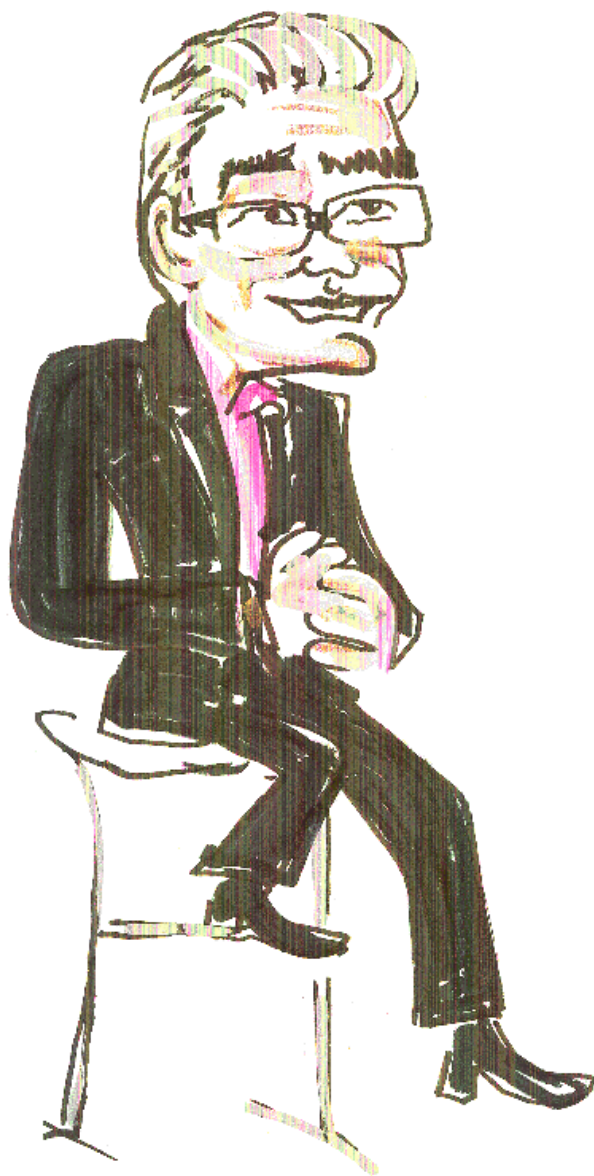


Med
Hjärta, Hjärna och Plånbok
- att investera i entreprenörsföretag

Särtryck Kapitel 2
Due Diligence



Eric Martin

Afema AB

info@afema.se

www.afema.se

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

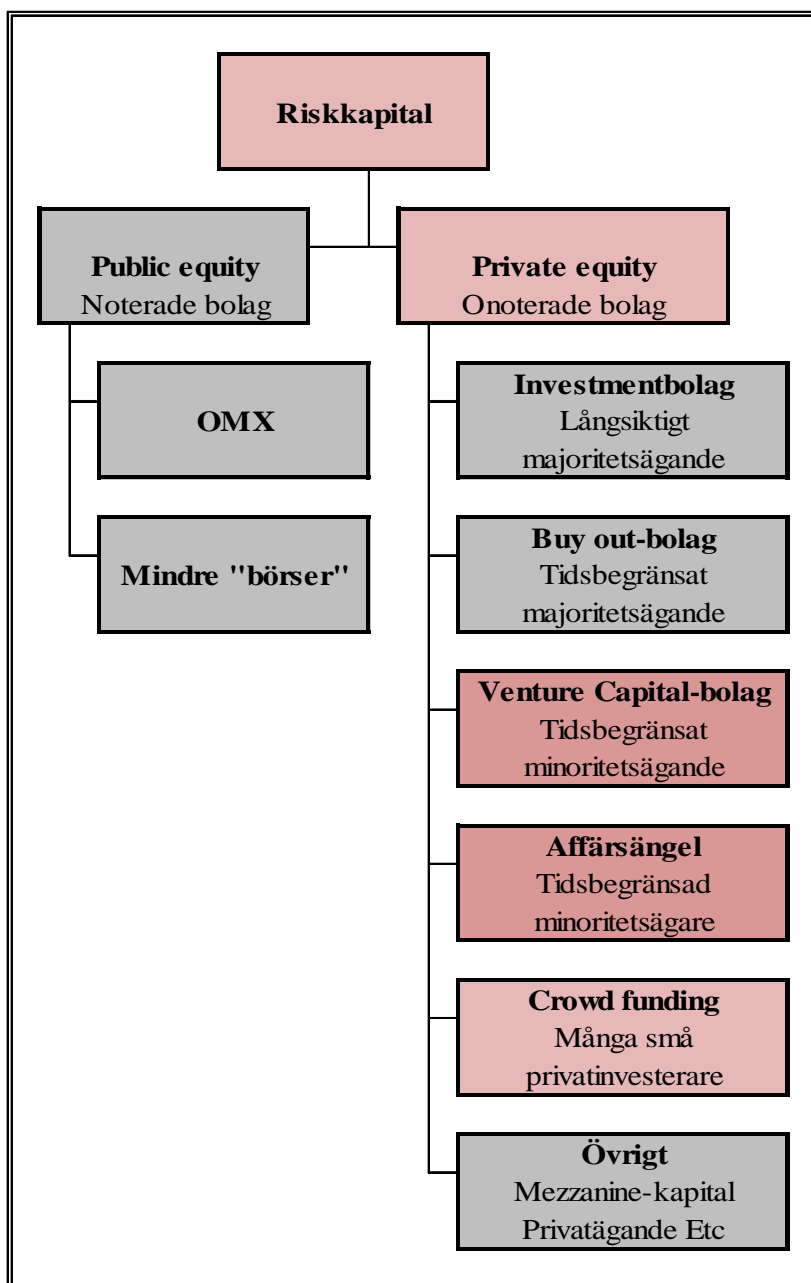
- att investera i entreprenörsföretag

Innehållsförteckning

Kapitel	Rubrik	
	Förord	5
0	Teaser	
1	Deal flow	Första mötet
2	Due diligence	7
3	Investeringen	Giftermålet
4	Konsortialavtalet	Äktenskapsförordet
5	Briefing	Samlevnaden
6	Exit	Lycklig skilsmässa
7	Entreprenören	
8	Finansiella aktörer	
9	Investeringsmodeller	
 Bilagor		
1	Mall Investerarpresentation	
2	Mall Investerings-PM	
3	Exempel Konsortialavtal	
4	Ordlista	
5	Litteraturförteckning och Referenser	
6	Om författaren	29

