



Sveriges lantbruksuniversitet
Swedish University of Agricultural Sciences

Institutionen för ekonomi

Vilka investeringskriterier har riskkapitalister?

- Kan lantbruksföretag vara intressanta?

Which are the investment criterias for private equity?

- Can agricultural firms be interesting?

Andreas Andersson

Anton Eriksson

Vilka investeringskriterier har riskkapitalister?

Which are the investment criterias for private equity?

*Andreas Andersson
Anton Eriksson*

Handledare: Helena Hansson, SLU,
Institution för ekonomi

Examinator: Karin Hakelius, SLU,
Institutionen för ekonomi

Omfattning: 15 hp

Nivå och fördjupning: G2E

Kurstitel: Självständigt arbete i företagsekonomi C

Kurskod: EX0538

Program/utbildning: Agronomprogrammet - ekonomi

Fakultet: Fakulteten för naturresurser och jordbruksvetenskap (NJ)

Utgivningsort: Uppsala

Utgivningsår: 2014

Serienamn: Examensarbete/SLU, Institutionen för ekonomi

Nr: 838

ISSN 1401-4084

Elektronisk publicering: <http://stud.epsilon.slu.se>

Nyckelord: Riskkapital, private equity, investeringskriterier, due diligence, risk



Sveriges lantbruksuniversitet
Swedish University of Agricultural Sciences

Institutionen för ekonomi

Förord

Vi vill tacka vår kontaktperson Ove Karlsson på Hushållningssällskapen för ett gott samarbete och för vägledning. Vi är tacksamma för att Christer Samuelson hjälpte oss med kontakter i Hushållningssällskapen. Vi riktar tack till Göte Fredriksson, Kristofer Öhman, Lars Wingefors och Per Nordlander som ställde upp på våra intervjuer och som därmed la grunden till empirin. Sist men inte minst vill vi tacka vår handledare, Helena Hansson, för professionell vägledning i denna uppsats. Utan er hade den inte blivit verklighet.

Abstract

The purpose of the study is to examine the investment criterias of private equity. Borrowing in the Swedish agricultural sector has increased significantly since Sweden became a member of the EU. How to finance agricultural enterprises is an increasingly important strategic issue to address. Private equity has historically been one way of contributing both capital and strategic expertise to Swedish companies in other industries, but this is not the case for the agricultural industry.

There are different kinds of private equity to invest in various stages of a company's development. Private equity companies take a big financial risk when making investments. Therefore, the companies make a big effort in evaluating their investments to make sure that they fill the private equity firm's investment criteria. The private equity company's evaluation is generally based on due diligence. The method is that the private equity firm uses internal documentation of the company analyses.

Private equity firms are aware of the risk in asymmetric information, therefore, their second most important criteria for investment are the entrepreneur and his team. The private equity firms want an entrepreneur that is entrepreneurial, business-minded and purposeful. Their most important criteria are that the company can make enough money. Most private equity companies in Sweden demand a return of 20-30 percent on invested capital. These investments criteria are well represented in real circumstances.

The high demand for return is forced by the high risk taken by the private equity firms when they invest. The private equity firms need high rates in order to cover for potentially bad investments. The investors use the ideas of portfolio thinking when considering and making their investments. The method helps the private equity firm to spread risks between companies and sectors.

This essay is based on both a literature review, which concentrates on theories about private equity, and conducts interviews to gather empirical data. The theory and the empirical results agree as the results conclude that the private equity sector has not made a lot of investments in Swedish agricultural companies. The results further conclude that it isn't because the private equity sector has different criteria for investing in agricultural companies.

Sammanfattning

I uppsatsen beskrivs riskkapitalisters investeringskriterier och om de skulle tillämpas på lantbruksnäringen. Bakgrunden till arbetet är att belåningsgraden i den svenska lantbruksnäringen har ökat kraftigt de senaste åren. Utvecklingen har lett till att finansiering av lantbruksföretag blivit en allt viktigare strategisk fråga. Ett sätt för lantbruksföretag att finansiera sig kan i framtiden vara via riskkapital. Det eftersom riskkapital historiskt sett har bidragit med både kapital och kompetens till svenska företag. Så har inte varit fallet inom lantbruksnäringen men studien tyder på att riskkapitalfinansiering är möjlig.

Riskkapitalister och riskkapitalbolag tar stora ekonomiska risker när de gör sina investeringar jämfört med andra finansiärer. Det beror dels på att de går in som ägare i bolagen och dels på att de oftast investerar i unga bolag. Riskerna leder till att riskkapitalisterna har höga avkastningskrav på sina investeringsobjekt. Bolag som inte klarar av att leva upp till avkastningskraven kommer inte riskkapitalbolaget investera i.

För att minska riskerna undersöker riskkapitalbolagen sina investeringsobjekt noggrant innan de investerar. Ofta kallas experter in i en så kallad due diligence. Metoden bygger på att riskkapitalbolaget använder intern dokumentation för att analysera företagen. I en due diligence är viktiga undersökningsområden entreprenören, teamet, affärsmodellen, produkten och marknadens förutsättningar.

En del av risken som riskkapitalbolagen tar illustreras i studien med hjälp av principal- och agentteorin. Genom en god relation och hög tillit mellan riskkapitalisten och entreprenören kan de riskerna minskas. Därmed blir den personliga relationen viktig i riskkapitalistens arbetsprocess. För att säkerställa att teorierna kan tillämpas i verkligheten gjordes intervjuer och resultatet visar att teori och verklighet stämmer väl överens. Dessutom bidrar intervjuerna med riskkapitalbranschens syn på lantbruksnäringen och dess företag. Intervjuobjekten var på olika sätt verksamma inom riskkapitalbranschen.

Slutsatsen är att riskkapitalbolag har samma investeringskriterier på ett lantbruksföretag som övriga företag. Kriterierna varierar mellan olika riskkapitalbolag men några generella drag redovisas i arbetet. Om lantbruksföretag ska samarbeta med ett riskkapitalbolag så måste lantbruksföretagen leva upp till riskkapitalisternas investeringskrav, annars är de inte intresserade av att investera.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	1
1.1 PROBLEMFÖRMULERING	2
1.2 SYFTE	2
1.3 AVGRÄNSNINGAR	2
1.4 DISPOSITION.....	3
2 METOD	4
2.1 TEORIVAL	4
2.2 EMPIRI	5
2.3 VALIDITET	7
2.4 RELIABILITET	7
2.5 ETIK	8
2.6 GENERALISERBARHET	8
2.7 RESPONDENTERNA.....	8
2.7.1 Connect	8
2.7.2 Saminvest	8
2.7.3 Verdane Capital.....	9
2.7.4 Wingefors Invest.....	9
3 TEORI.....	10
3.1 PRIVATE EQUITY	10
3.1.1 Former av riskkapital.....	11
3.2 PRINCIPAL- OCH AGENTTEORIN	12
3.2.1 Asymmetrisk information	12
3.2.2 Moral Hazard.....	13
3.2.3 Trovärdighet och tillit	13
3.3 DUE DILIGENCE.....	13
3.3.1 Substansvärdering.....	14
3.3.2 Avkastningsvärdering.....	14
3.3.3 Kassaflödesvärdering.....	15
3.3.4 Multiplar	15
3.4 PORTFÖLJTEORIN	15
3.5 CAPM	16
3.6 TEORISYNTES	16
4 ANALYS OCH RESULTAT.....	17
4.1 PRIVATE EQUITY	17
4.2 PRINCIPAL- OCH AGENTTEORIN	18
4.3 DUE DILIGENCE	18
4.4 PORTFÖLJTEORI OCH CAPM	19
4.5 TEORISYNTES	19
5 DISKUSSION	21
5.1 FRAMTIDA STUDIER	22
5.2 POLICYIMPLIKATIONER.....	22
6 SLUTSATSER.....	24
REFERENSER.....	25
<i>Litteratur</i>	25
<i>Internet referenser</i>	27
BILAGA 1.....	28

1 Inledning

Lantbruksnäringen är idag en bransch med pressad och fluktuerande lönsamhet (www, LRFkonsult, 2013, Anderson, Larson & Varangis, 2004). Fluktuerande lönsamhet leder till att riskerna ökar vilket leder till ökade avkastningskrav. Högre risk och större avkastningskrav riskerar att ändra karaktär på hela branschen, som tidigare kännetecknats av ekonomisk stabilitet tack vare politiska regleringar (Anderson, Larson & Varangis, 2004).

Av Sveriges lantbrukare anser 68 procent att de upplever lönsamheten som dålig (www, LRF-konsult, 2013), vilket LRF-konsult anser spegla den faktiska lönsamheten väl. Samtidigt lånar de svenska lantbruksföretagen mer. Upplåningen inom lantbruksnäringen har ökat med cirka 15 miljarder sedan 2012 (www, LRF-konsult, 2013). Majoriteten är banklån vilket är den vanligaste externa finansieringsformen för svenskt lantbruk. Med en mer riskfylld profil blir det svårare för lantbruksföretagen att låna kapital av banker (Granath & Jansson, 2010). Med ökad skuldsättning ökar dessutom risken (Allen, Brealey & Myers, 2008). Ett delat ägande kan minska risken för den enskilde ägaren.

Prisfluktuationerna på både insatsvaror och försäljningsprodukter i lantbruket har ökat dramatiskt de senaste åren (Anderson, Larson & Varangis, 2004). Det leder till en ökad risk i företagen då även variationen i deras lönsamhet ökar. Det leder till högre risker även för kreditgivarna, särskilt ihop med hög skuldsättningsgrad (Agerberg & Hermelin, 2001). Den högre risken har lett till att bankerna blivit försiktigare vid kreditgivning (Agerberg & Hermelin, 2001). Fortfarande krävs det mycket kapital för att kunna utveckla företag i lantbrukssektorn.

Trots att lantbruket är i behov av kapital är det ovanligt med riskkapitalägda lantbruksföretag i Sverige. Det finns däremot betydande inslag av riskkapital i andra branscher i Sverige (Landström & Löwegren, 2009). De har framförallt investerat i svenska företag inom IT, medicin, fastighet och bioteknik under 2000-talet. Kanske ser vi nu ett ökat intresse för lantbruket bland investerare, eftersom t.ex. Linas matkasse (www, creandum, 2014), Black earth farming (www, kinnevik, 2014) och Vadsbo biogas har externa ägare (www, swedishbiogas, 2014). Ett scenario med hög risk och möjlighet att snabbt öka värdet på företaget (vilket sker om lönsamheten förbättras) kanske passar riskkapitalisterna¹ bättre än den mer stabila miljön som rådde tidigare.

