst dras till snabbväxande IT-bolag som Spotify, Klarna, Skype med flera. Detta vore angeläget att studera och jämföra ytterligare.

Referenser

Internetkällor

ALMI Invest; <http://www.almi.se/Almi-Invest/Tidig-fas-kraver-riskvillig-investerare/>;
kontrollerad 2014-06-29

An Inconvenient Truth, IMDb,
http://www.imdb.com/title/tt0497116/awards?ref_tt_awd, kontrollerad
2014-06-30

Den globala finanskrisen, Wikipedia,
http://sv.wikipedia.org/wiki/Finanskrisen_2008%E2%80%932009,
kontrollerad 2014-06-30

Finanskrisen 2007-2008, Wikipedia,
http://sv.wikipedia.org/wiki/Finanskrisen_2007%E2%80%932008,
kontrollerad 2014-06-30

Hedgefonder: <http://hedgefond.nu/Typer-av-hedgefonder.aspx>, kontrollerad 2014-12-
28

Intergovernmental Panel On Climate Change, <http://www.ipcc.ch/>, kontrollerad 2014-
06-30

Nasdaq OMX, noteringsöversikt,
<http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/noteringar/2013>, kontrollerad
2014-12-27

Placera.nu debatt, [https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2014/01/02/bolagen-
vi-vill-se-pa-borsen.html](https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2014/01/02/bolagen-vi-vill-se-pa-borsen.html), kontrollerad 2014-12-27

Regeringens hemsida, <http://www.regeringen.se/sb/d/8820/a/228071>, kontrollerade
2014-07-29

Riksdagens hemsida, beslut om sänkning av aktiekapitalet för startande av privata
aktiebolag. [http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Utskottens-
dokument/Betankanden/Arenden/200910/CU12/](http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Utskottens-dokument/Betankanden/Arenden/200910/CU12/), kontrollerad 2014-09-20

United Nations Environmental Program (UNEP), <http://www.unep.org/>, kontrollerad
2014-06-30

Skanska minskar personalstyrkan. [http://www.skanska.se/sv/Om-
Skanska/Pressmeddelande/Nyhet/?nid=cFoTRJtw](http://www.skanska.se/sv/Om-Skanska/Pressmeddelande/Nyhet/?nid=cFoTRJtw), kontrollerad 2014-06-30

Svenska Dagbladet 2014-08-08, "Våg av noteringar väntar i höst".
[http://www.svd.se/naringsliv/vag-av-nynoteringar-vantas-i-
host_3802468.svd](http://www.svd.se/naringsliv/vag-av-nynoteringar-vantas-i-host_3802468.svd), kontrollerad 2014-12-27

Svenska Dagbladet 2014-12-23, "Rekordår för noteringar på Stockholmsbörsen".

<http://www.svt.se/nyheter/ekonomi/rekordar-for-noteringar-pa-stockholmsborsen>, kontrollerad 2014-12-27

Svenska Dagbladet Näringslivs nätupplaga: "Kursen kan rasa till en krona",

<http://www.svd.se/naringsliv/branscher/energi-och-ravaror/northland-kursen-kommer-att-rasa> 8482480.svd, kontrollerad 2014-07-05

Wikipedia, "Dot-com bubble" avsnittet "Free spending",

http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble, kontrollerad 2014-09-20

Wikipedia, "Dot-com company", http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_company, kontrollerad 2014-09-20

Artiklar

Avdeitchikova Sofia, Landström Hans and Månsson Nils, What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling, Venture Capital Vol 10(4) sidor 371-394, 2008

Carlsson, J. *Finansieringsprocessen i nystartade teknikutvecklingsföretag*, Licentiatuppsats, Företagsekonomiska institutionen, Lunds Universitet, 2005

Kelly, Peter. Business angel contracts_ the influence of context, Venture Capital 2003, vol 5 no 4, sidan 287-312.

Osnabrugge, Mark van, A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency-theory analysis, Venture Capital 2000, vol 2 no 2, sidan 91-109.

Riding, Allan, Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital, Venture Capital vol 10, no 4, 2008 pages 355-369

Litteratur

Barringer B & Ireland R, Entrepreneurship, Pearson Education, 2008

Bhidé Amar, The Origin and evolution of new businesses, Oxford University Press, 2000

Bloomfield, Stephen, Venture Capital Funding: A practical guide to raising finance (2nd ed), Kogan Page, London 2008

Hart Oliver, Firms, Contracts, and Financial Structure, Clarendon Press, Oxford 1995

Jackall Robert, Moral Mazes, Oxford University Press, 1988

Kawasaki Guy, The Art of the Start, Penguin Group, 2004

Landström Hans & Löwegren Marie, Entreprenörskap och företagsetablering, Studentlitteratur, 2009

Uppsatser

Karpov Boris, Klevenstedt Johan, Nyintroduktioner på svenska handelsplatser, Uppsats från Linköpings Universitet, Filosofiska fakulteten 2010