

Satsningen på en grön fond och en holdingfond -
rätt tänkt?

Rolf Sandahl

Lars Silver

Innehållsförteckning

Sammanfattning	3
Inledning	5
Den gröna fonden.....	5
Holdingfonden.....	6
Uppdraget.....	6
Grundläggande utgångspunkter för finansiering av mindre företag	8
Ägarkapitalgap och finansiellt gap	8
Finansieringsstafetten – olika faser av investeringar	9
Formellt riskkapital.....	10
Informellt riskkapital	11
Strukturens betydelse för statlig intervention	12
Den statliga interventionens grunder	13
Programlogik	14
Effektkedja.....	14
Mekanismer.....	15
Varför en grön fond och en holdingfond?	17
Analys	22
Ett vidare perspektiv på statlig intervention på riskkapitalmarknaden	25
Fonderna ur ett förändringsteoretiskt och ett kunskapsperspektiv	26
Rätt tänkt?.....	31
Referenser	33

Sammanfattning

2014 beslutades att Sverige skulle inrätta två nationella riskkapitalfonder med stöd av Europeiska kommissionen, en *grön fond* och en *holdingfond*, i syfte att stödja kapitalförsörjningen i mindre svenska bolag. Den gröna fonden, som avser investeringar i små och medelstora företag, syftar att direkt eller indirekt minska klimatutsläppen. Investeringarna förväntas till hälften ske med medel från den europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) och nationella offentliga medel och till hälften av privata investerare. De totala investeringarna beräknas överstiga en miljard kronor. Den andra fonden, *holdingfonden*, är en så kallad "fond – i - fond", det vill säga en fond som finansierar andra VC-fonder, beräknas också, inklusive privata investeringar, överstiga 1 miljard kronor. Syftet är att främja tillkomsten av nya förvaltare inom VC-segmentet. VC-fonderna ska genom kapital och kompetens stärka små- och medelstora företag. Tillväxtverket, som är förvaltande myndighet för dessa båda fonder, har utsett Almi Invest som förvaltare av den gröna fonden och Europeiska Investeringsfonden (EIF) som förvaltare av holdingfonden.

Syftet med föreliggande utredning är att utifrån ett mer övergripande programperspektiv analysera den programlogik som ligger till grund för dessa satsningar inom riskkapitalområdet. De grundläggande frågorna är om satsningarna har en konsekvent målfunktion från initiering till faktiskt genomförande. Till detta kommer om det utifrån satsningarna finns ett tydligt problem som ska lösas, och om det finns beskrivet hur detta problem ska lösas. Vidare uppstår frågor om hur satsningarnas effekt ska utvärderas, och om det alls går att utvärdera och i så fall i jämförelse med vad.

Vår analys grundar sig på involverade myndigheters handlingar och utredningar samt intervjuer med centrala personer som har varit involverade i satsningarnas förarbeten. Dessutom stödjer sig arbetet på teori inom såväl riskkapital som program- eller förändringsteori.

Resultaten visar att det finns en del otydligheter avseende såväl det problem som ska lösas och hur detta ska lösas via respektive satsning. Vi ser att det tyngdpunkten i underlagsmaterialet ligger på att lösa utbudsfrågan och den finansiella delen, medan efterfrågesidan, vilket påpekats vid tidigare satsning, berörs i liten grad. Ju närmare satsningarna kommer ett faktiskt genomförande, avtar den strategiska problembilden. Fokus inriktas mer på att inom givna ramar använda kapitalet på ett sätt som ger avkastning, snarare än löser ett större strategiskt problem. Detta förefaller delvis vara en funktion av att det är ett relativt stort antal inblandade myndigheter, som var för sig agerar enligt sin egen rationalitet, men där det i förlängningen finns en relativt vag styrning utifrån angivna målsättningar. Vi ser exempelvis att fokus på kunskapsspridning går ifrån en definitiv utkomst i den ursprungliga planeringen, till något som i bästa fall kan bli en biprodukt av satsningarna när respektive fond förverkligas.

Som förslag utifrån denna utredning ser vi ett behov av en tydligare programidé och en klarare uppföljning av denna idé. Vi menar att den utvärdering som kommer att genomföras bör ha ett starkt utvärderingsperspektiv, det vill säga noggrant värderar satsningarnas kostnadseffektivitet

och ett lärande perspektiv för att förstå vilka faktorer som är viktiga för dessa typer av satsningar.