När riskkapitalbolag går in som delägare i bolag tillför de ofta inte bara kapital utan även kunskap inom t.ex. organisation och affärsledning (Landström & Löwegren, 2009). Det kan hjälpa företagen att förbättra lönsamheten. Många växande lantbruksföretag har haft svårt att realisera de skalfördelar som finns enligt kalkyler (Skolrud, Shumway & Fourier, 2013), och eventuellt skulle riskkapitalister kunna vara en lösning.

Vad som menas med lantbrukssektorn kan diskuteras. I uppsatsen används LRFs definition av ”de gröna näringarna” för att definiera lantbrukssektorn.

”Med de gröna näringarna avses verksamheter med bas i jord, skog, trädgård och landsbygdens miljö. Enligt denna definition driver lantbrukarna en lång rad verksamheter på sina gårdar. Många är kombinationsföretagare med intäkter från jordbruk, skogsbruk och andra verksamheter.” (www, LRF, 2013)

¹ En riskkapitalist är en investerare som investerar riskutsatt kapital.

Arbetet görs i samarbete med Hushållningssällskapen i Halland där vi har haft ett utbyte med Ove Karlsson.

1.1 Problemformulering

Lantbruksnäringen en bransch som kräver mycket kapital (Agerberg & Hermelin, 2001, Granath & Jansson, 2010). För att klara av att tillgodose företagens kapitalbehov kan det därför i framtiden bli aktuellt med riskkapitalfinansiering (Landström & Löwegren, 2009).

Riskkapitalbolag är mer intresserade av företag som har en ny och innovativ produkt eller tjänst (Landström & Löwegren, 2009). De anser att sådana företag har större tillväxtpotential eftersom de kan få högre marginaler på sin vara eller tjänst.

Tidigare forskning inom private equity² har framförallt inriktat sig på de branscher där riskkapitalinvesteringar är vanligast t.ex. inom cleantech³ (Hofman & Ronald, 2012). Därmed är private equity i kombination med lantbruk relativt utforskat. För att öka kunskapen inom området kartlägger studien först riskkapitalisters investeringskriterier och ställer sedan frågan till branschen om investeringskriterierna skulle se annorlunda ut vid investeringar i lantbrukssektorn.

Lantbruket är i behov av både kapital och kunskap, vilket private equity företag kanske kan tillföra. Kunskapen om respektive bransch är begränsad hos både riskkapitalbolagen och lantbruksföretagen. Därför tar denna uppsats upp vad som krävs av lantbruksföretaget som söker riskkapitalfinansiering. Samtidigt berörs huruvida det överhuvudtaget är möjligt i Sverige eller om private equity i Sverige bara fungerar inom cleantech och IT? Det är frågor som behöver besvaras om private equity i framtiden ska komma att investera i lantbruksföretag i Sverige.

1.2 Syfte

Syftet med studien är att besvara följande forskningsfråga:

Vilka investeringskriterier har riskkapitalbolag vid investeringar i lantbruksföretag?

För att besvara forskningsfrågan undersöks riskkapitalbolagens avkastningskrav, om de kan påverkas, samt avkastningskravets betydelse för investeringsbeslutet. I studien undersöks också vad riskkapitalister i övrigt tar hänsyn till i sina investeringsbeslut.

1.3 Avgränsningar

Studien avgränsas ifrån att undersöka olika sätt att investera i lantbruksföretag för riskkapitalbolag. Studien är öppen för alla former av investeringar. Den vanligaste formen av riskkapitalinvestering är att riskkapitalbolag investerar genom att gå in som delägare i aktieföretag (Berger & Udell, 1998). Att undersöka alternativa investeringslösningar är

² Riskutsatt kapital som inte är börsnoterat.

³ Miljöinriktad teknik.

intressant men det skulle bli för stort för ett kandidatarbete och det speglar inte frågeställningen i denna studie.

Arbetet avgränsas ifrån de komplikationer och lättnader som kapitalplacering i mark och fastigheter medför. Investeringar i företag som äger mark innebär alltid indirekt spekulation i markpriser. Det skulle därför påverka de överväganden som investeraren gör. Dessutom är det svårt att äga jordbruksmark i aktieföretag i Sverige (jordförvärvslagen 1979:230 4 §). I avgränsningen ingår att inte undersöka den juridiska problematiken runt markägande i bolag. För att läsa mer om investering i mark se Danielsson (2011). Det är ett intressant område att studera, men i så fall skulle uppsatsen komma ifrån den centrala frågeställningen.

Studien är begränsad till att belysa hur svenska riskkapitalbolag arbetar och vilka investeringskriterier, utgångspunkter och strategier de har eller skulle ha när de analyserar svenska lantbruksföretag. Den undersöker inte möjligheterna för riskkapitalfinansiering utanför Sverige. Antagligen skiljer det sig eftersom de har annan företagskultur och andra juridiska förutsättningar.

Undersökningen avgränsas till lantbruksföretag inom de gröna näringarna enligt tidigare nämnda definition. Studien avgränsas ytterligare till att fokusera på hur riskkapital ser på lantbruksföretag. Den tar inte hänsyn till lantbrukarnas intresse av att ta in en extern finansiär i företaget, med alla omständigheter som det innebär. Det innebär också studien inte heller undersöker vilka typer av lantbruksföretag som passar riskkapitalbolagens investeringskriterier bäst. Det är ett intressant område för att få en helhetsbild av ämnesområdet, men det speglar inte syftet.

1.4 Disposition

Uppsatsen fortsätter med metod där studiens genomförande motiveras. Därefter följer en kombinerad teori- och litteraturstudie som presenterar och förklarar relevanta teorier inom området private equity. Därefter följer resultat och analys som relaterar teorin med verkligheten. Verkligheten undersöks genom intervjuer med fyra personer verksamma inom riskkapitalbranschen. Sedan följer diskussion som sätter arbetet i kontext med tidigare litteratur. I diskussionen diskuteras även policyimplikationer. Uppsatsen presenterar sist slutsatserna.

2 Metod

2.1 Teorival

Genom en noggrann litteraturstudie identifierades flera teorier som t.ex. due diligence, adverse selection och entreprenörskapsteori. För att besvara undersökningens forskningsfråga valdes sedan teorier som återkommande användes för att beskriva riskkapitalisters investeringskriterier. Dessa har sedan kompletterats under arbetets gång med teorier om lantbruket, portföljteori och risker för ge en fullständig bild av fallet med investering i lantbruksföretag. Andra teorier valdes bort för att de exempelvis behandlade hur entreprenörer är. Flera teorier som behandlade lånefinansiering av företag valdes också bort.

Principal- och agentteorin och teorierna om trovärdighet (egen översättning av Moro & Fink, 2012) är två teorier som är relevanta vid en riskkapitalinvestering. De är väletablerade inom vetenskapsfältet private equity. Dessa två teorier beskriver de informella delarna av ett utbyte. De mer formella delarna presenteras under due diligence.

Under arbetets gång framkom att ekonomisk risk är ett centralt område vid en riskkapitalinvestering. Två teorier som behandlar ekonomisk risk är CAPM och portföljteori (Allen, Brealey & Myers, 2008). De nämns sällan inom private equity teorin, men är en viktig del i uppsatsens teorisyntes. Risk är ett centralt område inom riskkapitalbranschen och dessa två teorier förklarar förhållningssättet till risk bra. Anledningen till att förklara sambandet mellan risk och avkastningskrav är för att ge en rättvis bild av de krav som kommer ställas på ett lantbruksföretag.

Litteraturstudien bygger framförallt på sökningar på internet. De första sökorden var private equity, principal och agent, riskkapital, due diligence, investering och risk. Sökmotorer som användes var Primo, Web of knowledge och Libris.

Källhantering och metod är ett känsligt och viktigt moment i en kvalitativ studie. Sekundära källor används när de bäst beskriver problemet och även som stöd för att finna primärkällor. Tillförlitligheten på sekundära källor är lägre och därför får de mindre vikt i teoriavsnittet (Robson, 2011).

I många fall är det inte bristen på litteratur som orsakar problem, utan överflödet (Hartman, 2003). Litteratursökningen har därför fokuserat på SLU:s databaser och den undervisning som varit tillgänglig i utbildningen. De flesta av databaserna är internationella och de är bra verktyg för tillförlitlig information. Arbetet tar hänsyn till att dessa databaser inte täcker all litteratur, men de ger en fullgod översikt. Tendenser till mättnad i teorisökningen finns, då samma teorier återkommer i flera arbeten och i flera databaser. Det ger teorierna starkare förankring och arbetet större trovärdighet (Robson, 2011). Genom att hitta flera källor med samma budskap täcks bristerna i kvantitet av data.

Kvalité på litteraturen är viktigare än kvantitet. Att söka källor på internet är ett bra instrument för forskning (Hartman, 2003). Tack vare internet går det fort att hitta fakta, men den ökade mängden information leder till att källkritik och tydlig referenshantering blir ännu viktigare. Det har studien lagt stor vikt vid genom noggrann referenshantering.

2.2 Empiri

Empirins mål är att underbygga teorierna i verkligheten och ge en klarare bild av riskkapitalisternas investeringskriterier. Det genom att triangulera intervjuer och tidigare forskning som är relevanta för forskningsfrågan (Robson, 2011). Empirin ger samtidigt en bild av riskkapitalbolagens syn på lantbruksnäringarna som investeringsobjekt. Dessutom stärker intervjuerna insynen och förståelsen för hur en riskkapitalist arbetar.

Empirin består av fyra intervjuer av riskkapitalbolag: en fysisk intervju, en telefonintervju och två mejlintervjuer. Genom att ställa frågor utifrån teorin och sedan komplettera med ytterligare frågor kunde frågeställarna få en bild över investerarnas investeringskriterier. Att investeringskriterierna ska tillämpas också på lantbruksföretag kontrollerades genom följdfrågor som ”och detta skulle även gälla ett lantbruksföretag” eller liknande. Ofta fördes en diskussion om vilka eventuella skillnader och vilka branschspecifika kriterier som en investering i lantbruksföretag skulle kunna ge.