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag



Med Hjärta, Hjärna och Plånbok v2013-12

Innehållet är Afema AB:s och författaren Eric Martins egendom. Innehållet får fritt kopieras med angivande av "Källa afema.se". Maila gärna frågor, reflektioner och åsikter till eric.martin@afema.se.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Förord

Efter att ha verkat i mer än 30 år i gränslandet mellan företagare/entreprenörer och riskkapitalet har jag samlat mina erfarenheter i denna bok. Boken är inte på något sätt uttömmande i ämnet, den är inte ens uttömmande på mina erfarenheter och kunskaper. Den är den samling kunskap och erfarenheter som jag så här långt identifierat att jag bär inom mig.

Bokens titel kommer från Christer Nilsson, en skicklig entreprenör som byggde upp flera fina företag och sedan blev framgångsrik affärsängel. Christers och mina vägar har korsats vid olika tillfällen och i olika sammanhang alltsedan jag började på Svetab i början av 1980-talet. Tack Christer!

Boken handlar om den typ av finansieringar som Venture Capital-företag och Affärsänglar gör i onoterade bolag. De röda och rosa fälten visar vilka områden jag rör mig inom, och de grå fälten visar vad jag inte har ambitionen att behandla.

Jag lever efter följande definitioner:

Riskkapital är egenkapital (t.ex. aktiekapital) till skillnad från lånekapital.

Venture Capital är (minoritets-)investeringar i onoterade bolag med ett aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang.

Boken kommer att kompletteras alltefter jag upptäcker att jag har mer att tillföra. Därför ser jag, åtminstone för närvarande, bokens innehåll som levande materia som kommer att växa och vidareutvecklas, åtminstone under en tid. Därför har jag också valt att tills vidare publicera den på nätet så jag enkelt kan vidareförädla boken. Som läsare får du gärna hjälpa mig att förbättra och komplettera boken genom att skicka frågor, påstående och kommentarer till eric.martin@afema.se.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Kapitel 2 **Due Diligence**

N och C kom tillbaka till mig när de tänkt igenom sin tilltänkta buy-out. De hade kommit fram till att den del av S-gruppen som de helst ville köpa vara den del som handlade om industrikomponenter. Den bestod dels av tillverkning i en fabrik i Finland, dels av ett par olika handelsföretag i Sverige som handlade med olika typer av näralliggande produkter. Företagsgruppen omsatte i storleksordning 170 MSEK och gick sedan många år med förlust. Den årliga förlusten var i storleksordning 1-2 MSEK. Jag reflekterade genast över om det verkligen var bra att köpa ett förlustbolag men N och C förklarade att de själva och S-gruppen de senaste åren genomfört ett stort åtgärdsprogram som innebar att framöver skulle bolaget gå med vinst. Jag lät mig bero med det svaret så länge.

Vilka var då N och C, var de personer som skulle kunna gå iland med att gå från att vara anställda chefer till att driva eget. Det visade sig att entreprenören i en annan av våra investeringar på Företagskapital väl kände till N. Hans företag låg i samma trakt som N verkade från och sagesmannen hade till och med försökt värva N som chef för hans företag vid ett tidigare tillfälle. Vi fick även tag i andra informationskällor som alla samstämmigt uttryckte lovord över N och C.

S-gruppen skulle försäljas genom ett anbudsförfarande där alla anbud skulle vara inlämnade vid en viss tidpunkt. Därefter skulle anbuden öppnas och det bästa/de bästa anbuderna skulle få köpa till bjudet pris utan närmare

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

förhandling. Hur skulle vi formera vårt bud, och hur skulle vi formera vårt inbördes ägarförhållande om affären gick vår väg. N och C ansåg inledningsvis att vårt bud måste ligga i storleksordningen 15 MSEK. ”Annars får vi det inte” var deras argument. Vi kunde dock konstatera ett par saker:

- *Hösten 1992 var en ekonomiskt tuff tid i Sverige och hela ekonomin var körd i botten.*
- *N och C skulle ha en viss koll på övriga eventuella budgivare då de hade bodelningsmans uppdrag att förevisa de olika objekten för hugade spekulanter.*
- *N och C hade inte personliga resurser så att vi kunde formera ett bud på nivån 15 MSEK utan att Företagskapital hade varit tvunget att bli majoritetsägare i det nybildade övertagandebolaget. Ett sådant majoritetsägande var emot Företagskapitals principer, som bl.a. innehöll att alltid eftersträva att vara minoritetsägare.*

Det visade sig att de övriga spekulanter som fanns på det tilltänkta förvärvet var två börsnoterade koncerner. N och C informerade spekulanterna om bolagsgruppen inför budgivningen och de lät samtidigt spekulanterna förstå att även N och C var spekulanter. Bägge de övriga spekulanterna visade sig vilja ha N och C kvar i bolaget efter ett eventuellt övertagande och de förstod att för att hålla N och C lyckliga var de också tvungna att se till att N och C fick sin del av kakan.

Anbudsdagen infann sig och N överlämnade personligen vårt gemensamma anbud på 7 MSEK till förvaltaren. Detta inträffade den 18 november 1992, den dagen då Sveriges Riksbank drev upp diskontoräntan i 500% i ett desperat försök att rädda kronan. Fortsättning på historien följer i nästa kapitel.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Om kapitlet

Till företagaren

Den här delen av processen är lång, långsam och frustrerande. Det gäller att du har rustat dig med en ängels tålamod. Vi är inne i en tid där investeraren har fattat tycke för ditt företag men där han ännu inte har bestämt sig för om han vill genomföra investeringen eller inte.

Investeraren kommer att vilja vända på varenda sten han hittar. Investeraren kommer att vilja söka svar på varenda fråga som dyker upp i hans huvud. Och inte nog med det, det finns andra personer runt omkring honom som också ställer frågor som skall utredas. Detta gör att du måste stålsätta dig mot att gå i taket av frustration, se till att hela tiden besvara frågor och göra utredningar åt investeraren och samtidigt ändå bibehålla ditt fokus på att driva företaget/affären vidare enligt plan.