Vi föreslår också, när det nu finns fyra tydliga satsningar inom området (regionala, gröna fonden, holdingfonden och Saminvest) att knyta ihop dessa till en helhet avseende den statliga satsningen på riskkapitalområdet. Det finns visserligen intressanta idéer inom respektive satsning, men vi är inte helt övertygade om hur väl staten uppfyller de grundläggande kriterierna avseende den tydlig påverkan som en statlig insats ska ha.

Inledning

Efter ett erbjudande från Europeiska kommissionen om stöd för att inrätta regionala program för för att stödja ägarkapitalförsörjning startade Sverige 2008 ett arbete med regionala fonder. Detta arbete fortsatte i en andra programperiod. I denna andra programperiod startade arbetet med ett nationellt program fördelat på två separate finansieringsinstrument; en grön fond och en holdingfond. Det är dessa två fonder som vi primärt kommer att analysera i denna utredning.

Den gröna fonden

Detta finansieringsinstrument ska avse investeringar i små och medelstora företag som erbjuder varor och tjänster som direkt eller indirekt minskar klimatutsläppen. Fonden ska finansieras till hälften av europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) och med ett lika stort belopp av nationella offentliga medel, tillsammans 650 MSEK. Privata investerare förväntas bidra med minst 50 % av de totala investeringarna vilka sammanlagt beräknas överstiga en miljard kronor. Tillväxtverket, som är förvaltande myndighet, upphandlade 2016 Almi Invest som fondförvaltare för den gröna fonden (Gröna fonden ansökningsinbjudan 2016; Finansieringsavtal gröna fonden.2016).

Fondens syfte är att investera i onoterade små och medelstora företag i tidig fas med stor tillväxtpotential. Fondens målgrupp är brett formulerad kan därför avse såväl IT-relaterade tjänster som kapitalintensiv teknik. Däremot faller traditionella produkter eller tjänster med en förnyad energieffektiv eller ren produktionsprocess utanför investeringsstrategin, liksom energieffektivare varianter av produkter som redan finns på marknaden.

Portföljbolagen ska befinna sig någon av följande faser:

- (i) Sådd: Företaget har inte varit verksam på någon marknad
- (ii) Start: Företaget har varit verksamt på en marknad mindre än sju år efter sin första kommersiella försäljning; eller
- (iii) Expansion: Företaget kräver en första riskfinansieringsinvestering som, på grundval av en affärsplan som utarbetats i avsikt att gå in i en produktmarknad eller geografiska marknad, är högre än 50 % av deras genomsnittliga årliga omsättning under de senaste fem åren.

När det gäller investeringens storlek tänker man sig investeringar i intervallet 20–30 MSEK i 40–60 företag. Den största andelen till antal och belopp ska vara företag i startfas (med ett maxbelopp på 15 MEU, inklusive privat medfinansiering). De privata investeringarna ska ske på lika villkor (pari passu) med avseende på avkastning och förluster. Andelen privat medfinansiering kan emellertid vara något lägre om företaget befinner sig i såddfas.

Samtliga investeringar ska vara omvandlade till likvida medel vid utgången av förvaltningsperioden. Investeringsperioden sträcker sig till 2023-06-30. 2029-06-30 ska samtliga investeringar vara exiterade.

Enligt Almi Invests verksamhetsplan förväntas investeringsobjekt hittas inom alla olika teknik och kunskapsområden, dvs. inom Miljöteknik, Cleantech ICT och Industri. Partnerskapet med Energimyndigheten innebär, enligt Almi Invest, att inflödet av potentiella investeringsobjekt ökar.