För att undersöka om respektive avsnitt i teoridelen gick att tillämpa i verkligheten ställdes frågor utifrån respektive teoridel. Fråga 3,4, 5 och 7 (se bilaga 1) ställdes utifrån Private equity teorierna. Avsikten med de frågorna var att få information om företagets investeringsprofil och därmed få mer förståelse för deras investeringskriterier. Fråga 8 och 9 ställdes utifrån teoriavsnitten portföljteori och CAPM. Svaren på de frågorna gav förståelse och kunskap om hur riskkapital hanterar risker. Fråga 10 och 16 utgick från teorierna due diligence respektive principal- och agentteorin. Dessa frågor var viktiga för att uppmärksamma om ovanstående teorier berörde ett riskkapitalbolags investeringskriterier. Fråga 14 och 15 användes vid intervjuerna för att undersöka ifall teorierna om innovation respektive tillit gick att tillämpa på ett riskkapitalbolag.

En viktig faktor vid forskningsintervjuer är betydelsen av ledande frågor (Kvale, 1997). Forskning visar att intervjuarens formulering och ordval inverkar på svaret. I intervjuerna finns inslag av ledande frågor för att kontrollera tillförlitligheten i respondentens svar. Ledande frågor hjälper till att verifiera respondentens svar och kontrollera hur respondenten tolkat frågorna. Med det förhållningssättet kan ledande frågor stärka tillförlitligheten i den kvalitativa intervjun.

”Det centrala är alltså inte huruvida intervjufrågorna ska vara ledande eller inte ledande utan vart frågorna ska leda och huruvida de kommer att leda i relevanta riktningar och skapa ny, vederhäftig och intressant kunskap” (Kvale, 1997, s. 146).

Att arbeta fram rätt frågor var ett avgörande moment för intervjukvaliten (Hartman, 2003). Problemformuleringen och teoriavsnittet var utgångspunkt för att skapa relevanta frågor i intervjumallen. Förutom vikten av rätt frågor inför intervjun finns det olika teorier om strategier och intervjutekniker (Kvale, 1997). Intervjumetoden i studien var semistrukturerad. Det betyder att det fanns en intervjumall men intervjuerna ställde kompletterande frågor där så behövdes. I bilaga ett finns den intervjumall som användes i intervjuerna. Intervjumetodiken bidrar till reliabilitet i arbetet och leder till betydelsefulla insikter i riskkapitalisternas investeringskriterier.

Exempel på kvalifikationskriterier för en bra intervju som intervjuerna lade stor vikt på är kunnig, strukturerad, vänlig, öppen, tolkande och styrande (Kvale, 1997). Utifrån dessa kriterier lades en bra grund för det trefaldiga idealet vid en intervju, nämligen tolkad,

validerad och förmedlad. Det fullbordades genom att respondenterna fick bekräfta de transkriberade intervjuerna i efterhand.

Intervjuerna gjordes via fysiska möten eller telefonintervjuer. Mejl användes då respondenterna inte ville ställa upp på fysisk- eller telefonintervju samt vid kompletterande frågor. Studien fokuserar på de två första kommunikationssätten för att det ger en mer levande och informativ intervju (Kvale, 1997). Det har varit svårt att få respondenterna att ställa upp på sådana intervjuer och då har mejlintervjuer och telefonintervjuer fått användas.

Respondenterna hittades i SVCA:s⁴ medlemmar och genom sökningar på Google. Därefter valdes de riskkapitalbolag som låg närmast lantbruket med sin investeringsprofil. Urvalet är inte representativt för hela riskkapitalbranschen. Intervjuer med bolag som förmodligen inte är intresserade av att investera i svenska lantbruksföretag är inte intressanta. Därför gallrades riskkapitalister med särskild inriktning mot andra branscher och andra länder bort. Därefter gjordes ett positivt urval och en subjektiv bedömning utifrån bolagens investeringsprofil. I det urvalet valdes bolag som hade störst sannolikhet att investera i lantbruksföretag. Allt detta eftersom att syftet varit att hitta de kriterier som måste uppfyllas vid en investering och inte att undersöka hur trolig en investering är.

Första kontakten med respondenterna upprättades via telefon. Därefter bokades tid för intervju. Intervjuerna genomfördes på det sätt som varit överenskommet i det aktuella fallet. Att intervjuerna inte genomfördes på samma sätt gör dem svårare att analysera och generalisera (Kvale, 1997). Alternativen hade varit att rätta sig efter respondenterna eller att inte ha intervjuer och då beslutades att genomföra intervjuerna på respondenternas villkor.

Respondenterna frågades i samband med de muntliga intervjuerna om de accepterade inspelning. Detta för att undvika missförstånd och lättare minnas diskussioner. Intervjuerna transkriberades och skickades till respondenterna som sedan fick verifiera dem. Metoden som valdes för transkripten innebär att delarna som tas upp i analysen skrivs ut detaljrikt medan andra delar av samtalet istället refereras. Det eftersom intervjusammanfattningarna annars skulle blivit för långa. Tack vare transkripten ökar tillförlitligheten i resultat och analys.

Texten i de utskrivna intervjuerna fick olika bakgrundsfärger beroende på vilket ämne som diskuterades. Till exempel fick texten när Connect talade om längden på investeringar blå bakgrundsfärg eftersom det behandlas under private equity i teorikapitlet. På så sätt fick varje svar eller del av svar som behandlade samma företeelse samma färg. Det är inte detsamma som att svaren färgkodades efter den teori som frågan är ställd utifrån eftersom att vissa svar behandlar flera teorier. De olika färgkoderna användes för att analysera ett ämne vid ett tillfälle och inte för att gallra i transkripterna. Med hjälp av ett kriterium för varje teoriavsnitt relaterades delar av samtalet till de olika teorierna. Svaren relaterades till teorierna utifrån nedanstående kriterier.

- Investerarens syn på ekonomisk risk och konsekvenser av risk i investeringen fick färgen för CAPM och portföljteorin.
- Relationen mellan investeraren och entreprenören fick färgen för principal- och agentteorin.
- Allt som berörde former av riskkapital, innovation, investeringshorisont och avkastningens storlek fick färgen för private equity teorin.

⁴ SVCA står för svenska riskkapitalföreningen och är branschorganisationen för riskkapitalister i Sverige. De har flera syskonorganisationen i andra länder.

- Det som behandlade utvärderingen och analysen av investeringsobjekten fick färgen för due diligence.
- Allt som berörde inställning och syn på lantbruksföretag, t.ex. tidigare investeringar i liknande branscher fick en egen färg vilken främst behandlas under teorisyntesen.
- Allt som inte passade in under dessa fenomen fick förbli ofärgade och relaterades sedan till övriga resultat.

Kritik som kan riktas mot ovanstående metod är att det finns utrymme för författarnas subjektiva bedömning i analysen (Kvale, 1997). Risken är begränsad och avhjälps med att ingen del av transkripten utlämnades ur analysen även om den inte fick någon färgkodning. De mest intressanta delarna kunde varit att analysera de utan färg, eftersom de inte passade in i teorin. De innehöll inget som väsentligt motsade teorin och var därför inte lika relevanta. Metoden sparade tid eftersom att den gjorde transkripterna överblickbara och detaljer som respondenterna återkom till synliga. Metoden minskade samtidigt risken för att en avvikande mening missades.

2.3 Validitet

Teorikapitelet handlar om teorier som riskkapitalister använder för bedömning av investeringsobjekt. Teorierna relaterar till riskkapitalisters syn på investeringsobjekten utan avseende på bransch. Det medför risk att teorierna inte kan tillämpas, som studien gör, (Robson, 2011) på lantbruksnäringen vilket sänker validiteten. Anledningen är att det inte finns litteratur eller forskning som riktas mot värdering av lantbruksföretag av en riskkapitalist. Därför bygger studien på teorier om riskkapitalisters generella investeringskriterier.

Empirin undersöker om riskkapitalisterna skulle tillämpa samma investeringskriterier på lantbruksföretag som på företag i andra branscher. Det för att minska risken för att teorierna är branschspecifika och öka validiteten i studien. Det går givetvis inte utesluta denna felkälla eftersom riskkapitalinvestering i lantbruksföretag är sällsynt. Om den typen av investering funnits så hade studiens problem inte varit lika intressant. I undersökningen används den metod som är mest valid för problemet, men ett praktiskt experiment hade varit säkrare. Praktiska experiment i flexibla ansatser är sällan möjliga att genomföra (Robson, 2011). Ett praktiskt exempel skulle vara att låta flera lantbruksföretag söka riskkapitalfinansiering.

2.4 Reliabilitet

Ett mått med hög validitet måste per definition vara reliabelt, men motsatsen gäller inte (Robson, 2011). Reliabiliteten mäter noggrannheten och tillförlitligheten i en uppsats. Reliabiliteten i arbetet är generellt god eftersom intervjuerna resulterade i ungefär samma svar hos respondenterna. Samma intervjumetodik har eftersträvat i alla intervjuer, för att stärka reliabiliteten (Robson, 2011), men det har inte varit praktiskt genomförbart på grund av bristande respons.

Avsikten var att genomföra tre till fyra muntliga intervjuer genom att besöka respondenterna. Det lyckades inte genomföras vilket delvis sänker reliabiliteten eftersom delar av analysen bygger på mejlintervju och telefonintervju.

2.5 Etik

Etik är ett känsligt ämne vid forskning som berör människor (Robson, 2011). Det är känsligt att undersöka människors strategier vid t.ex. företagsstyrning. Arbetet har försökt behålla sin objektivitet och enbart undersökt vad som egentligen sker då ett riskkapitalbolag utvärderar sina investeringsobjekt. Värderingar har undvikits genom hela arbetet. Exempel på det är att få utskrifterna av intervjuerna verifierade samt genom att vara medveten om att författarna av en kvalitativ uppsats inte är helt objektiva (Kvale, 1997).

Uppsatsen beskriver i vissa delar relationer mellan personer, men endast på ett teoretiskt plan. Den kunde trots det stött på etiska problem med grova teoretiska generaliseringar av personrelationer (Robson, 2011). Arbetet håller sig inom ramarna för vad som är etiskt.

2.6 Generaliserbarhet

Det kan riktas kritik mot en kvalitativ intervju med endast fyra respondenter (Kvale, 1997). Med få respondenter blir det svårt att dra generella slutsatser från intervjuerna. Det minskar generaliserbarheten, men intervjuerna är ett viktigt inslag för att besvara frågeställningen. Utan intervjuerna hade det varit svårt att koppla teoriavsnittet till realistiska omständigheter. Kopplingen till verkligheten stärks genom att respondenterna svarar likartat. Dessutom stärks respondenternas svar av teorin då de också stämmer väl överens.

Bolag valdes utifrån vilja att investera i lanbruksföretag. Det gör att generella slutsatser om riskkapitalisters investeringsvilja inte kan dras. Däremot kan arbetet ge exempel på vilka krav som ställs på ett lanbruksföretag för att det ska kunna attrahera riskkapital. Det ligger mer i linje med studiens syfte än att bestämma generella skillnader investeringsprofil mellan olika riskkapitalbolag.