Helst skall du också, om möjligt, hålla diskussionen igång med 1 eller 2 ytterligare investerare för att ha alternativ i finansieringar och förhandlingar. För att klara det är det bra att ha en aktiv styrelse där någon av medlemmarna kan fronta så mycket som möjligt mot investerarna och avlasta dig mycket av det tidsödande slitet med detta. Ändock är det dig som investerarna så mycket som möjligt vill träffa, och framför allt känna att de svar de får speglar dina kunskaper och åsikter.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Till affärsängeln

Nu kommer den del av investeringsprocessen när du fattat tycke för ett företag, kanske rent av blivit förälskad i det. I den här situationen skall du ta den tid det krävs för att vända på varje sten så att du avslöjar om det finns några oväntade problem där. Dessa problem skall du bedöma, är de överkomliga? Kan du bidra till att lösa dem? Kan de rent av också innehålla möjligheter för framtiden?

Det finns säkert många områden som berörs i kapitlet som inte är din hemmaplan. Har du kontakter som kan hjälpa dig med bedömning av områden där du känner att du inte fullt ut behärskar frågeställningarna.

Det här är också en lämplig tid att sondera terrängen för eventuella saminvesteringar. Är det så att du redan från början skall tänka dig att inte ta hela investeringen själv utan att saminvestera tillsammans med någon annan affärsängel eller ett riskkapitalbolag. Om du tänker i banorna av en saminvestering, eller syndikering som riskkapitalbolagen säger, gäller det att fundera igenom vilka egenskaper du vill se hos denna syndikeringspartner. Finns det områden där dina kunskaper och erfarenheter inte räcker till i det här speciella fallet? Vill du hitta någon med samma kapital- och ägarandelsambitioner som du själv har eller kan det i det här speciella fallet finnas skäl att söka någon som har andra önskemål och förutsättningar?

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Från 10 möjligheter till 1 investering

När företaget/investeringsobjektet passerat nålsögat med Red Flags börjar ett djuplodande arbete för att i görligaste mån säkerställa att investeringen verkligen kan bli så bra som det ser ut vid ett första påseende. När man är minoritetsinvestorare skiljer sig den här processen delvis från processen när man är majoritetsinvestorare. Såsom minoritetsinvestorare skall man leva med en huvudägare som sannolikt också är VD, medan man som majoritetsinvestorare alltid kan byta ut VD med ett eget beslut. Detta gör att man som minoritetsinvestorare har all anledning att fästa stor vikt vid bedömningen av huvudägaren/entreprenören/VD. När jag gör minoritetsinvesteringar lägger jag alltid stor vikt vid bedömningen av entreprenören och försäljningsförutsättningarna. Därutöver försöker jag hitta vilka nyckelfrågor som finns i just detta företag och som skapar eller begränsar framgång.

Däremot gör jag ofta bara en snabb rimlighetsbedömning av många frågor som är av mindre betydelse för företagets framgång, frågor som man vid ett förvärv av bolaget sannolikt skulle titta på på ett annat sätt. I dessa frågor gör jag en rimlighetsbedömning av hur det står till i företaget, vilken risk företaget löper om det är sämre än vad jag tror samt vilka åtgärder som går att vidtaga för att räta upp en situation som senare upptäcks vara besvärande. När man gör minoritetsinvesteringar är det ju oftast någon som är majoritetsinvestoraren och som blir den store förloraren om allt inte står rätt till på ett sätt som gör att företaget går över styr. Här kommer vi, som så många andra gånger, tillbaka till att om entreprenören/företagaren är av rätta sorten så fixar saker till sig. Se dock upp för den personlighetstypen som kortsiktigt försöker få in pengar i en förhoppning att skjuta problemen framför sig ytterligare en kort tid innan verkligheten kommer ifatt. Var noga med att se till att inte kasta egna goda pengar efter andras dåliga. Eller uttryckt på ett annat sätt, se till att nya pengar inte försvinner i gamla, svarta hål i stället för att komma till offensiv

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

användning. Om stora, gamla hål finns är det kanske bättre att först genomföra ett ackord eller en konkurs för att sedan investera de nya pengarna. Den som är beredd att garantera ett ackord med sin investering hjälper ju upp en sådan process så att den får större trovärdighet och genomförbarhet.

Liksom i de tidiga kontakterna med företaget är det även här viktigt att låta magkänslan vara med och få göra sig ordentligt hörd. Våga avbryta processer när magkänslan säger ”Nej,nej nej!”! Det kan ju vara så att den här affären, av olika skäl som mer bottnar i investerarens personlighet än i orsaker hos entreprenören och/eller företaget, inte är din affär. För dig kanske den här investeringen inte har förutsättningar att bli bra men för en annan investerare kan den bli en lysande affär.

Vid ett tillfälle förhandlade jag en om minoritetsinvestering där min magkänsla sa mig att detta är inte min investering. Jag insåg att entreprenören/företagsledaren/huvudägaren inte var rätt person att vara min kompanjon. Jag tackade nej till att genomföra investeringen till min dåvarande chefs besvikelse. Än mer besviken blev chefen när han läste om att en annan investerare hade investerat i företaget. Jag kontaktade entreprenören och hörde mig för om den genomförda investeringen. Det visade sig då att den genomförda investeringen var en majoritetsinvestering och att investeraren ensidigt satt sig i beslutsrollen för framtida management. Det var alltså en annan investering än den jag bedömt och en investering som formellt låg utanför vår policy.

Entreprenören

Jag inledde min bana i riskkapitalvärlden under tidigt 80-tal på ett företag som hette Svetab (Svenska Industrietableringsaktiebolaget). Svetab var på den tiden

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Sveriges största riskkapitalbolag, ingick i Statsföretag och blev senare ett av grundelementen till Euroventure.