Holdingfonden

Den andra fonden, *holdingfonden*, är en så kallad ”fond – i - fond”, dvs. en fond som finansierar andra VC-fonder som sin tur investerar riskkapital i företag. Syftet med holdingfonden är att främja tillkomsten av nya förvaltare inom VC-segmentet i Sverige som genom kapital och kompetens i sin tur ska stärka små- och medelstora företags konkurrenskraft. Tillväxtverket, som är förvaltande myndighet även för denna fond, har utsett Europeiska Investeringsfonden (EIF) att upphandla VC-fonder genom utlysning. Förvaltaren av holdingfonden ska i valet av privata VC-förvaltare hålla sig till följande principer (Tillväxtverket 2014;48 f, 98f):

- ”Relevanta avkastningskrav ska kunna ställas på underfonderna
- Inriktning på insatser i tidig fas, t. ex. inkubatornära miljöer. Lämpliga beloppsintervall kan övervägas. Ett variabelt krav på privat medfinansiering i syfte att underlätta engagemang i särskilt tidig fas kan övervägas.
- Krav på privat medfinansiering i fonden.
- Ramar för incitament för personal i VC-fonderna. Krav på att förvaltarna själva investerar i fonden
- Krav på att förvaltarna har relevant erfarenhet och kompetens
- Beaktar en hållbar utveckling ur ett socialt, ekonomiskt och miljömässigt perspektiv.”

Storleken på investeringarna är, enligt Tillväxtverket, för tidigt att uttala sig om, men får åtminstone inte överstiga 15 MEU. Holdingfondens målgrupp är, liksom för den gröna fonden, små och medelstora företag men där inga specifika investeringsområden angetts. Investeringsvolymen beräknas uppgå till ungefär 600 MSEK av offentliga medel, vilket tillsammans med kravet på privat medinvestering innebär att det totala beloppet även för denna fond överstigen en miljard kronor.

Uppdraget

Uppdraget från Tillväxtanalys är att göra en så kallad ex ante-analys av ovanstående två fonder. Syftet med ex ante-analysen är att se vilken programlogik som fonderna vilar på vilket förhoppningsvis gör det lättare, eller åtminstone klarare, att inför kommande utvärdering bedöma vilken typ av frågeställningar som bör beaktas.

Uppdraget har följande frågeställningar:

1. Problemet

- a. Vilket är det/de grundläggande problem som insatserna ska lösa/reducera?
2. *Mål*
 - a. Vilket/vilka mål kan urskiljas? Realistiska? Finns risk för målkonflikter?
3. *Hur är satsningarna tänkta att fungera?*
 - a. Förutsättningar, aktiviteter, effekter, mekanismer?
 - b. Går det identifiera särskilt kritiska mekanismer?
 - c. Behov av andra, ”stödjande” policyinsatser från offentlig sektor?
4. *Utvärdering*
 - a. Framtida utvärderingsbarhet, hur kan resultat och effekter mätas?

Underlaget i analysen består dels av ett skriftligt material som gäller tidigare erfarenheter med liknande insatser och bakgrunden till de fonder som nu beslutats, dels intervjuer med företrädare som antingen administrerar eller är operativt ansvariga för den gröna respektive holdingfonden.

Den tid som avsatts för uppdraget, ungefär en månad, ger ramen för hur omfattande och djup analysen kan bli. Vi inleder med en allmän teoretisk bakgrund dels kring finansiering av mindre företag, dels vad programlogik innebär innan vi övergår till nämnda fonder.

Grundläggande utgångspunkter för finansiering av mindre företag

En utgångspunkt som vanligen förekommer inom finansiering av små- och medelstora företag är kommen från den så kallade principal agent-teorin (Jensen & Meckling 1976). Enligt denna teori så finns det ett antal grundläggande antaganden som gäller för relationen mellan investerare och företaget som investeras i. Det första antagandet är att det råder informationsasymmetri (se Healy och Papelu för en översikt). Detta betyder att det för den investerade parten är svårt att hitta information om sannolikheten för att ett visst företag kommer att lyckas med sina ambitioner, eller ens överleva (Petersen & Rajan 1994; DeYoung et al 2008; Gruenert & Norden 2012). För mindre företag gäller generellt att det dels är svårt att bedöma det individuella företagets kapacitet, men också att bedöma marknaden som detta företag verkar i. Ett andra antagande är att det finns en risk av ”moral hazard”, det vill säga att motparten inte agerar på ett sätt som är förenligt med vad investeraren vill ha ut av relationen. För att hantera detta krävs uppföljning och kontrakt som sätt att hantera relationen. Till detta grundläggande set av antaganden kan läggas att det finns en hackordningsteori (pecking order theory), som säger att företag alltid kommer att välja den form av finansiering som kräver minst styrning. Pecking order theory lanserades 1984 (Myers) och visar att om mindre företag själva kan välja sin finansiering så väljer de en finansiering som innebär att företaget i största möjliga mån bevarar sitt oberoende. Detta har i sin tur lett till ett resonemang om att särskilt mindre företag präglas av control aversion, det vill säga att de vill undvika att externa aktörer utövar kontroll över företaget (se Berggren et al 2000; Macan Bhaire & Lucey 2010; van Caghem & van Campenhout 2012). I vissa branscher så kommer denna teori att få ett mindre inflytande, exempelvis i branscher som präglas av stark tillväxt eller där det finns få alternativ till finansiering med en hög grad av styrning.