2.7 Respondenterna

Respondenter är av olika bakgrund och från olika företag som investerar i olika stadier i ett företags utveckling.

2.7.1 Connect

Göte Fredriksson är projektledare och ansvarig för Uppsalas investeringsnätverk för Connect Uppsala. Connect är ett investerarnätverk med ursprung från USA. Grundidén är att etablerade företag ska hjälpa nystartade företag. De arbetar mest mot groningsfasen. Götes roll är att skapa kontakter mellan entreprenörer och investerare. Det går till så att Göte och hans medarbetare sällar ut ett fåtal bolag som de sedan presenterar för privata investerare, så kallade affärsänglar. Göte Fredriksson har arbetat med företagskrediter i cirka 30 år och har arbetat med riskkapital i cirka tio år. Han intervjuades på sitt kontor på Uppsala Science Park. Intervjun tog 50 minuter.

2.7.2 Saminvest

Kristofer Öhman arbetar som investment manager på Saminvest som har sin verksamhet i Härnösand. Han har arbetat där sedan 2010. Kristofer har arbetat 15 år inom riskkapitalbranschen med många år på konsultföretaget PWC. Där arbetade han med due

diligence⁵. Saminvests mål är att främja tillväxt i Jämtland och Västernorrland. Det innebär att de endast investerar i bolag som främjar regionen. Företaget har den begränsningen eftersom verksamheten finansieras av statliga medel som är inriktade på regional utveckling av näringslivet.

Saminvest investerar aldrig ensamt. De förmedlar entreprenörer till investerare eller så investerar Saminvest tillsammans med investeraren. Saminvest investerar aldrig mer än vad den privata aktören gör. Deras investerarnätverk består av 40 privata finansiärer och riskkapitalbolag. Intervjun spelades in och tog cirka 45 minuter.

2.7.3 Verdane Capital

Per Nordlander är investerare på Verdane Capital, ett venture capitalbolag. Han har arbetat inom riskkapitalbranschen i sju år. Verdane Capital har varit i branschen i 28 år. Per ville inte ställa upp på någon intervju, men svarade på frågorna via mejl. Detaljrikedomen och trovärdigheten i hans svar kan med tanke på intervjumetoden kritiseras. Svaren bedöms som seriösa, men de har fått mindre vikt i analysen.

2.7.4 Wingefors Invest

Wingefors Invest grundades av företagets styrelseordförande Lars Wingefors 2009. Företaget är ett riskkapitalbolag som investerar egna pengar i entreprenörer som behöver hjälp att växa. Lars Wingefors ville inte ställa upp på en muntlig intervju, men han svarade genom en mejlintervju. Likt förloppet i Verdane Capital blir detaljrikedomen och tillförlitligheten därför mindre.

⁵ Se teoriavsnitt

3 Teori

3.1 Private Equity

Private equity innebär investeringar i onoterade bolag och är en term lånad från engelskan. Riskkapitalinvesteringar innebär att investera riskutsatt kapital. Vetenskaplig litteratur använder begreppet private equity i svenskan för att beskriva de vetenskapliga teorierna inom området. Private equity är viktigt för att få insikt och förståelse för vad riskkapital egentligen är. Teorin ger en översikt av ämnet riskkapital och bidrar med en grundläggande förståelse för branschen. Därigenom lägger teorin grunden för övriga teorier inom området. Förståelsen för private equityteorin är viktig för att kunna förstå hur riskkapitalbolagen fungerar och därmed för att förstå deras investeringskriterier.

Private equity är en alternativ finansieringsform för företag (Landström & Löwegren, 2009). Finansieringsformen kan uppfattas som ny och modern, men den har spelat en viktig roll i svenska storföretags utveckling t.ex. SKF, Volvo och Tetra Pak (Landström & Löwegren, 2009). Det är definitionen och kunskapen om vad private equity är som är ny, men själva fenomenet har funnits länge. I Norden och Europa är private equity som finansieringsform inte lika utbredd som i USA där ägarlett kapital länge varit viktigt för nya företags utveckling.

Riskkapital skiljer sig från banklån genom att riskkapitalisterna kräver en ägarandel i företaget (Lennander, 2011). Det gör att enskild firma inte fungerar som ägandeform för riskkapitalbolag (Lundén, 2009). Istället använder private equity branschen andra ägandeformer och det absolut vanligaste är att portföljbolaget är ett aktiebolag (Berger & Udell, 1998). Ägarandelen innebär en ekonomisk risk för riskkapitalisten eftersom de vid en konkurs har låg prioritering. Det beror på prioriteringsordningen i lagstiftningen samt att andra finansiärer oftare har säkerheter för sitt utlånade kapital (Lennander, 2011).

Den högre risken leder till att riskkapitalisten har högre avkastningskrav på sin investering i jämförelse med andra finansiärer (Cumming, Donald & Wright, 2007). Att döma av litteraturen inom området är avkastningskravet mycket betydelsefullt som investeringskriterie (Berger & Udell, 1998, Cumming, Donald & Wright, 2007, Brounen, Jong & Koedijk 2004).

Att riskkapitalister köper in sig som ägare i sina portföljbolag innebär inflytande och insyn i bolaget. Det utnyttjar riskkapitalister på olika sätt och det sätter en klar prägel på portföljbolaget (Landström & Löwegren, 2009). Vägen till framgång för företagen ligger ofta i att parterna har olika kunskapsområden inom företaget som helhet och kompletterar varandra (Landström & Löwegren, 2009). Samarbetet kräver ömsesidig respekt och förståelse för varandras perspektiv.

Riskkapitalister vill se innovation i portföljbolagen eftersom hög avkastning är lättare att nå om affärsmodellen är innovativ (Landström & Löwegren, 2009). Det beror på att företaget skapar större nytta för kunden än konkurrenterna vilket ger möjlighet till större marginaler och bättre lönsamhet.

De flesta riskkapitalister vill sälja portföljbolagen efter cirka fem till tio år. Det är generellt vid försäljningen som riskkapitalisten får ut den största avkastningen (Berger & Udell, 1998).

Innan investeringen undersöker de vem som kan köpa bolaget vid exit⁶. Ofta är det få av riskkapitalisternas bolag som klarar av att generera hög avkastning och de bolagen som avkastar bra får då täcka upp för de övriga (Cumming, Donald & Wright, 2007). Det är ett typiskt portföljtänk (se portföljteorin).

3.1.1 Former av riskkapital

Det finns olika typer av riskkapitalbolag (Berger & Udell, 1998). Ekonomisk litteratur delar in riskkapitalet i privat och offentligt⁷, eftersom de ofta har olika investeringskriterier. Det privata riskkapitalet delas därefter in i olika kategorier beroende på vilken fas i företagets utveckling som de investerar i (Berger & Udell, 1998). Affärsänglar investerar oftast i gröningsfasen⁸, venture capital investerar i expansionsfasen⁹ och Buyout bolag investerar i delar av andra bolag. Formen av riskkapital är bra att känna till då den påverkar bolagets investeringsprofil.

Venture capital är en form av privat riskkapital. Det är företag som har i uppdrag att förvalta fonder med pengar avsatta av t.ex. pensionsbolag eller banker (Berger & Udell, 1998). Normalt avvecklas fonden inom tio år (Landström & Löwegren, 2009). Venture capitalbolag är inriktade på att investera i bolag i tillväxtfasen. Venture capitalbolagen har normalt avkastningskrav på sina fonder från de som investerat i dem (Berger & Udell, 1998). Det har medfört att venture capitalbolagen ofta har formella avkastningskrav på sina portföljbolag och att de lägger stora kostnader på sina due diligence¹⁰ (Berger & Udell, 1998). Venture capitalbolagen brukar på grund av sina tillväxtmål utnyttja sitt ägande i portföljbolagen för att inrikta portföljbolagens strategier på tillväxt (Landström & Löwegren, 2009).

Affärsänglar är en annan typ av privat riskkapital (Berger & Udell, 1998). Det är rika privatpersoner som investerar i bolag. De är lite mindre formella än venture capitalbolag, men de har, precis som venture capitalbolagen, höga avkastningskrav (Landström & Löwegren, 2009). Affärsänglarna arbetar ofta nära portföljbolagen, ibland även operativt. Affärsänglar investerar i regel i tidigare faser än venture capitalbolag, men gränserna är flytande (Berger & Udell, 1998).

Buyout bolag innefattar främst riskkapitalbolag som gör olika typer av utköpsaffärer i stora etablerade bolag, som de köper delar av (Landström & Löwegren, 2009). Utköpsaffärer innebär att riskkapitalbolaget är intresserad av kortsiktig tillväxt och lönsamhet samt att det finns en marknadsstruktur som innefattar starka potentiella uppköpare. Denna form av riskkapital är på grund av deras investeringsprofil mindre intressant i studien.

Offentligt riskkapital är kapital som kommer från den offentliga sektorn. Oftast är det pengar avsatta av politiker för att stimulera småföretagande (Landström & Löwegren, 2009). Det finns olika offentliga satsningar för att stimulera investeringar i småföretag. Ofta handlar det mer om stöd eller bidrag än direkta riskkapitalinvesteringar (Landström & Löwegren, 2009). I de fall där de ändå gör riskkapitalinvesteringar så har de oftast politiskt och inte affärsmässigt satta investeringskriterier (Mcglue, 2002). Denna form blir därför också mindre intressant i denna studie eftersom det inte är studiens syfte att värdera olika politiska satsningar.

⁶ Innebär att riskkapitalisten säljer sin andel av bolaget och släpper sin kontroll i det samma.

⁷ T.ex. fonder avsatta av staten, EU, universitet eller länsstyrelser.

⁸ Första stadiet i ett företagets utveckling.

⁹ När företaget expanderar på marknaden.

¹⁰ Det är värdering som görs av en utomstående men med tillgång till intern dokumentation.

Gemensamt för olika typer av riskkapital är att investeringshorisonten är kortsiktig. Den är normalt fem till tio år och avkastningsmålet är 40-50 procent i årlig avkastning vid försäljningen (Cumming, Donald & Wright, 2007). Cumming, Donald & Wright (2007) visar att riskkapitalisterna i efterhand bara når cirka 20-30 procents årlig avkastning. Det beror på att många investeringar inte går lika bra som kalkylerna visar (Flyvberg, 2012). Därför blir skillnaderna mellan att jämföra data ex-post¹¹ eller ex-ante¹² viktig. Litteraturstudien har inte funnit tidigare private equity forskning om när riskkapitalisterna kräver en viss avkastning och varför den varierar.

