

En flodvåg av offentligt *venture capital*

ROGER SVENSSON

INLÄGG Trots att mer än hälften av svenskt statligt *venture capital* (VC) legat i träda de senaste åren, sjösätts nu flera nya offentliga fonder som delvis finansieras av EU.¹ Bakgrunden till kapitaltillskottet är en undermålig utredning genomförd av Tillväxtverket, som felaktigt hävdar att det skulle råda brist på VC i Sverige. I denna artikel tar jag upp de allvarligaste svagheter i det svenska systemet med offentligt VC och vad som behöver göras för att uppnå effektivitet.

Forskningslitteraturen ger tydliga rekommendationer

Det som motiverar offentlig finansiering till nystartade eller teknologiintensiva företag är marknadsmisslyckande i form av inkompleta kapitalmarknader för riskfyllda investeringar (Carpenter och Petersen 2002). Avkastningen på högteknologiska och kunskapsintensiva projekt är mycket osäker och endast ett fåtal projekt lyckas. Externa finansörer vill därför ha en riskpremie. Två typer av asymmetrisk information föreligger. Upphovsmännen vet mer om projektets potential än externa finansörer, vilket gör det svårt för finansörerna att välja ut rätt projekt (snedvridet urval; Akerlof 1970). Det är även svårt för finansören att kontrollera hur mottagaren använder pengarna eller vilka risker som tas (moralisk risk; Jensen och Meckling 1976). Problemen med asymmetrisk information orsakar betydande sök- och transaktionskostnader. Sannolikheten är alltså hög att det uppstår kapitalbrist

för riskfyllda innovativa projekt, vilket motiverar offentliga interventioner.

När offentliga aktörer går in med finansiering i form av lån eller aktiekapital bör detta ske då osäkerheten är som störst, dvs i tidiga faser (Lerner 2009). Aktiekapital är att föredra framför lån för finansören på grund av de riskfyllda projektens skeva avkastning. Det är även viktigt att den offentliga finansieringen inte tränger undan privat kapital. För finansören finns det dessutom en fast kostnad av att utvärdera projektets potential – oavsett hur mycket finansiering som behövs. Om projektet är för litet i förhållande till den fasta kostnaden är det inte lönt att investera alls. Privata VC-fonder investerar sällan under 5–10 mnkr i ett enskilt portföljbolag. Risken för finansieringsgap finns alltså i synnerhet för små projekt.

Förutom att offentligt VC bör riktas till tidiga, små och osäkra investeringar ger forskningslitteraturen en rad rekommendationer om utformningen av stödet (Lerner 2009; Svensson 2017). De offentliga fonderna bör inte vara för små och de bör ta hjälp av marknadens signaler när de väljer ut projekt. Om privata aktörer inte går in med kapital, bör de offentliga fonderna inte heller göra det. På så sätt kan de offentliga aktörerna plocka upp projekt som ligger på marginalen och slippa finansiera projekt med låg potential. För att ge mottagarna incitament att anstränga sig, bör de själva tvingas att investera i projekten. Den offentliga finansören bör dessutom sätta upp milstolpar som mottagaren måste uppnå för att ytterligare finansiering ska tillskjutas.

I en mycket intressant studie visar Brander m fl (2009) att offentliga VC-investeringar ger bäst utfall för mottagarna om de offentliga finansörerna står för mindre än 50 procent av kapital-

¹ *Venture capital* är investeringar i onoterade företags egna kapital med aktivt engagemang. Sådana investeringar går ofta in i företags tidiga faser (sådd, uppstart, tidig tillväxt, expansion).

Roger Svensson är docent i nationalekonomi och forskare vid Institutet för Näringslivsforskning (IFN). Hans forskning rör främst FoU-politik, subventioner i näringslivet, immateriella rättigheter och historisk penningpolitik.
roger.svensson@ifn.se

tillskottet. Utfallet mäts här på två sätt: huruvida företaget lyckats göra en *exit* genom börsnotering eller blivit uppköpt samt genom hur mycket total VC-finansiering som företaget dragit in. En annan viktig slutsats är att offentliga indirekta investeringar har ett signifikant bättre privat utfall än offentliga fonder som investerar direkt i portföljbolag. Indirekta investeringar innebär att offentliga holdingbolag skjuter till kapital i privata VC-bolag som sköter investeringar i portföljbolag och ger rådgivning (fond i fond-investering).