Ägarkapitalgap och finansiellt gap

Tillgång till kapital är ett av de klassiska tillkortakommanden som isoleras i forskning kring små- och medelstora företags tillväxt. Andra är entreprenöriell orientering, brist på kunskap om företagande och svårigheter att konkurrera med större aktörer. Även om entreprenörerna själva står för en stor del av sådd och startkapital för nya företag (Bygrave och Hunt 2005), räcker den enskilde individens och närståendes kapital oftast inte särskilt långt. Det finns särskilt ett behov av ägarkapital (Aernoudt et al 2007), och särskilt i tidiga faser (Tucker och Lean 2003).

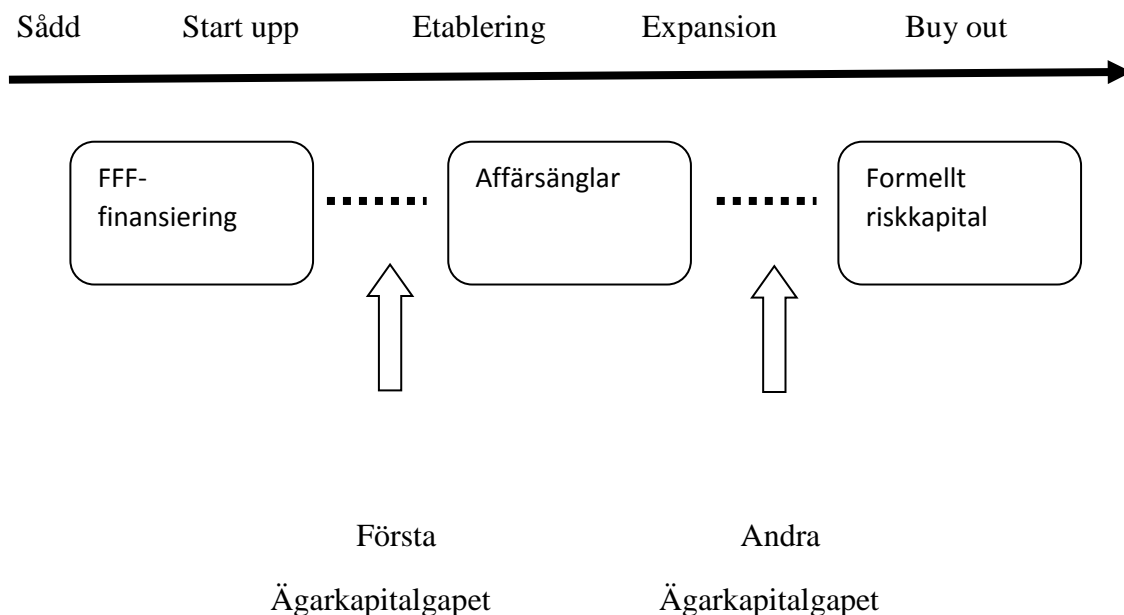
I teoretiska termer anges att det finns såväl ett ägarkapitalgap (equity gap) och ett finansiellt gap (financial gap). När det gäller det finansiella gapet så är det en mer generell term som innebär att det för mindre företag finns ett gap från det att ägarnas och närståendes kapital inte längre räcker till, ända till dess att exempelvis banker anser företaget tillräckligt moget för att låna ut kapital till. I banksammanhang inträffar detta gap vanligen när företaget är mellan 1–3 år gammalt. När det gäller ägarkapital, som är betydelsefullt särskilt i branscher där kommersiella banker traditionellt inte är aktiva, finns det i praktiken två gap. Det första gapet uppkommer från det att ägarnas och närståendes kapital inte räcker till, fram till dess att en affärsängel är villig att gå in med kapital. Det andra gapet uppkommer när affärsänglar förmåga att investera upphör till dess att formellt riskkapital är villiga att gå in med kapital.