3.2 Principal- och agentteorin

Principal- och agentteorin är en vetenskaplig teori som vuxit fram succesivt sedan 1960-talet. Wilson (1968) diskuterade hur eventuell risk skulle fördelas mellan två parter med olika attityd till risktagande. Ross (1973) och Jensen & Meckling (1976) byggde på teorierna och specificerade två parter i utbytet nämligen uppdragsgivaren och uppdragstagaren. Arrow (1984) utvecklade en mer formell teori om förhållandet mellan principalen (uppdragsgivaren) och agenten (uppdragstagaren).

Teorin bygger på en uppdragsrelation mellan principalen och agenten (Rapp & Thorstenson, 1994). Detta förhållande är vanligt förekommande i många typer av sammanhang både inom privatlivet och i affärssammanhang. I teorin är det intressant att belysa principalens och agentens syn på vissa företeelser då man betraktar organisationen utifrån som en enhet.

En viktig frågeställning i investeringar är vem som ska ta den största ekonomiska risken om det går dåligt och vem som ska ta den största vinsten om det går bra? Principal- och agentteorin hjälper parterna att strukturera eventuellt informationsövertag och belysa konsekvenserna av det (Rapp & Thorstenson, 1994). Nivån av risktagande i en satsning i ett onoterat lantbruksföretag är kopplat till teorierna om asymmetrisk information. Den som har informationsövertag kan använda detta övertag till sin fördel och därmed ta en mindre ekonomisk risk. Detta vet riskkapitalisten om och detta motiverar att entreprenören måste vara förtroendeingivande.

I private equity sammanhang definieras riskkapitalisten som principalen och entreprenören som agenten. Principalen låter agenten förvalta ett kapital som principalen vill ha maximal avkastning på. Det finns vissa generella frågeställningar som riskkapitalister står inför och som förklaras i denna teori. Det är t.ex. asymmetrisk information och moral hazard.

3.2.1 Asymmetrisk information

Principalen och agenten har olika tillgång till information (Rapp & Thorstenson, 1994). Entreprenören har bättre kontroll och insikt i företagets lönsamhet, tillväxtpotential och avkastning. Det påverkar relationen och risken i ett potentiellt utbyte. Denna osäkerhet påverkar i stor utsträckning utvecklingen av utbytet och därmed chansen för att det ska bli en investering.

¹¹ I efterhand

¹² I förhand

Riskkapital har i många unga branscher empiriskt visat sig bättre på att överbygga asymmetrisk information än andra finansieringsformer (Berger & Udell, 1998). Nyckeln till att övervinna asymmetrisk information för riskkapitalbolagen är att skapa en personlig relation till entreprenören och due diligence.

3.2.2 Moral Hazard

Efter att en investering ägt rum finns risk att principalen eller agenten ändrar sitt beteende jämfört med tiden innan man hade ett avtal (Löfgren, Persson & Weibull, 2001). Det eftersom att parterna efter investering delar konsekvenser av sitt handlande vilket ökar incitamentet mot ett mer riskfyllt agerande. Detta förlopp är ett vedertaget begrepp inom ekonomisk teori och kallas moral hazard.

Moral hazardfenomenet är ytterligare en förklaring till de mer informella delarna av investeringskriterierna. Det gör trovärdigheten, insynen och relationen viktig för riskkapitalisten.

3.2.3 Trovärdighet och tillit

Alla kreditgivare analysera låntagarens kreditvärdighet (Berger & Udell, 1998). En princip som de använder handlar om vilken nivå av tillit kreditgivaren känner för låntagaren. Den metoden blir allt viktigare, då det idag finns många olika typer av kreditgivare och kreditavtal. Tillit är ett brett begrepp och de viktigaste aspekterna inom begreppet är (Moro & Fink, 2012):

- Längd på relationen
- Hur nära relationen är mellan parterna
- Om kredittagaren har fler långivare
- Kvaliten på relationen

Nivån av tillit spelar en avgörande roll vid reducering av principal- och agent problem, moral hazard och transaktionskostnader (Berger, Noorderhaven & Nooteboom, 1997). Fakta och siffror reducerar riskerna i mindre grad. Det är istället i nivån av tillit och trovärdighet som siffror och kalkyler får värde för kreditgivaren (Moro & Fink, 2012).

Teorierna om trovärdighet är tillämpbara på relationen och utbytet mellan riskkapitalist och entreprenör. I relationen är inte riskkapitalisten en ren kreditgivare utan även delägare. Det ökar betydelsen av tillit och trovärdighet eftersom riskkapitalisten genom sitt delägarskap arbetar närmare företaget. Trovärdighetsteorin förklarar sambandet mellan due diligence och principal- och agentteorierna. Trovärdighet behövs på grund av det fenomen som beskrivs i principal och agentteorin och krävs för att investeraren ska lita på värderingen. Därmed är teorin viktig för helheten i studiens teorikapitel.

3.3 Due diligence

På grund av alla risker förknippat med investering i unga bolag så måste riskkapitalisterna vara noggranna i sin investeringsprocess (Osnabrugge, 2010). Det är därför vanligt att riskkapitalbolag gör en komplett due diligence i de bolag som de ska investera i. En due diligence innebär att en investerare, kund eller samarbetspartner värderar bolaget med tillgång

till internt material (Flyvberg, 2012, Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002, Nordin & Westberg, 2012). En due diligence genomförs för att minska riskerna med asymmetrisk information och för att sätta rätt pris på företaget. En komplett due diligence består normalt av juridisk värdering, finansiell värdering och affärsvärdering, men den kan anpassas. Vissa delar kan läggas till eller tas bort för att passa det specifika fallet.

I den juridiska värderingen granskas de avtal som bolaget har ingått (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). I affärsvärderingen granskas företagets affärsmodell och kultur m.m. I den finansiella värderingen granskas bolagets finansiella ställning och nyckeltal. I uppsatsen beskrivs tre olika metoder för den finansiella värderingen. Det är substansvärdering, avkastningsvärdering och kassaflödesvärdering. Värderingen bestämmer vid investeringen vad riskkapitalisten får betala för sin andel. Vid försäljningen avgör det riskkapitalistens avkastning. I alla typer av värderingsmetoder är det även viktigt att beakta säkerheten i ingående data. I mindre företag är det inte säkert att redovisningen är helt tillförlitlig. I en due diligence är möjligheterna större att säkerställa ingående data med hjälp av företagets interna dokumentation.

Due diligence passar i arbetet eftersom att teorin förklarar hur viktig riskvärderingen blir för avkastningskravet och visar riskkapitalisters metod när de värderar investeringsobjektet (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Det är i denna värdering som riskkapitalisterna väger in risken (Allen, Brealey & Myers, 2008). Den beaktas i kalkylräntan och värderas enligt CAPM. Due diligence värderingen är inte hela svaret på riskkapitalistens investeringskriterier (Berger & Udell, 1998). Riskkapitalisten väger samman alla delar av investeringsprocessen i sitt beslut. Nedan följer fyra värderingsmetoder som funnits mest tillämpliga vid riskkapitalinvesteringar.

3.3.1 Substansvärdering

Substansvärdet på ett företag baseras på de historiska balansräkningarna (Hult, 1998, Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Den enkla formeln för beräkningarna är tillgångar – skulder = eget kapital (substansvärdet). Noggrannheten beror på om värdena beräknas utifrån bokförda eller justerade värden och hur uppdragsgivaren hanterar latent skatteskuld och dolda reserver (Hult, 1998). Beräknas uppdraget efter bokförda värden blir värderingen försiktig eftersom den då utgår från bokföringslagens bestämmelser. Vid en mer realistisk företagsvärdering utgår värderaren från företagets justerade värden.

Substansvärdemetoden som ensamt verktyg vid en företagsvärdering blir ofta inte tillförlitlig nog (Hult, 1998). Den kan ses som en grund och utgångspunkt för övriga värderingsmetoder. Metoden rekommenderas vid värdering av företag som gör lågt resultat där uppdragsgivaren vill få information om de värdefulla delarna av företaget.

3.3.2 Avkastningsvärdering

Avkastningsvärdering av företag bygger på att företagets framtida vinster prognostiseras (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Den som utför värderingen åt riskkapitalisten diskonterar sedan tillbaka vinsterna till värderingstidpunkten. Oftast använder värderaren sig av evighetsbetalningsöverskott eftersom företagets verksamhet beräknas fortgå under överskådlig framtid (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Det innebär att de delar framtida inbetalningsöverskott med diskonteringsräntan och får ett värde på företaget.

I avkastningsvärdering är det viktigt att skilja på företagsvärdering och aktievärdering (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Företagsvärdering innebär att hela företaget värderas oberoende av finansieringsform. Aktievärdering avser däremot värdet på de aktier som finns och bygger på den avkastning som är hänförligt till det egna kapitalet. Hög belåning genererar stor utväxling. Det kan ge hög avkastning på det egna kapitalet men det ökar samtidigt risken. Detta är intressant eftersom att det kan vara ett sätt att matcha riskkapitalbolagens investeringsprofil.

Valet av diskonteringsränta är viktig i avkastningsvärderingen eftersom den får stor påverkan på företagets värde (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Att välja diskonteringsränta är svårt men det finns flera väletablerade teorier om hur den kan bestämmas (Brounen, Jong & Koedijk, 2004, Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002), se CAPM.

3.3.3 Kassaflödesvärdering

Kassaflödesvärdering är i vissa avseenden uppbyggd på samma sätt som avkastningsvärdering. En stor skillnad är att metoden fokuserar på framtida kassaflöden och inte framtida resultat (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Metoden utgår från historisk data i det aktuella företagets balans- och resultaträkning samt information från finansieringsanalysen.

Fördelen med metoden är att det är svårare för en företagsledning att manipulera kassaflödena eftersom att de inte påverkas av periodiseringar som görs i redovisningen (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Då värderaren har uppskattat framtida kassaflöden diskonteras de till observationstidpunkten. Diskonteringsräntan bestäms med hänsyn tagen till kassaflödeskravet värderaren har på företaget. Utifrån denna teori kan ett företags värde endast ändras på två sätt, att framtida kassaflöde ändras eller att värderarens kassaflödeskrav ändras. Ränteintäkter och räntekostnader är poster som inte räknas med i en kassaflödesvärdering.

