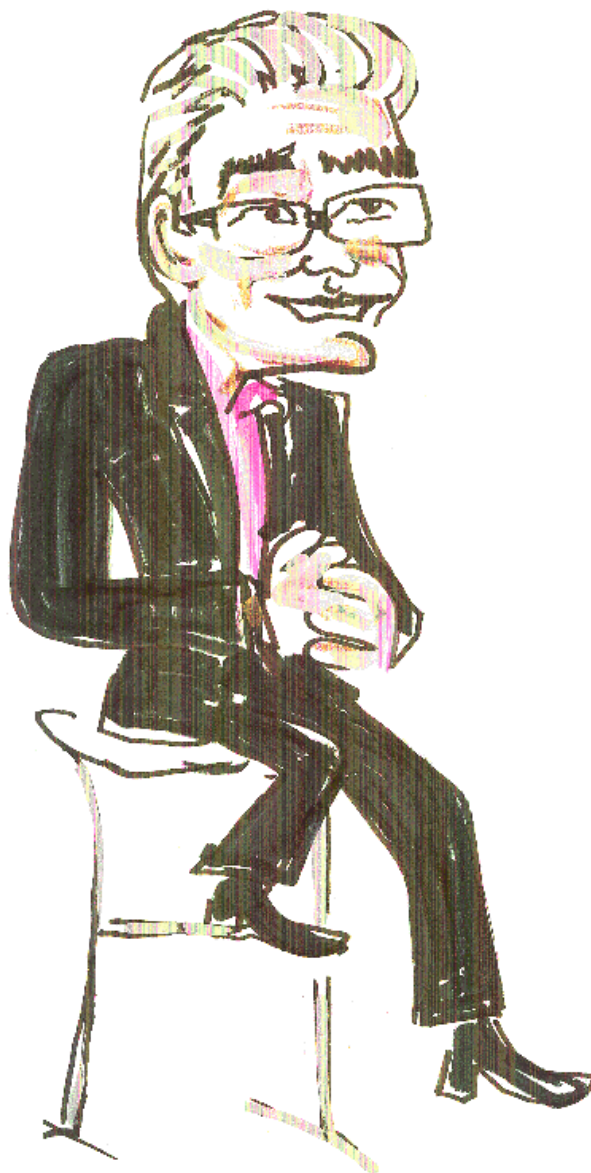


Med
Hjärta, Hjärna och Plånbok
- att investera i entreprenörsföretag

Särtryck kapitel 9

Investeringsmodeller



Eric Martin

Afema AB

info@afema.se

www.afema.se

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

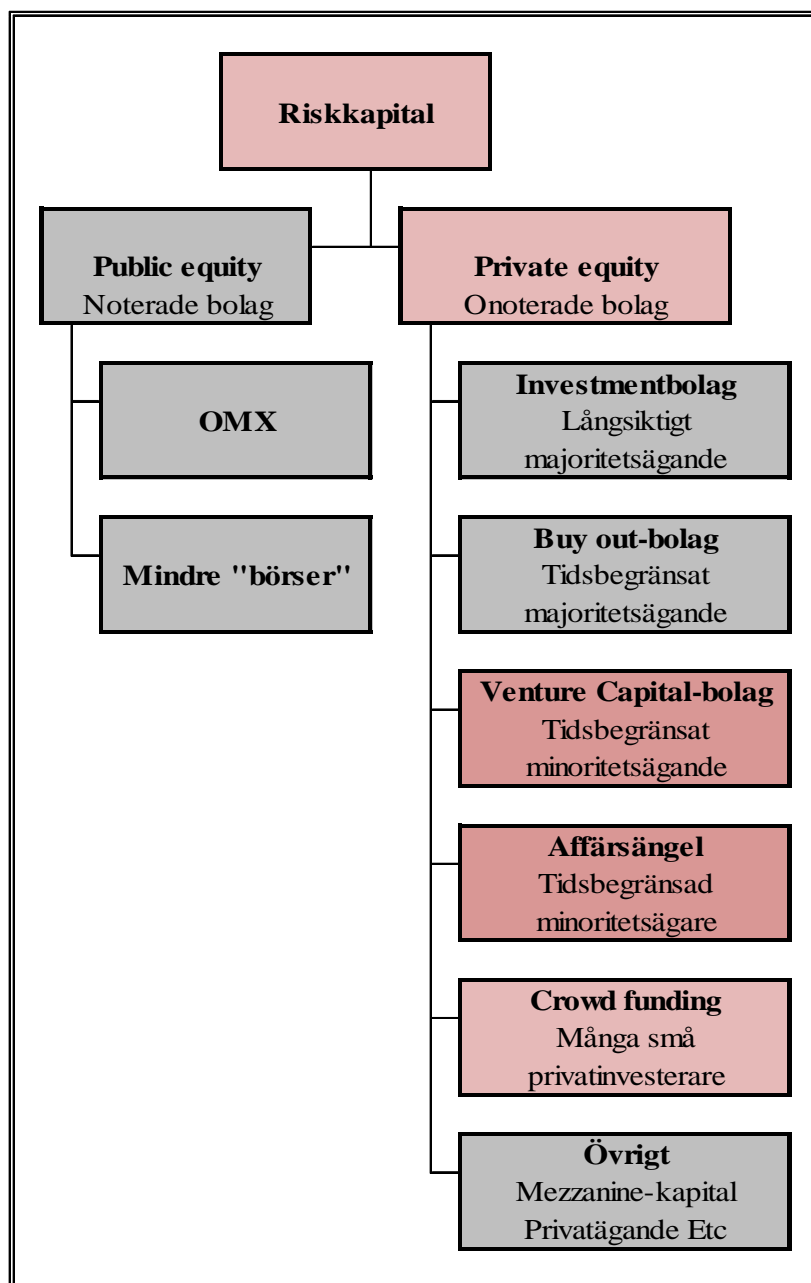
- att investera i entreprenörsföretag

Innehållsförteckning

Kapitel	Rubrik	
	Förord	5
0	Teaser	
1	Deal flow	Första mötet
2	Due diligence	Förlovningen
3	Investeringen	Giftermålet
4	Konsortialavtalet	Äktenskapsförordet
5	Briefing	Samlevnaden
6	Exit	Lycklig skilsmässa
7	Entreprenören	
8	Finansiella aktörer	
9	Investeringsmodeller	7
Bilagor		
1	Mall Investerarpresentation	
2	Mall Investerings-PM	
3	Exempel Konsortialavtal	
4	Ordlista	
5	Litteraturförteckning och Referenser	
6	Om författaren	17

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

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Kapitel 9

Investeringsmodeller

Olika riskkapitalbolag har olika filosofi och synsätt runt sina investeringar och sättet att göra dem. Inget av sätten är mer rätt än något annat, det viktiga är att man är medveten om varför man gör på ett visst sätt.

Minoritetsinvesteraren