Svetab hade ett dotterföretag som hette Investkontakt och som till största delen bestod av personer som var beteendevetare. Investkontakt hade tagit hem koncept och forskningsrön från USA om vilka egenskaper som skapade en entreprenör. Man genomförde tester och utvärderingar på olika helgseminarier på kursgårdar, framför allt i Småland. Den kunskap och den nomenklatur som Investkontakt utvecklade tränades vi som arbetade på Svetab i. Detta gav oss en egenskapsbild, en bedömningsgrund och en nomenklatur. Vi lärde oss känna igen egenskaper och personlighetsdrag hos olika företagare, vi lärde oss vilka kombinationer av egenskaper och personlighet som var gynnsamma för en entreprenör och vi lärde oss att kunna beskriva dessa egenskaper för våra kollegor. I kapitlet "Entreprenören" beskrivs en del av de egenskaper som, enligt Investkontakt, kännetecknar en entreprenör. Att lära sig känna igen dessa egenskaper och att kunna namnsätta dem gör att man får ett språk och verktyg för något så svårt som att bedöma och att kunna diskutera en människa såsom Entreprenör.

Due diligence

Due diligence betyder ordagrant att "arbeta sig genom (förfallna) skulder" eller kanske lite friare att "kartlägga åtaganden". I många sammanhang har due diligence framför allt en innebörd att undersöka ekonomiska åtaganden, men i min värld vill jag också gärna inbegripa såväl legala som affärsmässiga och tekniska förhållanden. Jag skall nedan ge en resumé med korta kommentarer över olika uppgifter jag tycker man skall granska och bedöma inför en investering.

Strukturera processen

När jag gör en due diligence försöker jag alltid att strukturera driva den mot sitt mål. Om man avser att göra en investering kan

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

man parallellt med processen upprätta ett investerings-PM. Då blir också PM:et en struktur för due diligence-processen. Jag gör också så att jag hela tiden försöker att se till hur PM:et ser ut så långt jag har kommit med det. Kanske det, på grundval av så långt erhållen information, är bättre att avbryta processen och tacka nej till investeringen. I slutet av kapitlet bifogar jag en mall för investerings-PM som jag ofta använt. Hur fylligt man vill skriva under varje rubrik bestämmer man själv från fall till fall.

Exitfokus

Som investerare är det i exit-punkten som belöningen uppstår. Exit-punkten är alltså det ögonblick när man avslutar sin investering, genom att sälja sin ägarandel till någon, genom att bolaget blir börsnoterat så man när man vill kan sälja sina aktier eller i sämsta fall när investeringen blir värdelös genom att bolaget går i konkurs. Därför är det viktigt att under hela processen från första mötet till dess att exiten verkligen realiserats hålla exiten i sikte och styra mot den. Det är viktigt att hela tiden försöka se en möjlig exit, helst den troliga exiten, och i varje delbeslut under vägen ta hänsyn till exiten och fatta besluten för att kunna göra en så bra exit som möjligt.

Resurser

Processen under såväl due diligence-perioden som efter investeringen är ju också beroende av vilka resurser som står till buds. Resurser i form av egen tid och kunskap samt andras tid och kunskap. Resursbehov och resurstillgång är viktigt att tänka igenom före investeringen. Utgå då ifrån att allt som man kan befara att det kan ställa till det också verkligen kommer att ställa till det. Och inte nog med det, såväl andra som ytterligare problem kommer säkert också att uppstå.

Vilka resurser har man då att tillgå. Till att börja med får man se till hur mycket tid man själv kan sätta och hur mycket passande kunskap man själv har. Nästa steg att bedöma är vilka kollegor

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

man kan dra nytta av och vilka andra resurser som finns tillgängliga.

På Företagskapital var vi totalt 6 investment managers. Såväl under due diligence-perioden som efter genomförd investering var vi alltid två som var ordentligt inblandade i investeringen, en huvudansvarig och en "bisittare". Den huvudansvarige var den som drev ärendet, "frontade" mot investeringen och internt föredrog ärendet i alla sammanhang. "Bisittaren" var ett diskret stöd på hemmaplan, följde ärendet och var så insatt att om en stand-in skulle behövas i något sammanhang kunde han träda in med mycket kort varsel. Därutöver var han hela tiden bollplanket till den ansvarige investment managern. Med regelbundenhet, var 4-6 vecka, drog var och en av ansvariga investment managers sina investeringar, status – glädjeämnen – problem – framtidsplaner, inför kollegiet av investment managers och övriga 5 personer kunde komma med input kring olika frågor. Input kunde handla om att man hade erfarenhet av någon viss frågeställning eller att man kände någon person som i någon fråga kunde vara väl värd att kontakta.

Ibland behövde vi gå utanför den interna kretsen för att hitta en "second opinion" i någon fråga. På Företagskapital delade vi med oss till varandra av de personer respektive medarbetare hade i sina nätverk. Det blev en ganska vid krets av människor vi på så sätt kunde kontakta, men ändå människor som vi hade personliga band till. Där täckte vi upp många kunskapsområden av alla de slag. I vissa sammanhang kanske inte ens det räckte och då gick vi ytterligare ett steg och hade ett antal professionella rådgivare inom specifika ämnesområden t.ex. inom olika delar av juridiken. Genom att vi hade kontakt med flera jurister kunde vi också välja den eller de som hade specifika kunskaper inom det aktuella området.

Slutligen, och inte minst, hade vi vår egen styrelse att tillgå. Där fanns personer med såväl kunskaper som erfarenheter och kontaktnät som vi också kunde nyttja. Eller som själva tog sina

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

kontakter när ett investerings-PM gått ut inför ett styrelsemöte och gjorde sin egen avstämning i olika sak- eller personfrågor.

Affärsmässig due diligence

Jag har försökt dela upp due diligence-frågor i olika områden, men många frågeställningar går över flera olika sådana områden. Därför kan vissa frågor behandlas utifrån två olika synsätt under olika rubriker, liksom vissa frågor behandlas under en rubrik även om de lika gärna kunde behandlats under en annan rubrik.

Den affärsmässiga due diligencen kan enkelt sammanfattas i de bägge frågeställningarna ”Finns förutsättningar för att tjäna pengar?” och ”Gör man (Kommer man att göra) det?”.