Effekten av ägarkapitalgap är att mindre företags tillväxt hindras och potentiellt missar dessa företag möjligheter som kan uppstå på marknaden. Dessa marknadsimperfectioner kan potentiellt leda till en mindre dynamisk ekonomi och att affärsidéer antingen inte kan förverkligas eller att de tvingas flytta till andra marknader där förhållanden är bättre. Diskussionen kring dessa gap är drivande när det gäller behovet av statlig intervention inom området.

Finansieringsstafetten – olika faser av investeringar

En nyckelfaktor när det gäller finansiering av små- och medelstora företag är att det finns olika typer av finansiering i olika stadier av utveckling. Det ska här noteras att en väsentligare skillnad är ofta om företagen är noterat på en likvid börs, det vill säga åtnjuter så kallad ”garanterad finansiering”, eller inte. ”Garanterad finansiering” inträffar då ett företag själva kan bestämma sig för en nyemission där de i princip kan förvänta sig att få kapital om de emitterar nya aktier. Detta sker dock i allmänhet inte förrän företaget har nått en betydande storlek, vilket generellt är kravet för att noteras på en likvid börs.

Faserna som kan anges för växande företag är såddfas, startfas, etableringsfas, expansionsfas och trade sale/marknadsnoteringsfas. Det finns i varje fas olika tänkbara finansiärer. I sådd och startfaser finns det begränsat med kapital förutom ägare eller närstående. Det behövs, beroende på bransch, i allmänhet inte så mycket kapital under dessa faser. Men relativt snart ökar kapitalbehovet. Affärsänglar kan gå in redan i startfasen, men oftare involveras de i etablerings eller expansionsfasen. I teorin kan formellt riskkapital gå in i tidiga faser, men detta är i praktiken relativt ovanligt. Sett till hur formellt riskkapital fördelar sina investeringar är beloppen mångdubbelt mycket högre i senare faser, inte minst buy out-faser. Ytterligare en faktor är att riskkapitalinvesteringar i senare faser i många avseenden inte kan liknas vid investeringar i tidiga faser avseende metod och resultat (Cumming 2014). Illustreras faserna tillsammans med en schematisk föreställning om ägarkapitalgap är det tydligt var de primära problemen finns för växande kunskapsföretag, det vill säga företag som inte kommer att kunna få finansiering från till exempel banker på grund av risknivå och frånvaro av säkerheter.



Figur 1. Det kunskapsintensiva företagens finansiering (FFF avser så kallade family friends and fools, det vill säga det som kan kallas för internt ägarkapital)

Formellt riskkapital

Riskkapital är generellt en form av finansiering av entreprenöriella aktiviteter som siktar på stark tillväxt i situationer där affärsidén har en relativt stor risk för att misslyckas, men där avkastningen potentiellt sett är mycket stor (Winton och Yerramilli 2008). Det finns relativt mycket forskning om så kallat formellt riskkapital. Formellt riskkapital är riskkapitalbolag som startar investeringsfonder i syfte att under en viss tid placera externa aktörers (ofta pensionsfonders) kapital under en begränsad tid. Bolagen är professionellt uppbyggda och följer etablerade strategier för sina placeringar. Forskningen kring formellt riskkapital inriktar sig på typiska attribut som exempelvis optimal portföljsstorlek (Buchner et al 2017), regleringars inverkan på riskkapitalinvesteringar (Wonglimpiyarat, 2009), exitstrategier (Neus and Walz, 2005); syndikering (Wright and Lockett, 2003), professionalisering (Hellmann and Puri, 2002), och beslutsfattande (Zacharakis and Shepherd, 2005).

Den övergripande riskkapitalmodellen kan ses som generering av ett “deal-flow”, där deal-flow står för det flöde av investeringar som riskkapitalbolaget kan välja ifrån. Därefter följer val av objekt från detta “deal-flow”, en eventuell syndikering med andra aktörer (ofta andra riskkapitalbolag), kontraktsskrivning, uppföljning och eventuella åtgärder under investeringstiden och slutligen ett “exit” där bolaget antingen säljs till en annan aktör eller noteras på en börs.