3.3.4 Multiplar

Multiplar innebär att man delar priset på bolaget med t.ex. resultat, substansvärde eller liknande och kan på så sätt jämföra värdet med liknande bolag (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Fördelen med metoden är att den är förhållandevis enkel och snabb. Nackdelen är att metoden är beroende av att de bolag som investeringen jämförs med är rätt värderade och att de är tillräckligt lika det bolag som ska värderas (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002).

3.4 Portföljteorin

Risken kan enligt portföljteorin minskas genom diversifiering (Allen, Brealey & Myers, 2008). Det går ut på att investeraren ska äga aktier i flera olika bolag. Risken för att alla bolag ska gå dåligt blir därmed mindre än om investeraren bara äger ett bolag. Genom att blanda bolag med olika risk kan variationen i avkastning minska. Portfölj eller diversifieringsstrategin används i olika utsträckning inom riskkapitalbranschen för att minska riskerna.

Detta resonemang gör att det kan vara intressant för en riskkapitalist som redan äger andra typer av bolag att investera i lantbruksföretag. Det kan minska portföljens totala risk. Portföljteorin förklarar bilden av att riskkapitalisternas faktiska genomsnittliga avkastning inte

når upp till avkastningsmålen som sätts i början av en investering (Cumming, Donald & Wright, 2007). Riskkapitalisterna tar hög risk och får därmed stor spridning i avkastning på olika investeringar.

3.5 CAPM

CAPM-teorin är en metod för att mäta riskerna i en portfölj och i enskilda bolag. Metoden kan användas för att bestämma avkastningskravet (Lintner & William, 1971).

Avkastningskravet består av riskfri ränta (realränta), riskpremium och inflation. Tillsammans bildar de CAPM-formeln som är $E(r) = R + \beta(Rm - R)$. R är den riskfria räntan, Rm är jämförelseportföljens förräntning och E(r) är företagets avkastningskrav.

β -värdet mäter företagets risknivå där ett är genomsnittlig risknivå och noll är riskfritt. Högre risk innebär alltså högre betavärde och därmed högre avkastningskrav. Alla risker som påverkar avkastningsnivån ska vägas in i β -värdet. Därmed får företag som har variationer i lönsamheten högre β -värden då det är större risk att avkastningen sjunker i dessa. Genom att ha en väldiversifierad portfölj brukar β -värdet kunna sänkas till under ett (Allen, Brealey & Myers, 2008). Det är ett bevis för att portföljteorin fungerar.

CAPM-modellen är svår att tillämpa på företag under förändring eftersom risken då förändras och CAPM bygger på historiska värden (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Den är trots det intressant eftersom den påvisar en del av riskerna som riskkapitalisten tar. Risker som i sin tur påverkar värderingen och investeringskriterierna. Risken blir på så sätt en tydlig del av övervägandet som riskkapitalisten gör inför ett investeringsbeslut.

3.6 Teorisyntes

Lantbruksföretag finansieras normalt sett inte med hjälp av riskkapital (Agerberg & Hermelin, 2011). Det är en bidragande orsak till bristande forskning på området. Det finns däremot mycket litteratur om riskkapitalbolag och om deras sätt att agera.

Litteraturen om riskkapitalbolag konstaterar att bolagen tar stora risker vilket leder till höga avkastningskrav. De utvärderar sina investeringar djupare än andra investerare och skapar en relation till portföljbolagen. Den formella delen av utvärderingen består av en due diligence och samtidigt är den informella delen viktig. Den består av investerarens personliga relation till entreprenören. Utvärderingen medför extra kostnader och den reducerar risken i mindre grad. Riskkapitalister har höga avkastningskrav på sina portföljbolag, då vissa av deras investeringar kommer att ge förluster. Avkastningen i riskkapitalbolagen kommer i regel från hög tillväxt i portföljbolagen.

Att avkastningskraven i riskkapitalinvesteringar är höga följer logiken i CAPM-teorin. Högre risk innebär högre avkastningskrav. En intressant detalj som inte kunnat läsas i tidigare artiklar är hur riskkapitalisterna anpassar sina avkastningskrav beroende på risken i investeringen eller om de har ungefär samma avkastningskrav på alla bolag. Det är kärnan i teorisyntesen. På grund av skillnaderna i avkastningskrav så är risken en viktig faktor för att en investering ska bli av. Det finns skillnader i risk mellan olika sektorer och olika företag (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002).

4 Analys och resultat

4.1 Private equity

Olika riskkapitalbolag investerar i olika branscher. Varje bolag söker efter portföljbolag med en särskild profil. Därmed varierar investeringskriterierna mellan olika investerare. Det gäller för entreprenörens företag att matcha den profilen för att de ska vara aktuella för finansiering. Med tanke på den begränsade responsen vid intervjufrågningarna är det ett fåtal riskkapitalbolag som idag investerar i lantbruksföretag. Det var ingen nyhet och studien uppmärksammar redan i inledningen att riskkapitalsatsningar är ovanliga i branschen.

Affärsänglar har varit den typen av riskkapital som varit mest öppna för intervjuer. Det beror kanske på att affärsänglar är mindre formaliserade än t.ex. venture capitalbolag. Det nämner respondenterna flera gånger. Att de är mindre formaliserade verkar även bidra till att de har lättare att investera i nya branscher.

Det viktigaste för riskkapitalister är avkastningen och därefter entreprenören och teamet. Det stämmer med teorierna inom private equity och därmed även med teorisynthesen. Intervjuerna stärker den bilden. Riskkapitalisterna vill se en entreprenör som tror på sin idé och som är lätt att samarbeta med. Dessutom vill riskkapitalisterna se att det finns en affärsstrategi och en genomtänkt affärsmodell hos entreprenören. Entreprenören måste ha inställningen och målsättningen att uppnå den avkastning som riskkapitalisterna kräver. Det syns även i teorikapitlet genom Moro & Finks (2012) studie. För att till 100 procent kunna lita på att den avkastning som kalkylerna visar måste riskkapitalisten även tro på att entreprenören som person är rätt individ för uppgiften.

Respondenterna gav exempel på fall där investeraren trott på idén men inte på teamet. Riskkapitalisten investerade inte i en idé där han inte trodde på teamet. I de fall investeraren anser att idén är mycket bra kan han komplettera teamet med den kompetens som fattas eller byta ut teamet. Det för att undvika att man går in i en dålig investering. Utan de relationsmässiga aspekterna är det svårt att uppnå ett fungerande samarbete även om avkastningen ser lovande ut. För att investeringen ska äga rum krävs det att helheten fungerar, dvs. både relationen mellan entreprenören och investeraren och dokumentationen i företaget.

Riskkapitalisterna vill gärna att företaget och företagsidén är innovativ. Enligt intervjuerna bidrar innovation till ökade finansieringsmöjligheter. Det är något som även Landström och Löwegren (2009) nämner. Det tas upp i uppsatsens teorikapitel. Innovation gör att riskkapitalisterna ser större möjligheter till tillväxt och att tjäna pengar. Därför är innovation en fördel för entreprenörer som söker finansiärer inom riskkapitalbranschen.

Riskkapitalisterna har kort investeringshorisont och vill ha igen sina pengar på cirka fem år. Det nämner både respondenterna och Berger och Udell (1998). Det är många affärsidéer som inte når upp till det kravet. Respondenterna efterfrågar precis som Berger & Udell (1998) en tydlig plan för exit och hög avkastning i sina investeringar.

I vissa branscher finns det etablerade buyout bolag. I de branscherna ser investerare, i tidiga stadier, lättare exitmöjligheter eftersom de kan sälja till buyout bolagen. De blir därmed mer investeringsvilliga. I investeringar i andra branscher är risken större att investerarna inte kan göra exit vid den tidpunkten som de tänkt sig.

4.2 Principal- och agentteorin

Principal- och agentförhållandet bekräftas i intervjuerna. Det är avgörande vid en riskkapitalinvestering. Riskkapitalister arbetar med insyn och information i portföljbolagen för att minska riskerna med informationsövertag. En del av riskerna med asymmetrisk information byggs bort med hjälp av due diligence, vilket analysen återkommer till.

Ett annat sätt att komma runt riskerna med asymmetrisk information är, enligt respondenterna, bedömningen av teamet och dess trovärdighet. Här genomför investeraren, ofta tillsammans med andra områdeskunniga, en bedömning av teamets potential. Om finansiären inte känner förtroende och tillit till teamet eller inte tror på satsningen så genomförs ingen investering. Den personliga relationen och de informella delarna av ett eventuellt samarbete får alltså stor betydelse i en finansieringssituation. Riskkapitalbolagen kommer inte att tro på siffrorna som presenteras om de inte litar på entreprenören.

Detta förhållningssätt liknar teorierna hos Moro & Fink (2012). Därför krävs det förtroende och tillit. Det är en lång resa för varje entreprenör att bygga upp det förtroendet. Förtroende i en relation byggs inte upp som en del för sig utan det byggs upp under en process där även due diligence och andra tester förekommer. Investeringsbeslutet beror sedan på om riskkapitalisten tror på helheten.

Hos en av respondenterna tog det mellan tre och sex månader från första kontakten tills att pengar investerades i företaget. Under den tiden hinner investeraren skapa en relation till sitt blivande portföljbolag. Detta förlopp minskar riskerna, men eliminerar dem inte.

Riskkapitalisterna i studien var medvetna om att det är entreprenören och teamet som kan företaget bäst. Det är ett faktum som riskkapitalisterna aldrig kommer ifrån och ytterligare en risk som de ställs inför. Både due diligence och relationen till entreprenören utnyttjas för att minska riskerna med asymmetrisk information.

4.3 Due Diligence

Due diligence teorin, som bland annat Nordin & Westberg (2012) lyfter, återkommer till stor del i intervjuerna. Största skillnaden är att respondenterna påpekar att storleken på investeringen ofta får avgöra hur mycket energi som läggs ned på due diligence. I de flesta investeringar använder sig riskkapitalister av intern dokumentation i analysen av företagen. Det stämmer väl överens med både tidigare teorier och studiens empiri. Nordin & Westberg (2012) poängterar vikten av att investerarna tar hjälp av experter inom olika delar av due diligence. Det framkom också i intervjuerna. Det kan t.ex. vara advokater och andra specialiserade yrkesgrupper som gör sin del av analysen inom sitt expertområde. Valet av bedömare anpassas till entreprenörens verksamhet och dess behov. Ofta blir en due diligence och den övriga värderingen av bolaget en flytande process där en relation med bolaget skapas samtidigt som bolagets potential utvärderas.