Outnyttjade resurser och felallokeringar i det nuvarande systemet

Under perioden 2011–16 har det funnits fyra större offentliga VC-fonder i Sverige, med ett sammanlagt kapital på drygt 10 mdkr: Industrifonden (ca 4 mdkr år 2015), Inlandsinnovation (2 mdkr), Fouriertransform (3 mdkr) och Almi Invest (1,2 mdkr). Fonderna har haft olika inriktning, men samtliga investerar *direkt* i portföljbolag.² Inlandsinnovation har bara fått investera i företag och innovativa projekt i Norrlandslänen och Fouriertransform endast i verkstadsindustrin. Almi Invest har bestått av en nationell såddfond och åtta regionala fonder med fokus på uppstartsfasen. Industrifonden har inte haft några restriktioner med avseende på regioner, branscher eller faser.

Det svenska systemet med offentligt VC har fått utstå massiv kritik i flera utredningar (Riksrevisionen 2014; Svensson 2014, 2017). En första kritisk punkt är de stora kassorna. År 2015 var endast 46 procent (4,7 av 10,2 mdkr) investerade; resten ligger i kassan eller i kortfristiga investeringar. Den låga investeringsandelen gäller speciellt Industrifonden (43 procent investerade),

Fouriertransform (42 procent) och Inlandsinnovation (41 procent) – att jämföra med Almi Invests högre andel (71 procent).³ Vid denna tidpunkt hade samtliga fonder varit aktiva i minst fem år. Det är svårt att tro att det är brist på VC-finansiering i Sverige med så stora kassor. Att Inlandsinnovation under fem år investerat en så låg andel trots att mandatet utökats till fler län är ett indirekt bevis på att det inte råder brist på finansiering utan snarare på goda idéer att investera i.

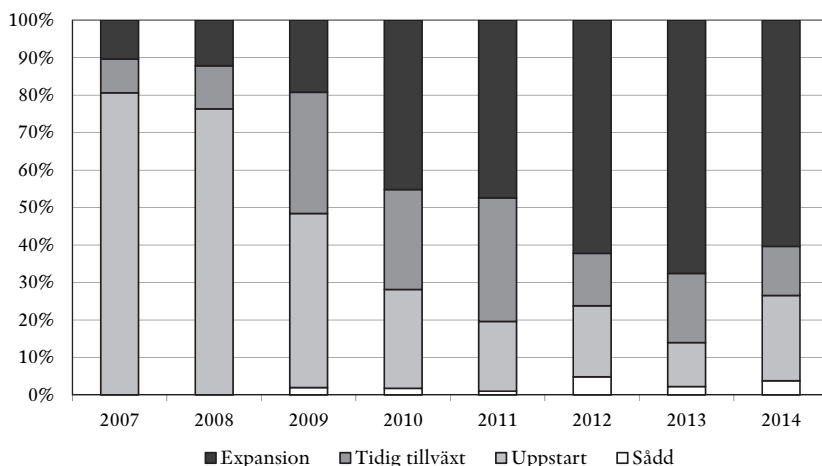
Den andra kritiska punkten gäller i vilka faser fonderna har investerat. Figur 1 visar att endast 15–25 procent av de offentliga investeringarna gått till de tidiga sådd- och uppstartsfaserna, där pengarna enligt forskningslitteraturen borde göra mest nytta. Värst har Fouriertransform varit, som nästan bara investerat i de sena tillväxt- och expansionsfaserna. Det är i praktiken bara Almi Invest som har allokerat merparten av sina investeringar till de tidiga faserna. Men Almi Invest är även den enda fond som har haft en restriktion på hur stora investeringar man får göra i enskilda portföljbolag: max 10 mnkr inklusive uppföljningar. Denna nyttiga regel hindrar investeringar i de mer kapitaltunga sena faserna.

Fouriertransform och Inlandsinnovation har även kritiserats för att de har branschmässiga och regionala restriktioner, men framför allt för att de investerat i företag som inte kan anses vara innovativa. Vidare har Fouriertransform sällan krävt privat medfinansiering, vilket gjort att man inte lyssnat på marknadens signaler då investeringar genomförts. Flera offentliga fonder har dessutom investerat så stora belopp som upp till 50 mnkr per portföljbolag. Så stora investeringar borde marknaden

² För en mer detaljerad beskrivning av de fyra offentliga VC-fonderna, se Svensson (2017, avsnitt 6.1).

³ Här ingår inte Almis nya medel för Fas 2 som ska investeras 2014–20 (se nästa avsnitt).

Figur 1
Svenska offentliga
VC-fonders inves-
teringar i olika faser
2007-14, procent



Källa: SVCA (2016).

själv kunna hantera utan statlig inblandning.