Minoritetsinvesteraren är den investerare som medvetet valt att aldrig gå över 50% ägarandel. Det vanligaste skälet till detta är att investeraren i sin balansräkning inte vill konsolidera de eventuella förluster som portföljbolaget gör. Ett annat vanligt skäl är att i det koncernförhållande som uppstår kan omvärlden ställa olika former av krav på investeringsbolaget att garantera åtaganden som portföljbolaget gör.

I många fall blir instrumenten för investeringen besynnerliga eller krystade för att investeringsbolaget skall undvika en majoritetsposition trots att man är den som investerat mest pengar i ett bolag. Olika sätt att göra dessa investeringar blir då att investera i konvertibla skuldbrev, skuldebrev med avskiljbara optioner eller att till investeringarna kopplas också olika optionsprogram som gör att investeraren på förmånliga villkor kan ta majoritetspositionen inför en exit.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Majoritetsinvesteringen

Det vanligaste skälet till att ta en majoritetsposition i portföljbolaget är att detta speglar den verkliga ägarsituationen och/eller den kapitalinsats respektive ägare gjort. Detta ger också en tydlighet åt ägarbilden i företaget, såväl mot omvärlden som mot de personer som arbetar i företaget. Det förenklar också diskussioner runt t.ex. VD-byten. Dessa är ofta en trixig uppgift om VD också är majoritetsägare, om än bara på pappret.