En del av due diligence är företagsvärdering. Till uppsatsens teorikapitel hämtades de vanligaste metoderna för värderingen (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002, Hult, 1998). De metoderna bekräftades i intervjuerna som vanligt förekommande. De metoderna var substansvärdering, avkastningsvärdering, kassaflödesvärdering och multiplar. Dessa metoder används om vartannat och det är igen särskild av dem som lyfts fram. Däremot används de

ofta för att komplettera varandra och på så sätt bli säkrare.

Då finansiären fått en bild av företagets avkastningsförmåga blir nästa steg att fundera över vilken kalkylränta finansiären kan kräva eller räkna med att investeringen är värd. En del av den diskussionen återkommer under CAPM-avsnittet i analysen. Denna del av investeringsprocessen har visat sig känslig i både empirin och teorin. De båda parterna är generellt mer överens om vad som behövs för att idén ska bli verklighet än priset på företaget. Entreprenören tycker generellt att riskkapitalisten har för hög kalkylränta. Riskkapitalisten försvarar sin kalkylränta med risken som han tar i investeringen.

4.4 Portföljteori och CAPM

Enligt CAPM så ska en investering med lägre risk ge lägre avkastningskrav (Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002). Det har den empiriska studien gett lite olika svar på. Alla respondenter säger sig beredda att ompröva sina avkastningsmål om investeringen tydligt innehåller mindre risk. Det är däremot inte säkert att investeringar med lägre risk passar bolagets profil. Riskkapital är fortfarande en förhållandevis dyr finansieringsform jämfört med t.ex. bankfinansiering. Avkastningskrav under 15 procent har studien inte stött på. Enligt både intervjuerna och teorierna så ska mindre riskfyllda företag möta lägre avkastningskrav.

Avkastningen för private equity företaget regleras vid investeringen genom att priset som private Equity företaget betalar för sin andel av företaget varierar. För att komma i upp i en hög avkastning på ett företag som inte har stor potential krävs därför att riskkapitalbolaget får köpa sin andel billigare. Det är här som valet av kalkylränta blir viktigt, vilket diskuteras under värderingsmodellerna i teorin. Trots detta är risken stor att inte riskkapitalbolagen får den avkastning som de räknat med då den inte är bestämd i mängd eller tidpunkt.

Att riskkapitalister tar mer betalt för sitt kapital är enligt respondenterna inte konstigt eftersom att de tar högre risker än banker. Investeringarna tenderar genomgående att bli fast i investeringarna längre än planerat. Hos affärsänglar, som oftast vill vara i företaget i fem till sju år, tenderar investeringarna att bli cirka tio år innan exit. Dessutom varierar avkastningens storlek mycket i riskkapitalbranschen enligt både teori (Cumming, Donald & Wright, 2007) och empiri.

Diskussionen om avkastningskravet blir intressant redan under värderingen eftersom man behöver ha en kalkylränta för att värdera företagen. Enligt respondenterna brukar det i samband med värderingen kunna bli konflikter mellan entreprenören och investeraren om ett rimligt avkastningskrav. Kommer de inte överens där blir det ingen investering, eftersom att det är då som avkastningen fördelas mellan entreprenören och investeraren. I den förhandlingen blir riskaspekten viktig och då är det tveksamt om lantbruksföretaget kommer att ses som mindre riskfyllt än andra företag.

4.5 Teorisyntes

Studien tyder på att riskkapitalister ställer samma krav på ett lantbruksföretag som på företag i andra branscher, varken hårdare eller mildare. Det är något som framkommer i empirin men som inte lyfts specifikt i någon teori. Ingen av respondenterna är ovilliga att investera i företag i lantbruksnäringen om de uppfyller deras investeringskriterier. Landström och Löwegren (2009) skriver att det är vanligare med riskkapital i vissa branscher. Det skulle kunna förklaras av att företag i vissa branscher oftare söker riskkapital och att det därmed

också finns fler riskkapitalister med erfarenhet ifrån dessa branscher. Samtliga respondenter menar att det generellt sett är viktigare att portföljbolagen kan nå tillräcklig avkastning än att de är från en specifik bransch. Det ska påpekas att några generella slutsatser inte kan dras i en sådan här liten studie.

I de svar som erhållits verkar det inte troligt att lantbruket skulle kunna få lägre avkastningskrav än andra branscher. Vissa respondenter kunde däremot tänka sig att lantbruksföretag skulle kunna vara ett komplement i deras portföljer för att de ger en annan risk än andra bolag och därmed ger mindre risk i portföljen. Det stämmer väl överens med portföljteorin (Allen, Brealey & Myers, 2008). Möjligen behövs studier över hur lantbruksnäringens avkastning varierar i förhållande till andra branscher för att vara säker på detta.

5 Diskussion

Arbetet har inte hittat något som stöder att det som tidigare skrivits om riskkapital inte skulle gälla även lantbruksföretag. Studien har brister i intervjuunderlag och därmed generaliserbarhet, vilket diskuterades i metodkapitlet. Därmed kan det inte sägas att det med fullständig säkerhet går att tillämpa alla teorier på lantbruksföretag. Däremot tyder resultaten på att ett lantbruksföretag som lever upp till investeringskriterierna kan vara aktuellt för riskkapital.

Arbetet finner sin plats i den övriga litteraturen i ämnet riskkapital och breddar kunskaperna om riskkapitalbranschens olika nischer. Tidigare har det inte skrivits mycket om riskkapital i lantbruks- och livsmedelssektorn i Sverige. Respondenterna säger att riskkapitalbolag har investerat i förädlingsleden i livsmedelsnäringen.

Flera arbeten behandlar risker inom lantbruket t.ex. Agerberg & Hermelin (2011). De har fokuserat på finansiering i form av bankkrediter. Dessa arbeten kan med fördel läsas tillsammans med denna för att förstå vilka avkastningskrav som lantbruket måste leva upp till. Denna uppsats visar att avkastningskraven även till viss del beror på finansieringsform samt att valet av finansieringsform bör vara kopplat till den riskprofil som företaget har.

Resultatet tyder på att riskkapitalister ser annorlunda på lantbruket i Sverige än andra kreditgivare (Granath & Jansson, 2010). Riskkapitalbolagen prioriterar hög avkastning och hög tillväxt. Samtidigt tar de mindre hänsyn till bra säkerheter och låg risk. De höga avkastningskraven leder samtidigt till att riskkapital som finansieringsform ofta blir relativt dyrt jämfört med t.ex. bankfinansiering (Berger & Udell, 1998). Det gör att lantbrukets incitament att söka riskkapital minskar.

Det finns uppsatser som behandlar ämnet lantbrukaren som entreprenör (Bertilsson & Johnsson, 2012, Alsos, 2003). Bägge dessa uppsatser poängterar vikten av entreprenöriell förmåga hos företagsledaren för att företaget ska utvecklas, både inom organisationen och gentemot omvärlden. I Landström och Löwegren (2009) diskuteras gemensamma egenskaper hos en entreprenör, men de egenskaperna varierar. Enligt dem är den tydligaste gemensamma egenskapen hos entreprenörer förmågan till handling. Resultatet i denna studie tyder på att entreprenören/lantbrukaren/teamet och deras målsättningar är en viktig anledning till att inte fler riskkapitalbolag investerar i lantbruk.

Studien stöder många tidigare uppsatser angående riskkapitalisters generella arbetsmodeller t.ex. due diligence, värderingsmetoder och personliga relationer (Flyvberg, 2012, Isaksson, Nilsson & Martikainen, 2002, Nordin & Westberg, 2012). Studien tyder på att den personliga relationen är viktigare än vad tidigare uppfattning var. Det trots att flera tidigare arbeten belyser det viktiga i den personliga relationen.

Studien har inte funnit något som tyder på att bedömningen av lantbruksföretag skulle skilja väsentligt från andra branscher, kanske med undantag för forskningsintensiva branscher. Där ser riskkapitalister redan klara exits. I vissa branscher finns etablerade buyout bolag. Om riskkapitalisten lättare ser exit skulle det minska deras risker i investeringen.

För att en riskkapitalfinansiering ska äga rum krävs det att riskkapitalbolaget och entreprenören kommer överens. För att komma överens krävs det att entreprenören och dennes bolag matchar den profil som riskkapitalisten söker. Det är viktigt att helheten

stämmer, alltså avkastningspotentialen i företaget och entreprenören. Om inte helheten passar det riskkapitalisten söker kommer ingen investering ske.

5.1 Framtida studier

Intressant i fortsatt forskning vore att se lantbrukarnas inställning till riskkapital som finansieringsform. Även att jämföra olika investerares bedömningsmetoder med varandra vore en intressant fråga för framtida forskning. Intervjuerna har signalerat om att bolag som inte investerar i jordbruk i Sverige gör det i andra länder. Vad som är skillnaden och vad som är avgörande för att de satsar där vore också intressant. Hur juridiska omständigheter påverkar finansieringen av lantbruksföretag är en annan intressant frågeställning för framtida forskning.

5.2 Policyimplikationer

Tre saker som i studien identifierats som viktigt för riskkapitalägda bolag är:

- Inställning att vilja utvecklas, som finns i alla företag som riskkapitalister investerar i.
- De högt uppsatta målsättningarna och avkastningskraven.
- Fördelen med att ta in externa ägare som kommer med nya idéer och utvecklar företaget.

Det kan lantbruksföretagen ta lärdom av utan att vara riskkapitalfinansierade.

Riskkapitalister kräver att företagsledarna i portföljbolagen satsar och utvecklar sina företag. Som entreprenör är det viktigt att ha höga ambitioner och samtidigt vara medveten om vad som krävs för att ta sig dit. Det handlar om kultur och inställning i företaget och dess ledning. Att vara öppen för de krav som kalkylerna ställer på verksamheten är också viktigt i denna kultur. Det är något som lantbruksnäringen bör ta till sig om de vill nå tillväxt.

Respondenterna anser att innovation kan vara en brist i lantbruksnäringen. Studien tyder på att det genomgående är viktigt med innovation för riskkapitalister. Två av respondenterna uppmanar lantbruket till att våga vara mera innovativa och testa nya saker. Några av respondenterna antyder dessutom, med hänsyn till risken i branschen, att lantbrukarna borde sträva efter en högre avkastning. Kanske kan en lärdom för lantbrukare vara att ha större fokus på avkastning, utveckling och innovation.

Flera av respondenterna säger att de värderar kompetensen i bolagen de ska investera i. Om någon nyckelkompetens saknas ser de till att tillföra den innan de investerar. Att tillföra nya kunskaper till ledningsgruppen, samt se till att företaget har ett ekonomiskt fokus är en viktig framgångsfaktor för riskkapitalägda bolag. De kompetenser som riskkapitalisterna är bäst på att tillföra är management, affärsmodeller och expansionsstrategier. Det kan lantbruksföretagen bli bättre på.