Kontrakt har en viktig roll i litteraturen kring formellt riskkapital, framför allt för att hantera “moral hazard” och “adverse selection” (Gompers and Lerner, 1999). Generering av deal-flow är också väsentligt i riskkapitallitteraturen (Kirilenko, 2001), En annan viktig faktor är hur det formella riskkapitalets hanterar investerare, då de endast till en mindre del investerar eget kapital

i sina investeringar (Cumminig et al 2008). Antalet investment managers är också något som diskuteras, generellt gäller att ju tidigare faser som investeringar sker i, desto fler investment manager behövs (Cumming 2006).

I korthet kan det formella riskkapitalet beskrivas utifrån ett antal tillvägagångssätt:

- Investeringsprocessen hanteras av professionella investment managers
- Det finns specifika kriterier för avkastning, internal rate of return, som ofta är mycket höga
- Ägarskap ses som ett engagemang under en relativt begränsad tid, sällan mer än sju år
- Portföljteorin är en bärande teori, där det gäller att hitta en vinnare bland många investeringar
- Investerarna styr inte investeringarna utifrån det unika företagens förutsättningar utan följer ett visst tillvägagångssätt
- Investeringar sker primärt i sena skeden, ofta som utköp och rekonstruktion av mogna företag

Informellt riskkapital

Informellt riskkapital (affärsänglar) har andra funktioner än det formella riskkapitalet. Det har tillkommit allt fler studier av affärsänglar (se Månsson och Landström 2005). Affärsänglarnas betydelse för tidiga faser har illustrerats i ett antal studier (se Bygrave och Hunt 2005). Affärsänglar investerar sitt eget kapital och bidrar även ofta med kunskap till små- och medelstora företag i tidiga faser (Aldrich 1999). I studier kring affärsänglar diskuteras bland annat motivationen hos affärsänglar (Stedler and Peters 2003), kvinnliga entreprenörer (Terjesen et al 2015), investeringsprocessen (Haines et al 2003) och betydelsen av intuition för val av investeringsobjekt (Mason och Stark 2004).

Generellt gäller att affärsänglar är betydligt mer heterogena än formella riskkapitalister. Avseende motivation är affärsänglar förutom drivet av att få en hög avkastning också intresserade av att "göra resan igen", stödja lokalt företagande, en vilja av att bidra med kunskap till andra eller att helt enkelt delta i investeringar med andra. Affärsänglar är inte lika beroende av att hantera risk med avkastning med en portfölj av företag, utan är mer eller mindre tydligt beredda att ta hög risk även om sannolikheten att lyckas är liten (Harrison och Mason 1992). Detta kan delvis förklaras av att de vanligen investerar enbart några procent av sin totala förmögenhet i affärsänglainvesteringar. Olikteterna mellan hur formellt riskkapital motiveras och agerar i jämförelse med affärsänglar innebär att de inte alltid fungerar särskilt bra i syndikering med varandra (Harrison och Mason 2000). Detta blir särskilt tydligt i de fall där affärsänglar motiverar sina investeringar helt eller delvis med altruistiska motiv (Fehr och Fischbacher 2003; Jensen 1994).

Det har sedan länge noterats att affärsänglar är särskilt betydelsefulla i regional mening, då dessa enligt forskning har en tendens att investera i sin närmiljö (Harrison och Mason 1992 samt Sørheim 2005). Genom dessa lokala ägarinvesteringar ökar möjligheterna för mindre företag att

hantera de gap som finns i kapitalmarknaden. Det finns flera olika anledningar till dessa lokala investeringar, bland annat i ökade kontrollmöjligheter och dessutom möjligheten att kunna ge icke-finansiellt stöd (Freear et al 1994).

Det har dock sedan en längre tid varit fallet att riskkapital och affärsänglkapital har distanserat sig från varandra. Framför allt då det formella riskkapitalet har inriktat sig alltmer på senare faser (Mason 2006). Samtidigt har affärsänglar i många fall ”professionaliserats” och använder sig alltmer av det formella riskkapitalets tekniker och uttryck (Eban 2008), vilket inte alltid passar med affärsänglarnas motivation för att investera.

Något som talar till affärsänglkapitalets fördel är att många studier pekar på att affärsänglar investerar mellan 3 och 13 gånger mer än formella riskkapitalister i tidiga faser (Aernoudt och Erikson 2002; Sohl 2003; Reynolds et al 2002; Gaston 1989). Alla studier som görs i området pekar på att det informella riskkapitalet har en överlägsen betydelse för investeringar i tidiga faser än det formella riskkapitalet.