Syndikering

Ett sätt att fånga upp de bästa bitarna av Majoritets- och Minoritetsägande kan vara att syndikera med en annan investerare. Så länge investerarna investerar lika mycket och det finns ytterligare minst en ägare i bolaget kommer ingen av investerarna att passera det magiska 50%-strecket. Dock kan investerarna mycket väl gemensamt på det viset ha en majoritet i bolaget. Och investerarna har oftast en ganska lika agenda för sina tyckanden om vad som bör göras i bolaget från tid till annan.

Svetab-modellen

Svetab (Svenska Industrietableringsaktiebolaget) var ett av de riktigt tidiga riskkapitalbolagen i Sverige. Svetab var ett dotterföretag till Statsföretag och startade upp sin verksamhet i början av 1970-talet. Ursprungligen var man en majoritetsinvestering som startade upp olika industriella verksamheter i bygder som led av undersysselsättning. Det visade sig dock vara svårt att få lönsamhet i dessa företag, varför man i slutet av 1970-talet började stöpa om sin verksamhetsidé mot att bli en minoritetsinvestering som investerade i entreprenörsdrivna företag där också entreprenören normalt sett var majoritetsägare. Svetab hade också ett dotterbolag som hette

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Investkontakt. Investkontaktarbetade framförallt med bedömning och hjälp till utveckling av entreprenörer och affärsplaner.

Svetab hade utarbetat en helt egen investeringsmodell som jag inte sett någon annan tillämpa. I grunden gick modellen ut på att Svetab investerade med konvertibla vinstandelslån som instrument. Konverteringsrätten gjorde att instrumentet motsvarade en andel i bolaget, vilket också satte ett värde på instrumentet som var kopplat till bolagets värde. Lånet löpte dels med en fast ränta och dels med en ränta som var kopplad till den vinst bolaget redovisade respektive år.

I konsortialavtalet mellan entreprenören och Svetab var en paragraf inskriven med ungefär följande lydelse:

”Entreprenören äger närhelst han vill rätt att förvärva Svetabs konvertibla vinstandelslån i Bolaget. Lösenbeloppet skall utgöras av värdet av Svetabs andel i bolaget efter konvertering av Svetabs lån till Bolaget. Därvid skall Bolaget värderas till 5 gånger vinst före dispositioner och skatt. Dock äger Entreprenören att erhålla en rabatt på köpeskillingen som motsvarar de vinstandelsräntor Bolaget genom åren betalat till Svetab.”

Detta innebar att dels hade entreprenören ett motiv för att vilja betala mycket i vinstandelsränta till Svetab, dels hade han en rejäl möjlighet att köpa tillbaka sitt företag, vilket normalt sätt är omöjligt om bolaget går bra och om riskkapitalbolaget vill ha marknadsmässigt betalt för sin andel.

Modellen innehåller en del skattemässiga klurigheter där det för mig inte är solklart att entreprenören kan tillgodoräkna sig den här rabatten utan skattekonsekvens för sig själv. Dock uppgavs det från Svetab att modellen hade testats i ett förhandsbesked från Skatteverket och att den bedömdes hålla streck.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Under min tid på Svetab ställdes aldrig utlösenreglerna på sin spets så jag vet inte hur ett skarpt fall hade utvecklats sig. Modellen är dock intressant, särskilt om man vill bygga en investeringsform som ger entreprenören möjligheten att åter ta över hela ägandet av sitt bolag samtidigt som riskkapitalbolaget får en marknadsmässig ersättning för sina insatser.

Rödkallen-modellen

Rödkallen-modellen är ett verksamt sätt att investera i tidiga skeden, framför allt i bolag med ett initialt stort teknikutvecklingsinnehåll. Modellen är uppkallad efter ett norrländskt investeringsbolag som hette Rödkallen och som verkade under tidigt 80-tal, sannolikt bland annat i anslutning till högskolan i Luleå.. Jag har själv inte träffat bolaget, men fått modellen berättad för mig.