Ny intressant organisationsform

Den massiva kritiken mot flera av fonderna har fått praktiska konsekvenser. I SOU 2015:64 föreslogs en ny fondstruktur: ett statligt holdingbolag skulle bildas och investera i privata VC-bolag. Det statliga bolaget skulle alltså bli indirekt ägare till portföljbolagen och inte lägga sig i styrningen av dessa. För detta ändamål skulle holdingbolaget få hela aktiekapitalet på ca 5 mdkr från Fouriertransform och Inlandsinnovation. De senare fondernas innehav skulle avvecklas på sikt. I Regeringens proposition (2015/16:110) valde regeringen att gå vidare med förslaget och bildade holdingbolaget Saminvest.

Holdingbolaget Saminvest startade sin verksamhet i februari 2017. Totalt har fonden ett kapital på ca 5,2 miljarder kr. På kort tid i december 2017 och januari 2018 har Saminvest genomfört sina tre första fondinvesteringar i priva-

ta VC-fonder. Sammanlagt handlar det om statliga investeringar på 440 mdkr, och det är tänkt att de tre privata VC-fonderna ska få in åtminstone 1 mdkr från privata investerare.⁴ Saminvest sitter kvar med de gamla portföljbolagen från Fouriertransform och Inlandsinnovation som har ett värde på ca 1,9 mdkr och som är under avveckling. Det ska bli intressant att följa Saminvest, vars upplägg med indirekt ägande är just den organisationsform av offentliga VC-investeringar som forskningslitteraturen rekommenderar (se ovanstående avsnitt).

Undermåliga beräkningar av Tillväxtverket

Under perioden 2014-20 var det meningen att EU:s strukturfonder skulle delfinansiera olika VC-satsningar inom EU. Huvudsyftet har varit att tillhandahålla dels riskvilligt kapital, dels affärskompetens och nätverk för innovativa företag i tidiga skeden. VC-fonderna skulle vara revolverande, dvs då fonderna går ur portföljbolag ska pengarna

⁴ Saminvests tre fondinvesteringar är 160 mdkr i Hadean Capital med fokus på *life science*, 100 mdkr i såddfonden Siptop III och 180 mdkr i Luminar ventures, som investerar i teknikbolag inom digitalisering. Samtliga tre fonder får in åtminstone 500 mdkr var i totalt kapital.

kunna återinvesteras i nya bolag. Det var den Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF)⁵ och delvis den Europeiska Investeringsfonden (EIF)⁶ som bidrog med finansiering. Pengarna från strukturfonderna skulle förvaltas av *intermediärer* som kunde matcha EU-medlen med nationell medfinansiering från olika aktörer.

För att EU skulle bidra finansiellt ställde EU-kommissionen krav på att medlemsländerna genomförde en förhandsbedömning av behovet och utformningen av offentliga finansieringsinstrument. I Sverige var det Tillväxtverket som hade denna uppgift. I två rapporter redogjorde Tillväxtverket (2014, 2015) för befintliga finansieringsgap och hur stöden borde utformas i Sverige. Tillväxtverkets rapporter ledde till att tre nya offentliga VC-fonder sjesattes i Sverige, med ett totalt kapital på ca 2,5 mdkr, varav 1,35 mdkr från EU och ca 1,2 miljarder kr från offentliga aktörer i Sverige under programperioden. De tre fonderna är ett antal regionalfonder som ska förvaltas av Almi Invest och som är en fortsättning på det stöd som Almi mottog under perioden 2007–13, en nationell *green tech*-fond som också ska förvaltas av Almi Invest och en nationell holdingfond *Swedish Venture Initiative* (Swevi), som förvaltas av EIF. I samtliga fonder ställs krav på minst 50 procent privat medfinansiering (Tillväxtverket 2015, s 80–89).

Generellt sett har Tillväxtverket (2015, s 48–50) kommit fram till att det skulle finnas ett årligt finansieringsgap på 600–900 mnkr för VC-investeringar i Sverige. För att få fram denna skattning har man utgått ifrån att de privata VC-investeringarna sjönk från 4,0 till

1,2 mdkr mellan 2007 och 2013 (figur 2) och sedan räknat ut ett tänkt medelvärde för perioden. Nedgången har alltså tolkats som att det under de senare åren skulle ha funnits en brist på privat ägarkapital till innovativa små och medelstora företag i Sverige. De statliga VC-investeringarna i figur 2 tycks ha haft en motsatt cykel under samma period. Ökningen efter 2008 förklaras av att de tre statliga VC-bolagen Almi Invest, Fouriertransform och Inlandsinnovation tilldelades medel och kunde börja investera.