En god vän till mig inledde alltid sina företagsbesök med att bläddra i pärnarna för utgående fakturor och för verifikationer. Då skaffade han sig en snabb överblick över hur fakturaverkligheten såg ut (många små eller få stora fakturor, stora, välkända eller små okända kunder, många eller få kunder, många eller få artikelnummer som faktureras ut, rytmen i utfaktureringen – varje dag eller någon gång i månaden etc.) och vilka typer av kostnadsposter som dyker upp. Köper man bara det nödvändigaste och till lågt pris eller lever man på stor fot.

Ett av de områden jag brukar prioritera kallar jag kort och gott för ”SÄLJ”. Vem på företaget säljer, hur säljer man, blandas säljet med andra arbetsuppgifter, vem leder säljarbetet och hur leds det, känner all på företaget sig som säljare eller finns det ”vi och dom”-konstellationer, hur premieras en bra säljinsats respektive ett uthålligt säljarbete. Frågeställningarna är många, men det företag som har och vidmakthåller ett bra SÄLJ kommer alltid att ”komma ner på fötterna” i alla de olika situationer man kommer att hamna i.

Kopplat till SÄLJ finns också marknadsfrågorna. En bra och trovärdig beskrivning av kunder, leverantörer, konkurrenter och

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

substitut bör finnas. Den brukar snabbt ge ett intryck av om företagaren vet hur hans marknad ser ut. Den är också oftast ganska lätt att kontrollera med ett par telefonsamtal.

Förutom marknadsfrågorna bör också övriga omvärldsfaktorer beskrivas. Här kan rubriksättningen bli ganska individuell beroende vilken typ av företag det handlar om och på vilken marknad det agerar. En SWOT-analys som beskriver styrkor och svagheter, möjligheter och hot (Strengths and Weaknesses, Opportunities and Threats) ger såväl ingångar till att bedöma kompletterande information som en kunskap om företagaren har kontroll på sin egen verksamhet. En omvärldsanalys ger här också mycket bra input. En analys av konkurrerande eller snarlika företag, såväl framgångsrika som problemföretag, ger lätt en kompletterande syn på olika data för det aktuella företaget.

Styrning och rapportering bör stämmas av. Hur ser rapporteringen ut, hur tas den fram och hur används den för att styra företaget såväl i den dagliga driften som i framtagandet av strategiska planer. Hur är rapportering och styrning kopplad till de strategier och mål man har fastställt för företaget, mäter man affärsplanens kritiska mått eller rapporterar man bara de standarduppgifter som alla andra företag rapporterar?

Fastigheter är intressant att bedöma. I första hand gäller det att bedöma om ägandet av fastigheten utgör en strategisk resurs i bolagets balansräkning eller om det är som i de flesta fall att lokalerna lika gärna, och kanske med fördel, kan hyras.

Det är intressant att betrakta hur verksamheten beskrivs i affärsplanen. En nyanserad verksamhetsbeskrivning ger också uppslag till modifieringar av affärsidén som kanske måste till för att företaget skall gå från ett levebrödsföretag till en tillväxtraket.

Miljöfrågor tenderar mer och mer att svänga över från att tillhöra den juridiska due diligencen till att vara en integrerad del av

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

verksamheten. I många branscher har företagets miljöengagemang svängt från att vara ett uppfyllande myndigheternas krav till att vara en offensiv konkurrensparameter.

Organisatorisk due diligence

Den organisatoriska due diligencen tar fasta på människornas och organisationens förmågor att kort- och långsiktigt förmå uppfylla affärsplanens mål. Jag brukar börja i att bedöma entreprenören för att sedan sätta in honom i ett sammanhang med sin ledningsgrupp och styrelse för att därefter gå vidare och bedöma organisation och personal som en helhet.

Bedömningsfrågor kring entreprenören finns ett särskilt kapitel om. Här vill jag peka på frågeställningarna ”Hur väl kompletteras han av teamet”, ”Hur väl låter han sig kompletteras av teamet”, ”Hur länge i företagets utveckling räcker han till”, ”Hur lätt kan han ersättas inom befintlig organisation eller genom snabb rekrytering om han oväntat och hastigt skulle lämna företaget”? Det finns all anledning att fundera igenom dessa och andra, snarlika, frågeställningar i en tidig bedömning av entreprenören och hans team/organisation.

Beträffande teamet/företagsledningen handlar bedömningsfrågorna mycket om hur väl olika/alla besluts- och ansvarsområden täcks upp, vilka kompletteringar som behöver göras när bolaget växer, hur försörjningsplan och framförhållning ser ut. Efter teamet kommer man ner till den totala personalsituationen, hur ser organisation och kompetens ut, hur sker kompetensplanering och hur ser man till att hålla en hög kvalitet i rekryteringarna. Ålders- och utbildningsstrukturen i företaget bör också bedömas.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Teknisk due diligence

Den tekniska due diligensen finns med, om än med lite olika karaktär, i såväl produkt- som tjänsteföretag. Även tjänsterna är många gånger produkter. Med lite vidsyn kan dessa också bedömas efter samma kriterier som traditionella, hårda, produkter.

I den tekniska due diligencen börjar man ofta med att försöka definiera vilken eller vilka tekniska plattformar man utgår ifrån. Sedan bedömer man plattformen och tillämpningarna som bygger på den utifrån ett antal kriterier såsom State of the Art, Teknisk livslängd, Ekonomisk livslängd, Vidareutvecklingsmöjlighet, Konkurrenskraft, Plagieringsskydd, Plagieringsrisk etc. Ofta identifierar man att produkten har ett fönster där man kan sälja produkten men att bättre lösningar sannolikt kommer i framtiden. Det gäller då att försöka uppskatta fönstrets storlek i tid, säljvolym och ekonomiskt värde. Det finns oftast många olika typer av Benchmarking som kan göras med såväl äldre produkter som med andra existerande eller framtida lösningar på samma problem. Självtänker jag också gärna i termer av Repeterbarhet och Kopierbarhet. Repeterbarhet är då möjligheten och kostnaden för oss att repetera produkten på t.ex. olika marknader. Kopierbarhet är våra konkurrenters möjlighet att kopiera vår produkt eller vår lösning på ett billigt och snabbt sätt. Idealet är produkter som är lätta för oss att repetera medan de samtidigt är svåra eller dyra för konkurrenter att kopiera.