Modellen beskrevs för mig som ett skatteeffektivt sätt att finansiera utveckling i olika bolag, men jag kommer också att beskriva hur man i förlängningen också kan komma än längre i tankegångarna.

Finansieringsmodell

Modellen bygger på att ett bolag (PB) som ägs och drivs av en eller flera privatpersoner (E) får finansiering av en riskkapitalinvestor (RI) som bedriver sin verksamhet i aktiebolagsform och som löpande har vinster från annan verksamhet.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Steg 1

RI förvärvar genom köp och/eller nyemission mer än 90% av kapital och röster i PB.

Steg 2

E erhåller en option att till "förmånlig" kurs kunna köpa tillbaka X procent i bolaget så att aktiefördelningen efter ett återköp t.ex. blir E 60% och RI 40%. Optionen kan nyttjas enligt nedan Steg 5.

Steg 3

RI finansierar PB genom koncernbidrag.

Steg 4

När PB nått så långt att man genererar vinst och positivt cash-flow levererar man tillbaka koncernbidrag till RI.

Steg 5

När PB levererat tillbaka det ackumulerade koncernbidraget som RI tidigare betalat ut samt en i förväg avtalad avkastning på "utlånade" medel kan E nyttja sin option enligt ovan Steg 2.

Steg 6

Förhållandet går nu in i en traditionell riskinvesteringsfas där E äger exempelvis 60% och RI 40% och där man på sedvanligt sätt söker exit.

Andra möjligheter

Förutom att ta hand om rena finansieringsfrågor kan Rödkallen-modellen kopplas ihop med att driva en kuvös eller inkubator. Modellen är främst tänkt för att finansiera ett företag under tidigt skede när man har en intensiv, och kanske långvarig, produktutveckling att genomföra. Entreprenören i dessa skeden är ofta en innovatör/uppfinnare/utvecklare och för att han och hans team skall kunna koncentrera sig på att få fram en säljbar

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

produkt tar finansiären lokalmässigt in företaget i sina lokaler, sköter administration och inledande försäljningsarbete. När den säljbara produkten finns framme och bolaget börjar få intäkter kan man under kontrollerade former bygga upp erforderlig sälj- och administrationskapacitet.

Fördelar

- + Finansieringen sker med obeskattade medel, vilket ger en ”rabatt” på 28% på investeringskapitalet.
- + Modellen ger entreprenören en möjlighet att fokusera på det utvecklingsarbete (eller annat arbete) som måste utföras innan bolaget kan få intäkter.
- + Modellen ger finansiären ägandet fram till dess att entreprenören genom intäkter visat värdet i sitt bolag eller sin produkt.

Nackdelar

- Optionslösningen bör genomlysas så att den håller vid en skattemässig granskning.
- Entreprenören kan känna ett motstånd mot att lämna ifrån sig kontrollen, om än för en begränsad period.

Övriga kommentarer

Det är intressant att idag se hur våra stora medicinföretag kommit i utländsk ägo och hur man lägger ner mycket av sin egen produktutveckling. Istället uppstår små utvecklingsföretag som utvecklar mediciner och andra substanser. En utveckling som tar lång tid fram till intäkt, och där målet ofta är att så småningom sälja bolaget eller den utvecklade produkten till det stora medicinföretaget. De små utvecklingsföretagen finansieras ofta genom riskkapital av olika slag, d.v.s. beskattat kapital. Tidigare skedde samma utveckling i de stora medicinföretagen och de kunde finansiera utvecklingen genom ett slags ”in house Rödkallen-modell”. Sannolikt kan de stora företagen betala mer

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

för en ”bevisad” produkt, men är de beredda att betala så mycket att det uppväger den uteblivna ”skatte-rabatten” under utvecklingstiden.

De som deltar i lång finansiering av utvecklingsarbete bör fundera igenom om de kan hitta förmånligare finansieringsformer. Tidigare kunde kommanditbolagsformen nyttjas vid finansiering av utvecklingsprojekt, för att på det sättet flytta ut utvecklingskostnaderna som kostnader i finansiärernas rörelser, men dessa möjligheter är skattemässigt kringskurna idag.