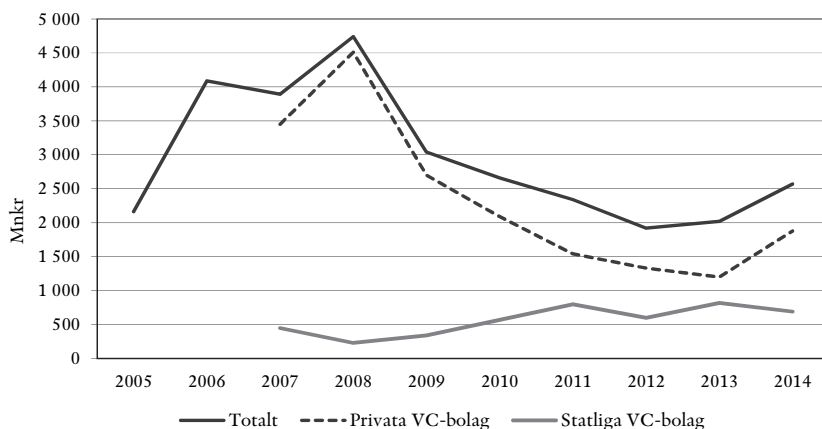
Det finns många svagheter med Tillväxtverkets metod. För det första är valet av startår avgörande. Tidigare år, före 2007, har inte beaktats (se figur 2). De år före finanskrisen, 2007–08, som man utgår ifrån var historiska rekordår för privata VC-investeringar i Sverige. För det andra kan lägre privata investeringar lika gärna bero på att det finns färre potentiella och intressanta portföljbolag att investera i. För det tredje tar man inte heller hänsyn till andra finansieringskällor än privata VC-företag, t ex institutionella placerare och affärsänglar som mycket väl kan ha ökat sina investeringar. Industrifonden (2016) visar t ex i en rapport att investeringarna i svenska onoterade bolag i teknologisektorn låg på ca 1,1 md USD år 2015.⁷ Det mest anmärkningsvärda är dock att Tillväxtverket inte tagit hänsyn till att vid tidpunkten för analysen (2014–15) så satt de offentliga VC-fonderna med ett överskott på 5,5 mdkr i kassan (se ovan). Endast 4,6 mdkr var investerade i portföljbolag och av dessa ska Fouriertransforms, och Inlandsinnovations portföljbolag med ett värde på 1,9 mdkr avvecklas. Summa summarum innebär detta att det i nu-

⁵ ERUF är EU:s fond för regionalpolitiska projekt och är en del av EU:s strukturfonder.

⁶ EIF är en EU-myndighet som bidrar med finansiering till små och medelstora företag indirekt via banker och fonder.

⁷ Här inkluderas affärsänglar och institutionella investerare utan tidsmässiga begränsningar för sina investeringar samt en del investeringar som normalt ligger senare än expansionsfasen för VC-företag.

Figur 2
VC-investeringar
i Sverige 2005–14
fördelat på privata
och offentliga källor,
mnr



Anm: Privata VC-bolag inkluderar både inhemska och utländska privata VC-bolag.
Källa: SVCA (2016).

läget finns nästan 10 mnr i kapital i de offentliga VC-fonderna som står vid sidlinjen och är redo att investeras.⁸ Risken är hög att offentliga pengar kommer att få jaga allt sämre investeringsprojekt och att dessutom flodvågen av offentligt kapital kan tränga ut privat finansiering.

En annan metod som Tillväxtverket (2015, s 50) använder är att man tittar på antalet förfrågningar om finansiering till det statliga VC-bolaget Almi Invest. Dessa har ökat under varje år under den första programperioden 2007–13. Enligt denna metod skulle investeringsgapet vara drygt 400 mnr per år för investeringar på upp till maximalt 10 mnr i tidiga skeden under den andra perioden 2014–20. Denna analys låg sedan till grund för ett utökat regionalfondprogram. Det årliga glappet på 400 mnr kan tyckas vara högt. Under den första perioden 2007–13 fick de elva regionala fonderna ca 1,2 mnr som investerades under sex till sju år. Det blir investeringar på ca 200 mnr per år. En hel del av dessa medel kommer senare att återinvesteras i nya portföljbolag i takt med att de elva fonderna går ur sina innehav.

Det drar ner behovet av nytt offentligt kapital.