Affärsänglars utgångspunkter för investering kan beskrivas utifrån följande:

- Investeringsprocessen hanteras av tidigare framgångsrika entreprenörer
- Det finns inga tydliga kriterier för avkastning
- Ägarskap ses som långsiktiga engagemang
- Vinnare skapas genom en unik entreprenöriell utveckling i bolaget
- Relationen består av en tydligt direkt interaktion mellan affärsängel och det investerade företaget
- Investeringar sker primärt i tidiga skeden, start och expansionsfaser

Strukturens betydelse för statlig intervention

Det har med andra ord konstaterats att det formella riskkapitalet är synnerligen kompetent för att välja ut rätt investeringar inom det annars svåranalyserade fältet av icke-noterade företag. Däremot finns ett uppenbart problem i att de företag som det formella riskkapitalet är intresserade av inte alltid är de som är mest intressanta utifrån statlig interventionspolitik. Det formella riskkapitalet går strikt utifrån kriteriet av att maximera avkastning i förhållande till risk. Detta betyder att om det formella riskkapitalet utifrån sina modeller analyserar att förhållandet avkastning i förhållande till risk är bättre i exempelvis skelsektorn än i cleantech, så kommer de att gå in för investeringar i skelsektorn.

Affärsänglar och i viss mån även regionalt riskkapital har i praktiken lite andra modeller än riskkapital, både vad gäller utvärdering och vad gäller motivering. Det bör noteras att många affärsänglar själva är entreprenörer som nu vill satsa på andra entreprenörers utveckling. Affärsänglar tar ofta in annan information, gärna regional, än vad det formella riskkapitalet gör. Affärsänglar kan också vara mer långsiktiga i sina investeringar. På detta sätt kan affärsänglar ta något högre risk än formellt riskkapital. Detta fungerar väl med en statlig ambition att också ta högre risk. Både affärsänglar och staten är på grund av sina andra motiv än relativt kortsiktig

avkastning till begränsad risk också beredda att satsa i tidiga faser, där det med nödvändighet råder brist på information. Därigenom är det naturligt att statlig intervention också vill se samarbeten med just affärsänglar och mindre regionalt riskkapitalbolag. Särskilt som det har visat sig att även statliga riskkapitalinitiativ har gynnats av regional förankring och anpassning (Munari och Toschi 2015)

Den statliga interventionens grunder

Statlig intervention på kapitalmarknaden sker i allmänhet som ett komplement till existerande kapital. Det vill säga att staten söker intervensera där det finns få alternativ till statliga investeringar. Det som är unikt för affärsänglainvesteringar är att dessa primärt genomförs i tidiga skeden och därmed ofta är av ett primärt intresse för statlig intervention (Lindström och Olofsson 2001). Rätt utfört visar också forskning på att staten som komplement till privat ägarkapital kan positivt påverka både avkastning och exit, men då primärt som syndikering snarare än som direktinvestering utan extern partner (Brander et al 2015). Tvärtom visar det sig att när statliga riskkapitalorganisationer direktinvesteringar visar de sämre resultat än privatägda fonder (Grilli och Murtinu 2014). Det finns dock en diskussion för om hur specialiserad en intervention bör vara när det gäller vilka företag som bör stödjas. Vissa, som Mason och Brown (2013) menar ett det är väsentligt att sektorisera investeringar i högpresterande företag, då förutsättningarna för dem skiljer sig markant från varandra beroende på i vilken bransch de verkar.

Ett annat fenomen som också är av intresse för statlig intervention är att det ofta anges finnas många så kallade "virgin investors", det vill säga affärsänglar som är intresserade av att investera i tidiga faser men ännu inte har haft tillfället, antingen på grund av att de inte har hittat rätt objekt eller för att de söker kunskap om lämplig metod (Sohl 1999). Detta medför att staten i praktiken får två olika uppgifter när det gäller interventioner i tidiga faser. Dels vill staten rent faktiskt öka investeringarna i tidiga faser, dels att det finns ett behov av att öka kunskapen hos presumtiva affärsänglar om investeringar i tidiga faser. Eftersom kapitalet för dessa statliga investeringar dock är begränsat uppkommer frågan hur detta kapital kan användas på bästa sätt.