På 1990-talet fanns det ett talesätt att inom Ericsson definierades "plattform" såsom det som finns kvar "när tåget har gått".

I den tekniska due diligencen handlar det också om att bedöma hur snart nyutveckling av produkten behöver göras, hur lång tid

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

den kan bedömas ta och till vilka kostnader samt hur troligt det då är att man håller plan.

Det finns också ett antal formaliabitar att bedöma såsom hur väl är dokumentation utförd och har man patenterat, mönsterskyddat och/eller varumärkesskyddat det man borde. Vidare bör man bedöma hur stor intrångsrisk som finns och hur hanterar man ett eventuellt intrång. Man måste också ha en beredskap för konkurrerande lösningar, som inte alltid behöver vara tekniskt bättre.

IVT hade sitt stora genombrott på värmepumpsområdet i mitten av 90-talet när man tog fram en ny serie värmepumpar med då överlägsna prestanda. Man kände sig säker för konkurrensen och slog sig lite till ro. Under tiden utvecklade konkurrenterna nya produkter som lanserades med ett nytt begrepp: "utrustade med underkylare". Dessa nya produkter hade under vissa driftförhållanden bättre prestanda än IVT men den stora vinsten var begreppet "underkylare" som gjorde dem unika i förhållande till IVT. Det tog stor ansträngning för IVT att utveckla en ny serie pumpar som hade sådana prestanda att man kunde suddas ut det kommunikationsövertag konkurrenterna fått genom sitt lanserade begrepp "underkylare".

Inom många områden är idag miljöfrågor en viktig och integrerad del av due diligence-arbetet kring produkterna. Andra frågor av liknande karaktär blir också att bedöma säkerhetsfrågor och om produkterna behöver olika former av tillstånd eller myndighetsgodkännanden. Här är det också viktigt att komma ihåg att regler kring dessa frågor i Sverige inte behöver sammanfalla med regler på andra marknader. Det är inte roligt att upptäcka att det är både dyrt och svårt att få produkten i ett sådant skick att den kan lanseras på det som man tänkt sig som en av nyckel- och/eller volymmarknaderna.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Finansiell due diligence

I finansiell due diligence handlar det mest om sifferanalys. Nedan beskrivs kortfattat några områden som bör bedömas.

Budget och prognoser – historisk precision

I värderingsdiskussioner hamnar alltid framtidsförväntningar i centrum. Detta är ett område man kan diskutera i oändlighet. Var och en har sin uppfattning och det är bara att inse att det är inte alltid som uppfattningarna går att jämka samman. Som investerare möter man näst intill alltid företagarens framtidsuppfattning som man uppfattar som alldeles för optimistisk och kanske orealistisk. Jag brukar då, om möjligt, gå tillbaka till tidigare gjorda budgetar och prognoser och titta hur väl dessa har stämt med den verklighet som sedan har infunnit sig. Om tidigare framtidsuppskattningar har stämt med vad som sedan visat sig vara sanningen stärker det företagarens argumentation, om det finns en hel räkka av för optimistiska bedömningar finns det anledning att peka på dessa och argumentera för en mer modest framtidsprojektion.

Tillgångars värde

Som investerare gäller det att ha en distans i bedömningen av bokförda tillgångars värde. Man möter ofta en eller flera av nedanstående balansposter med tillhörande ifrågasättanden. Många av posterna kan ha tillkommit för att rädda en ansträngd balansräkning när likvidationsplikten knacker på dörren:

- Bokförda, balanserade utvecklingskostnader: Här är det naturligt att fråga sig i vilken utsträckning dessa har ett verkligt värde för framtiden och i vilken utsträckning dessa enbart skall rädda balansräkningen. Nota bene att vi i boken för ett resonemang att i de flesta fall måste bolagets affärsidé/-modell modifieras och utvecklas för att

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

- de potentiella tillväxt- och lönsamhetstalen skall bli verklighet. I USA, där man tillåter negativt eget kapital, bokförs balanserade utvecklingskostnader som en minuspost i det egna kapitalet i stället för en tillgångspost. Det synsättet ger en nyanserad bild och diskussion runt balanserade utvecklingskostnader.
- Maskiner och inventarier: Hur mycket av dessa tillgångar är av verkligt värde för framtida intäkter och hur mycket hade man skrivit av snabbare om resultatet hade tillåtit det. Ofta har man anskaffat tillgångar, typ verktyg och instrument, som varit tänkta för en viss utveckling inom företaget, men där man sedan övergivit denna plan till förmån för ett annat arbetssätt. Då skall man givetvis, om man har den finansiella styrkan, skriva bort de tillgångar som inte längre har ett värde för verksamheten.
- Kundfordringar: Hur mycket av dessa är tvistiga fordringar. Finns bland kunderna uppfattningar om ofullständiga leveranser i något avseende som kunderna tar till intäkt för att skjuta på betalningar eller kanske till och med helt ignorera fordran. Hur ser åldersstrukturen ut på kundfordringarna, finns anledning att överväga värdet av dessa.
- Övriga balansposter: Vilka har ett värde för verksamheten och vilka skulle skrivits bort i ett företag som betalar skatt på grund av vinster.

Skulder och likviditet – Letter of comfort

- Leverantörsskulder: Är alla skulder bokförda eller kan det finnas åtaganden som faktureras vid ett senare tillfälle. En typ av kostnad/skuld som kan dyka upp i efterhand är leverantörens verktygskostnader, då debiteringens storlek av dessa kan vara kopplad till vilka volymuttag som görs.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