Industrifonden näste man till rakning

Då innehaven i både Fouriertransform och Inlandsinnovation är under avveckling kommer fokus de närmsta åren i stället att ligga på Industrifonden. Denna stiftelse har under lång tid legat med ungefär hälften av sitt kapital i räntepapper. Samtidigt har många utav fondens investeringar varit i sena faser. Riksrevisionen (2014) konstaterade att bara 28 procent av investeringarna 2011–13 gick till uppstartsfasen och hela 72 procent till sena faser. År 2015 hade Industrifonden 83 portföljbolag till ett värde av ca 1,7 mnr. Det blir ett genomsnittligt värde på 20 mnr per bolag (inklusive följdinvesteringar) – långt över vad som normalt är motiverat. Det finns dock ett klyft för lite större portföljinvesteringar. I en del branscher såsom *life science* och *clean tech* anses projekt ha högre osäkerhet och längre väg till marknaden. Det kan handla om kapitalkrävande investeringar eller tester. Dessa sektorer kännetecknas även av relativt höga *spillover-*

⁸ 5,5 (kassan) + 1,9 (avveckling) + 2,5 (nya fonder) = 9,9 mnr.

effekter; hälsan och miljön för allmänheten förbättras. Industrifonden har i dag två segment: *life science* och *technology*. För det förra segmentet kan det alltså gå att motivera större investeringar men inte för det senare. Det finns dessutom risk att stora delar av Industrifondens verksamhet blir överlappande med annan verksamhet inom det svenska offentliga VC-systemet, t ex många av de privata VC-fonder som Saminvest investerar i.

Slutord

Trots att över hälften av offentligt VC i Sverige legat vilande under lång tid, utökades kapitalstocken nyligen med 2,5 mdkr, delvis finansierat av EU. Tillväxtverkets beräkningar som skulle motivera stödet är under all kritik. Under perioden 2015–20 kommer det att finnas närmare 10 mdkr i offentligt VC som står vid sidlinjen. Risken är hög att mycket offentligt kapital kommer att få jaga projekt med allt sämre potential. Dessutom riskerar det offentliga kapitalet att tränga undan en hel del privat kapital med tanke på att de privata VC-investeringarna är på en till två mdkr per år. Förutom en hög andel inaktivt kapital har de offentliga VC-investeringarna karaktäriserats av felallokeringar i form av sena faser och stora investeringsbelopp per portföljbolag. De gamla innehaven i Fouriertransform och Inlandsinnovation är under avveckling och har förts över till det nya holdingbolaget Saminvest. Fokus de närmsta åren kommer därför att vara på den sista fonden som varit relativt inaktiv, investerat i sena faser och satat stora investeringsbelopp: Industrifonden. Industrifondens verksamhet överlappar de andra offentliga fonderna stort och det är svårt att motivera fondens fortsatta existens.

REFERENSER

- Akerlof, G A (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol 84, s 488–500.
- Brander, J, E Egan och T Hellmann (2009), "Government as Venture Capitalists: Striking the Right Balance", i World Economic Forum (red), *Globalization of Alternative Investments: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*, World Economic Forum, Genève.
- Carpenter, R E och B C Petersen (2002), "Capital Market Imperfections, High-Tech Investment and New Equity Financing", *Economic Journal*, vol 112, s F54–F72.
- Industrifonden (2016), "Swedish Tech Funding Report 2015", rapport, Industrifonden, Stockholm.
- Jensen, M C och W H Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305–360.
- Lerner, J (2009), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship Have Failed – and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Regeringens proposition (2015/16:110), *Staten och kapitalet – struktur för finansiering av innovation och hållbar tillväxt*.
- Riksrevisionen (2014), *Statliga stöd till innovation och företagande – i senaste laget*, RIR 2014:12, Riksrevisionen, Stockholm.
- SOU 2015:64, *En fondstruktur för innovation och tillväxt*.
- SVCA (2016), *Statistik från SVCA*, SVCA, Stockholm.
- Svensson R (2014), "Effektivt stöd för FoU, innovationer och företagande", rapport, Fores, Stockholm.
- Svensson, R (2017), *Svensk kapitalförsörjning – mot ett effektivare innovations- och företagstöd?*, Entreprenörskapsforum, Stockholm.
- Tillväxtverket (2014), "Behovet av *venture capital* i Sverige under EU:s programperiod 2014–20 – underlagsrapport", rapport 0171, Tillväxtverket, Stockholm.
- Tillväxtverket (2015), "Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020", rapport 0183, Tillväxtverket, Stockholm.