Rödkallen som investeringsbolag finns inte kvar idag. Om investeringsmodellen i praktiken var framgångsrik eller inte vet jag inte, och inte heller historien bakom vad som hände med Rödkallen. En förutsättning för att aktivt nyttja modellen är ju att det investerande bolaget har andra intäkter som annars blir föremål för beskattning, och det är möjligt att Rödkallen inte uppfyllde det kriteriet.

IRR-jämförelse

I en jämförelse mellan att investera direkt i ett företag eller att äga ett dotterföretag som investeringarna sker i blir investeringarna väsentligt lönsammare i det senare fallet, då investeringarna då kan ske med obeskattade medel. Om investeringarna i slutänden återgår till att bli beskattade i modern blir vinsten något mindre.

Med de skatteregler som nu finns ger finansiering genom dotterbolag en växling från obeskattade medel för drift av dotterföretaget till skattefri vinst på eventuell reavinst vid försäljning av dotterbolaget.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Nedan beskrivs en tänkt finansiering för förlusttäckning med 1.000 kSEK per år under 10 år. Bolaget säljs därefter år 10 för 30.000 kSEK.

Investering i främmande bolag som i slutet av perioden lämnar utdelning:

År	IB	Skatt	Kapital In	Kapital Ut	Avkast- ning	UB
1	0		-1 000		-92	-1 092
2	-1 092	-280	-1 000		-343	-2 714
3	-2 714	-280	-1 000		-640	-4 634
4	-4 634	-280	-1 000		-991	-6 904
5	-6 904	-280	-1 000		-1 407	-9 591
6	-9 591	-280	-1 000		-1 898	-12 769
7	-12 769	-280	-1 000		-2 480	-16 529
8	-16 529	-280	-1 000		-3 168	-20 977
9	-20 977	-280	-1 000		-3 982	-26 240
10	-26 240	-280	-1 000	30 000	-2 200	280
11	280	-280			0	0

Skatt 28% **Kapitalmultipl** 3
IRR 18,30%

Det investerade kapitalet måste ha skattats fram i det investerade bolaget.

Med Hjärta, Hjärna och Plånbok

- att investera i entreprenörsföretag

Investeringar i helägt dotterföretag genom koncernbidrag och där dotterbolaget lämnar koncernbidrag/utdelning vid periodens slut:

År	IB	Skatt	Kapital Lån	Kapital Utdelning	Avkast- ning	UB
1	0		-1 000		-115	-1 115
2	-1 115		-1 000		-370	-2 485
3	-2 485		-1 000		-684	-4 169
4	-4 169		-1 000		-1 070	-6 239
5	-6 239		-1 000		-1 545	-8 784
6	-8 784		-1 000		-2 128	-11 913
7	-11 913		-1 000		-2 846	-15 758
8	-15 758		-1 000		-3 727	-20 485
9	-20 485		-1 000		-4 811	-26 296
10	-26 296		-1 000	30 000	-2 704	0
11	0				0	0
Skatt	28%		Kapitalmultipl		3	
IRR	22,92%					

Investeringar i helägt dotterföretag som i slutet av perioden återbetalar sin skuld och lämnar utdelning:

År	IB	Skatt	Kapital Lån	Kapital Utdelning	Avkast- ning	UB
1	0		-1 000		-106	-1 106
2	-1 106		-1 000		-339	-2 445
3	-2 445		-1 000		-623	-4 068
4	-4 068		-1 000		-966	-6 034
5	-6 034		-1 000		-1 381	-8 415
6	-8 415		-1 000		-1 885	-11 300
7	-11 300		-1 000		-2 495	-14 795
8	-14 795		-1 000		-3 234	-19 029
9	-19 029		-1 000		-4 129	-24 158
10	-24 158		9 000	20 000	-2 042	2 800
11	2 800	-2 800			0	0
Skatt	28%		Kapitalmultipl		3	
IRR	21,14%					

Återbetalningen av lånet måste skattas fram i dotterbolaget.

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 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

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 affärshandlingen 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