- Garantiskulder: Vilka garantiåtaganden finns för gjorda leveranser och hur har dessa tagits upp i balansräkningen? Vilken statistik finns för vilka garantikostnader man kan förvänta sig för framtiden?
- Bankskulder: Dessa brukar vara upptagna till korrekta belopp men skall naturligtvis stämmas av. En ofta mer akut fråga är om banken är beredd att lämna ett "Letter of Comfort". I ett sådant lämnar banken en garanti att en kassaförstärkning i bolaget inte kommer att innebära att banken säger upp lån eller checkkredit till omedelbar återbetalning. Jag har sett flera tillfällen där banken utnyttjat en inbetalning från en investerare till att reglera ner en skuld från en, som banken uppfattar det, kund som utvecklats till en kreditrisk.
- Pensionsåtaganden: Finns pensionsåtaganden eller andra åtaganden gentemot personer som varit verksamma i bolaget upptagna i årsredovisningen? I bolag där en delägare löst ut en annan delägare kan en del av den affären ha finansierats genom att bolaget gjort ett pensionsåtagande gentemot den utlösta delägaren. Ofta har man inte tagit upp sådana åtaganden i balansräkningen men de borde tas upp. Beroende på utformningen av åtagandet kan detta ofta handla om mycket betydande belopp. Är pensionen livslång bör åtagandet tas upp med ett belopp så stort att räntan på beloppet täcker pensionsutbetalningarna.
- Personalåtaganden: Är alla avsättningar till semesterar, barnledigheter och andra åtaganden till personalen gjorda och inklusive avsättningar för sociala avgifter?
- Andra presumtiva åtaganden: Finns behov av avsättningar för underhållskostnader eller andra upparbetade potentiella kostnader som inte avspeglas i balansräkningen?

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Investeringar

Vilka investeringar står företaget inför? Finns upparbetade behov av att göra vissa investeringar där kassan inte har räckt till för att göra dessa i den takt de borde ha gjorts? Finns eftersatt underhåll av den omfattning att det får karaktären av investeringar?

Redovisning

Har företaget och företagsledningen tillfredställande kunskaper om hur redovisningsarbetet skall bedrivas? Är redovisningen ”up-to-date”, det vill säga har man periodiserat korrekt, redovisat hur man periodiserat samt även bokfört de kostnadsposter där ännu inte motparts fordran inkommit. En iakttagelse jag gjort i många företag är att där företagsledaren/entreprenören inte är stark på redovisningsfrågor har också rekryteringen till redovisningsavdelningen ofta varit bristfällig och kravställandet på rapporter har lämnat mycket övrigt att önska. En annan varningssignal är när den ena maken är företagsledare och den andra maken är redovisningsansvarig. I flera sådana företag som jag haft inblick i har redovisningen och rapporteringen kommit från ”köksbordet” och det har inte funnits någon som helst integritet och armlängds lucka mellan ekonomiavdelningen och företagsledningen. Som investerare, särskilt som minoritetsinvesterar, är det då viktigt att dels göra en ordentlig genomlysning före investeringen, dels ställa krav på att investeringen skall vara villkorad av att ekonomiavdelningen får sin egen integritet med ledning och personal utan personband med företagsledaren.

Skatter

Har företaget gjort riktiga beräkningar av skatter bakåt i tiden? Tål företaget en skatterevision? Finns områden där företagarens privata ekonomi har fått favörer inom ramen för företagets tillgångsmassa? För dessa frågor är det ofta svårt att få ett entydigt svar som gör det trovärdigt att fiskus inte kan komma att

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

sätta käppar i hjulet i framtiden. Försök att hitta vilka orosmoment som finns, friskriv i konsortialavtal ditt ansvar för händelser före ditt inträde som delägare i bolaget och gör en bedömning om huvudägarens etik stämmer med din.

Personalfrågor

Speglar resultat- och balansräkning verklig situation? Är åtaganden gentemot personalen såsom semester m.m. upptaget till verkliga värden? Hur påverkas företaget om någon/några av de anställda blir långvarigt sjuka?

Fastigheter

Hur och till vilka värden är fastigheter upptagna i balansräkningen? Hur är finansieringen av fastigheterna löst? Innebär fastigheterna förbättrade nyckeltal för företaget? Är ägandet av fastigheter en bättre affär än att hyra lokaler för verksamheten? Finns det realiserbara övervärden i fastigheterna? Är fastigheterna upptagna till värden som överstiger vad man kan få betalt för fastigheterna vid en försäljning?

Legal due diligence

Sakförhållanden som belyses under en legal due diligence brukar, om inte förr, inför avtalsskrivning behöva synas av en jurist. Såsom lekman inom juridik och potentiell framtida investerare/delägare kan man dock tidigt i processen påkalla att bolaget samlar en pärm med kopior på de dokument som berörs. Frågeställningar som är intressanta i sammanhanget kan vara:

- Bolagets/Koncernens legala struktur.
- Vilka avtal som finns mellan bolaget och bolagsmännen.
- Vilka avtal som finns mellan bolaget och utomstående.
- Vilka avtal som finns mellan bolaget och anställda.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

- Bolagets övriga relationer med 3:e man.
- Om verksamheten är beroende av speciella tillstånd eller om den begränsas av andra legala eller andra betingelser.
- Om bolagets verksamhet på något sätt har bäring på miljöfrågor, antingen genom krav på tillstånd eller på annat sätt.
- Vilka avtal som finns runt de fastigheter eller lokaler bolaget disponerar.
- Om bolaget äger de patent eller andra immateriella rättigheter som man utnyttjar i sin verksamhet.
- Vilket skydd finns mot intrång i de immateriella rättigheterna.
- Om bolaget eller dess företrädare är inblandade i några rättsliga tvister eller om de kan befaras bli det.

Vad saknas

När jag gör investeringar brukar jag alltid eftersträva att investera mot en risk. Med detta menar jag att jag försöker kartlägga och isolera alla identifierbara risker på olika sätt och sedan göra investeringen mot en risk. En typisk sådan risk kan vara om de kommer att lyckas sälja i den omfattning som affärsplanen utvisar.

Om man investerar mot flera risker, t.ex. såväl huruvida den ännu inte färdigutvecklade produkten skall få de tekniska egenskaper man tillskriver den, om produkten skall få de myndighetsgodkännanden den kräver och om bolaget skall lyckas med försäljningen enligt plan, är risken mycket stor att gå det inte fel på det ena området kommer det att gå fel på det andra området. Därför gäller det att hitta formerna för hur man som investerare skall kunna övervintra i avvaktan på att bolaget löser olika problem. I vissa fall kan man vara tvungen att gå in med en begränsad investering för att hjälpa företaget framåt, även om jag

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

alltid förfäktar första kronans princip. Med första kronans princip menar jag att så snart man investerat första kronan är man fast att investera mer intill dess man kommit till insikten att man inte på några villkor skall investera mer, även om ett sådant beslut medför att redan gjorda investeringar är sunk cost.