Att riskkapitalister kompletterar företaget med kompetenser kan vara en anledning för företag att söka riskkapitalfinansiering. Att ta in nya personer i ledningsgruppen kan vara positivt inte bara för att de bidrar med mer kompetens utan också för att de bidrar med en annan kompetens. Det kan lantbruksbranschen lära av.

Respondenterna anser att oviljan till riskkapitalfinansiering hos lantbrukaren är största hindret till riskkapitalfinansiering i branschen. De menar att man inte kan köpa något som inte är till salu. Om en lantbrukare behöver kapital så löser de det genom t.ex. avstyckning av tomter, enligt en av respondenterna. Möjligheten för lantbruksföretag att söka riskkapital finns.

6 Slutsatser

Resultatet tyder på att private equity teorierna kan tillämpas bredare än enbart på cleantech och it-företag, så länge det handlar om riskkapitalfinansiering. Vid en riskkapitalfinansiering har studien påvisat vissa kriterier som troligen kommer att ställas på lantbruksföretaget. Kriterierna varierar mycket mellan olika riskkapitalbolag men generella investeringskriterier på lantbruksföretag är:

- Hög och snabb avkastning på riskkapitalistens kapital, 20 till 30 procent inom fem till sju år.
- Möjlighet till exit för riskkapitalisten.
- Driven, affärsinriktad, förändringsvillig och trovärdig entreprenör och team.
- Ett stort plus är innovationsinriktade företag.

Studien belyser och förmedlar riskkapitalbolagens disciplinerade företagskultur och deras syn på hur ett portföljbolag ska styras.

Referenser

Litteratur

Anderson J., Larson D. & P. Varangis (2004) Policies on Managing Risk in Agricultural Markets *The World Bank Research Observer* Vol. 19, No. 2, pp. 199-230

Agerberg A. & Hermelin J. (2011), *Kreditansökan vid större investeringar i Lantbruksföretag - En analys av kredithandläggares bedömningsgrunder* SLU Epsilon (magisteruppsats institutionen för ekonomi)

Allen F. Brealey R. & Myers S. (2008) *Principles of Corporate Finance* Mcgraw-Hill Education.

Alsos A.G., Ljunggren E. & Pettersen L.T. (2003) Farm-based entrepreneurs: what triggers the start-up of new business activities?[Elektronisk] *Journal of Small Business and Enterprise Development* vol 10 pp 435-443 Tillgänglig:
<http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=873762&show=pdf>. [2013-05-03]

Arrow K.J. (1984) *The economics of agency* Technical report number 451. Institute for mathematical studies in the social science, Stanford University California

Berger A. & Udell G. (1998) The economics of small business finance: The roled of private equity and debt markets in the financial growth cycle [Elektronisk] *Journal of Banking & Finance*, Vol 22 pp 613-673 Tillgänglig:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426698000387> [2013-05-10]

Berger H., Noorderhaven N.G & Nooteboom B. (1997) Effects of trust and governance on relational risk. *Academy of Management Journal* vol 40 pp 308–338.

Bertilsson H. & Johnsson K. (2012) *Entreprenöriella lantbruksföretag i skånska Provence*. SLU Epsilon (kandidatuppsats institutionen för ekonomi)

Brounen D., de Jong A. & Koedijk K. (2004) Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice [Elektronisk] *Financial Management*, vol. 33 pp 71-101 Tillgänglig:
<http://www.jstor.org/stable/3666329?seq=2>. [2013-04-20]

Cumming D., Donald S. & Wright M. (2007) Private equity, leveraged buyouts and governance [Elektronisk] *Journal of corporate finance*, vol 13 pp 439-460 Tillgänglig:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119907000272> [2013-04-20]

Danielsson V. (2011) *Jord i portföljen* SLU Epsilon (kandidatuppsats institutionen för ekonomi)

Dyrendahl C. & Granath J. (2011) *Lean för lantbruksföretaget utvärdering av industriellt managementsystem i agrar kontext*. SLU Epsilon Examensarbete nr 642 (magisteruppsats institutionen för ekonomi)

Flyvbjerg B. (2012) Quality control and due diligence in project management: Getting decisions right by taking the outside view [Elektronisk] *Journal of projekt management* Vol

31 pp 760-774 Tillgänglig:

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S026378631200138X>

[2013-04-21]

Gasson R., (1973) Goals and values of farmers *Journal of agricultural economics* vol 24 pp-521-537

Granath U. & Jansson G. (2010) *Bankers bedömning av lantbrukskrediter-en jämförelse mellan olika branscher* SLU Epsilon (kandidatuppsats från institutionen för ekonomi)

Hansson H. & Ferguson R. (2011) Factors influencing the strategic decision to further develop dairy production — A study of farmers in central Sweden
Livestock Science vol.135(2) pp110-123

Hartman S. (2003) *Skrivhandledning för examensarbeten och rapporter*. Scandbook AB Falun

Hofman D. & Ronald H. (2012) Did the financial crisis lead to changes in private equity investor preferences regarding renewable energy and climate policies?
Energy Policy, vol.47 pp 111-116

Hult M. (1998) *Värdering av företag*. Upplaga 3:1. Liber

Isaksson A. Nilsson H. & Martikainen T. (2002) *Företagsvärdering med fundamental analys* Studentlitteratur

Jensen M. C. & Meckling W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency costs and ownership structure [Elektronisk] *Journal of financial economics*, vol 3 pp 305-360. Tillgänglig: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf> [2013-04-21]

Kvale S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*. studentlitteratur, Lund

Landström H. & Löwegren M. (2009) *Entreprenörskap och företagsetablering från idé till verklighet* Studentlitteratur

Lennander G. (2011) *Krediter och säkerheter: Lärobok i krediträtt* Lustus

Lintner J. & William F. S. (1971) Portfolio Theory and Security Analysis [Elektronisk] *The Journal of Finance*, vol 27 pp 453-458 Papers and Proceedings of the Thirtieth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 27-29 1971 Tillgänglig: <http://www.jstor.org/stable/2978487?seq=1> [2013-04-23]

Lundén B. (2009) *Enskild firma, skatt deklaration ekonomi och juridik* Björn Lundén information AB

Löfgren K. G., Persson T. & Weibull J. (2001) Marknader med asymmetrisk information. Ekonomisk debatt 2001. Årgång 29 Nr 8

Mcglue D. (2002) The funding of venture capital in Europe: Issues for public policy
Venture Capital vol 4(1) pp 45-58

Moro A & Fink M., (2012) Loan managers' trust and credit access for SMEs. *Journal of Banking & Finance*. Vol 37 pp 927-936.

Nordin N. & Westberg C. A. (2012) *The Art of Due Diligence A study on private equity firms acting in the Swedish market* Stockholm School of Economics Department of Accounting Master Thesis in Accounting and Financial Management

Onsabrugge M. V. (2010) A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis [Elektronisk] *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* vol 2 pp 91-109 Tillgänglig:
<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/136910600295729#.Ua8HXdhibWk>
[2013-04-24]

Rapp B. & Thorstenson A. (1994) *Vem skall ta risken?* Studentlitteratur

Robson C. (2011) *Real world research* third edition John Wiley & Sons LTD

Ross S. (1973) The economic theory of agency: The principal's problem [Elektronisk] *The American economic review*, vol 63 pp 134-139 Tillgänglig:
<http://www.aeaweb.org/aer/top20/63.2.134-139.pdf> [2013-04-22]

Skolrud T., Shumway R. & Fourier A. (2013) analysis of the US dairy industry [Elektronisk] *Applied Economics*, 2013, vol 45 pp 1887-1895 [Peer Reviewed Journal] Tillgänglig:
<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00036846.2011.648319#.Ua8IO9hibWk>
[2013-04-26]

Wilson R. (1968) The theory of syndicates [Elektronisk] *Econometrica Journal of the econometric society*, vol 36 pp 119-132 Tillgänglig: <http://www.jstor.org/stable/1909607>
[2013-04-25]

Internet referenser

Creandum 2014

<http://www.creandum.com/investment/> (2014-01-06)

Kinnevik 2014

<http://www.kinnevik.se/sv/Investeringar/Industri-och-ovriga-investeringar/Black-Earth-Farming/> (2014-01-06)

LRF (2013)

<http://www.lrf.se/Om-LRF/Kontakta-LRF/Press/Nyheter/20101/Manga-affarsmojligheter-inom-de-grona-naringarna/> (2013-07-31)

LRF-konsult (2013) Lantbruksbarometern 2013

<http://www.lrfkonsult.se/press/Nyheter/Lantbruksbarometern-2013/> (2013-04-10)

Swedishbiogas international 2014

<http://www.swedishbiogas.com/index.php/sv/referensanlaeggningar/sverige/vadsbo-biogas>
(2014-01-06)

Bilaga 1

Namn:

Ålder:

Organisation:

1. Vilka är ägare till organisationen?
2. Hur länge har ni varit i branschen?
A organisationen?
B ni personligen?
3. I vilket av företagets utvecklingsstadier brukar ni investera?
4. Vilken investeringsfront har ni på era investeringar?
5. Vilken profil söker ni på de företag ni investerar i?
6. Har ni tidigare varit inblandad i lantbruks eller livsmedelsföretag?
7. Är det någon speciell bransch som ni föredrar att investera i? Varför?
8. Har ni samma avkastningskrav på alla företag eller skiljer det sig beroende på bransch, riskprofil m.m.? Varför och hur skiljer det sig?
9. Överväger ni risken/avkastningen i varje enskilt projekt? Varför/varför inte?
10. Använder ni er av due diligence? I vilket stadie av investeringen gör ni det? Hur är den generellt uppbyggd?
11. Kan du beskriva din bild lantbruksnäringens avkastningsförmåga, tillväxtpotential?
12. Hur villig är du på att investera i livsmedels och jordbruksbranschen? varför?
13. Hur ser ni på lantbruksföretagarna som entreprenörer?
14. Om ni skulle investera i lantbruksföretag hur viktig skulle er personliga relation vara med entreprenören?
15. Låt säga att det kom ett innovativt lantbruksföretag (t.ex. ett företag som kan leverera färskpotatis året om) och sökte investering hos er skulle ni vara mer intresserade av ett sådant företag än av branschen generellt?
16. Hur hanterar ni riskerna med asymmetrisk information?
17. Kan låg risk i lantbruksföretag leda till lägre avkastningskrav ifrån er?