Referenser

Lyssna runt kring företag och personer. Det är fantastiskt vilken liten värld vi lever i i Sverige. Genom åren är det bara ett litet fåtal företag där jag inte har känt någon, eller någon som känt någon, som känt till företaget och/eller företagaren. Lyssna runt, inte bara på företagarens referenser utan även på dem som företagaren inte nämner men som du har en egen ingång till.

Magkänsla

Vi har på flera ställen berört frågan om rätt magkänsla. I samband med de olika due diligence-momenten kan obehagskänslorna dyka upp i magen igen. Företaget/företagaren skall besvara många frågor, lämna många uppgifter och ta fram många dokument. Den processen i sig kan lämna information om hur det står till i företaget, är det besvärligt att få fram vissa uppgifter och dokument, försöker man sopa vissa frågeställningar under mattan istället för att redovisa dem öppet. Om man här anar minsta oråd är det en jättestark varningssignal! Visst kan vissa uppgifter som lämnas vara besvärande för företaget, men att man lämnar dem utan knorr visar att man står för hur företaget ser ut och att man visar upp även svaga sidor för en blivande kompanjon.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Slutsatser

För företagaren

- På vilka områden känns det material du presenterar tunt? Finns naturliga orsaker eller bör du komplettera?
- Kan du planera ditt engagemang i den här processen på ett sätt så att du också kan sköta firman?
- Om investeraren av något skäl backar ur, kan du då driva projektet vidare i begränsad skala utan nya pengar in?

För affärsängeln

- Har du förtroende för att det material som presenterats för dig är tillförlitligt?
- Finns det något i materialet eller annan information som gör att du svänger i din uppfattning om det här är en investering som ligger i ditt fokus.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Bilaga 6 **Om författaren**



Hela mitt yrkesliv har handlat om entreprenörsföretag och entreprenörer, om vad som sporrar dem och vad som stör dem, deras drivkrafter och deras olater.

När jag tittar tillbaka på min utbildning, som egentligen valdes ganska slumpartat, är det mesta helt målinriktat mot min senare bana som investerare i entreprenörsföretag. Jag har en civilekonomexamen

kompletterad med en ingenjörsutbildning på KTH, jag har riskkapitalutbildning i USA och Tyskland samt en NLP-utbildning för att bättre kunna kommunicera med och peppa mina partners. Och jag har fått vidareutbilda mig genom att praktiskt tillämpa utbildningarna såväl i uppdrag inom olika företag som i andra sammanhang, t.ex. som idrottscoach ända upp på landslagsnivå. Jag var också, tillsammans med professor Christer Olofsson, skapare av Riskkapitalföreningens utbildning för investment managers.

Genom åren har jag haft dryga 100-talet styrelseuppdrag, företrädesvis i svenska aktiebolag, men också i andra bolagsformer och utländska bolag, i stiftelser, förbund och föreningar. Jag har också haft en del exekutiva uppdrag, även om de oftast varit kopplade till någon avgränsad affärsutvecklingsinsats i dessa bolag.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Jag trivs bäst, och gör sannolikt min bästa insats, när jag coachar VD i ett bolag, och samtidigt kan stötta VD genom att hantera frågor som är utanför den återkommande affärshantering i det aktuella bolaget.

Som investerare har jag blivit luttrad genom åren, det är många fler NEJ än JA jag har fått leverera till entreprenörer som sökt kapital. Men jag har alltid bemödat mig om att ett NEJ skall vara konstruktivt för entreprenören, försökt att få honom att förstå varför inte jag passar som investerare i hans projekt, försökt få honom att förstå vad han behöver vidareutveckla innan han är mogen att förvalta riskkapital i sitt företag eller vilka investerare som sannolikt passar bättre för honom. Denna omsorg i avböjandet har också resulterat i att entreprenörer kommit tillbaka när de gjort sin hemläxa, liksom att de rekommenderat sina entreprenörs-kollegor att börja med att ta kontakt med mig när de sökt riskkapital.

Jag drivs fortfarande av min nyfikenhet på allt (nytt) som händer i entreprenörsvärlden och jag tar gärna på mig nya uppdrag. Nya uppdrag där jag har kvaliteter att leverera och som inspirerar och utvecklar såväl mig som uppdragsgivaren.

Stockholm i december 2013
Eric Martin

Uppdrag inom riskkapitalbolag:

- Investment manager på Svetab, Sveriges största riskkapitalbolag på 1980-talet.
- Investment manager på Stiftelsen Småföretagsfonden, löntagarfonden för investeringar i onoterade företag.
- Vice VD på Företagskapital AB, Sveriges första riskkapitalbolag som sedermera blev dotterbolag till Atle AB.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

- VD på TUAB – Teknikparkernas UtvecklingsAB, dotterbolag till Företagskapital.
- VD på Aldano AB, riskkapitalbolag med Industrifonden och ett 30-tal mycket framgångsrika entreprenörer som ägare.

Exempel på bolag där jag varit ansvarig investerare:

- IVT Värmepumpar, från 30 >> 1.000 MSEK
- Micronic Lasersystem, från 0 >> 1.000 MSEK
- FB Industrier, från MBO till börsnotering
- Reflex Instrument, industriell uppbyggnad av mätinstrumentföretag i gruvindustrin mot industriell exit i Australien
- Mentor Communication, MBO av tidningsförlag inom B-t-B, vidareutveckling mot branschriktat informationsföretag på alla plattformar

Exempel på andra uppdrag:

- Konsult inom Lars Sjövall Konsult AB, Sveriges första konsultföretag enbart inriktat på affärsutveckling av entreprenörsföretag.
- VD på Ståhlberg & Nilsson AB, import- och grossistföretag inom enik-komponenter
- VD på Boktomten Förvaltning, fastighetsbolag inom kommersiella fastigheter
- VD på AddVise Lab-inredningar, First North-noterat bolag
- VD på SIR-Svensk Internetrekrytering, First North-noterat bolag

- Ordförande i SVCA-Svenska Riskkapitalföreningen
- Ordförande i Connect Öst

- Landslagscoach i vattenskidor

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Eric Martin



Afema AB

info@afema.se

www.afema.se