När vi så ska bedöma statlig intervention när det gäller stöd till företag i tidiga processer är det därmed ett antal parametrar som blir viktiga:

- Staten ska på ett effektivt sätt använda sina begränsade medel för att intervensera (**Effektivitetskriteriet**)
- Staten ska komplettera marknaden och inte konkurrera ut existerande finansiering (**Kompletteringskriteriet**)
- De investeringar som staten gör ska vara neutrala i så mån att de inte gynnar vissa aktörer på bekostnad av andra (**Neutralitetskriteriet**)
- I den mån statligt kapital används för investeringar ska det finnas ett specifikt mål för verksamheten, där staten bidrar med något som faktiskt påverkar den sektor inom vilket investeringarna genomförs (**Påverkanskriteriet**)

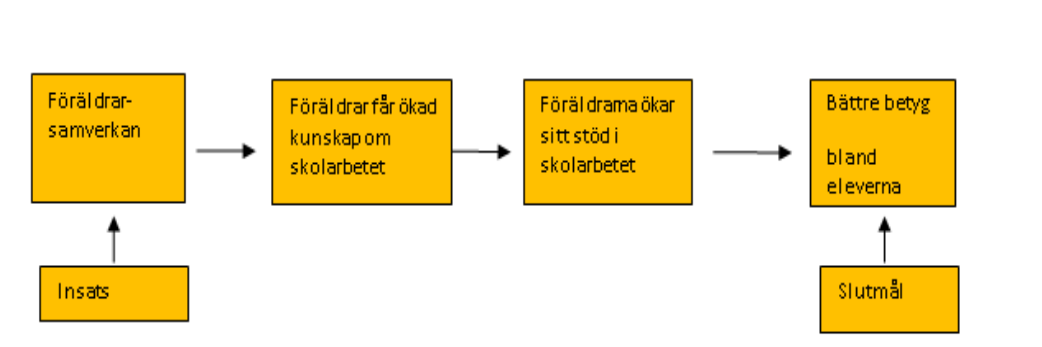
- Staten bör agera på ett sätt så att de stimulerar intresset för privata aktörer att investera, särskilt i tidiga faser (**Kunskapskriteriet**)
- Staten ska vidare också intervensera på sätt som är i enlighet med andra målsättningar som finns för statlig verksamhet (exempelvis miljö, jämlikhet, etnicitet och så vidare. Vi kallar det här för **Hållbarhetskriteriet** där hållbarhet både innefattar miljö och socialt ansvarstagande)

Programlogik

Programlogik har olika namn. Verksamhetslogik, interventionslogik, policyteori, programteori, förändringsteori är några exempel. Carol Weiss (Weiss 1998:58) kallar kombinationen av programteori och implementeringsteori för förändringsteori medan Funnel & Rogers (Funnel & Rogers 2011:31) kallar förändringsteori tillsammans med handlingsteori för programteori. Grundtanken är emellertid densamma. En förändringsteori, enligt Weiss språkbruk, är en beskrivning av hur en insats är tänkt att fungera. Den visar alltså hur avsedda förutsättningar, genomförande och resultat är tänkta att hänga samman. En förändringsteori uttrycks i regel med en bild men kan också uttryckas i text som illustrerar hur förutsättningar, genomförande och resultat är tänkta att hänga ihop.

Effektkedja

Arbetet med att ta fram en förändringsteori kan vara viktigt både inför en planerad insats och då man fastställer kunskapsintresset inför en utvärdering av effekter. Det centrala elementet i en förändringsteori är i regel en effektkedja. En effektkedja visar vilka deffekter (mediatorer) som en insats är tänkt att uppnå på väg mot det slutliga målet med insatsen (sluteffekt). Låt oss illustrera med ett fiktivt exempel från skolområdet:



Figur 2. En effektkedja.

Utgångspunkten och insatsen i denna kedja är att skolpersonalen tror att många föräldrar inte inser hur viktigt det är att föräldrar deltar i elevernas skolarbete, det vill säga en okunskap om skolan och dess roll. Genom diskussioner bland föräldrar och skolpersonal hoppas man att

föräldrarna genom en ökad kunskap om skolarbetet också stöttar sina barn i skolarbetet och att detta i sin tur sporrar eleverna till bättre prestationer i skolan.

Att en del av kedjan leder till nästa led i kedjan sker inte med automatik. Effektkedjan utgör endast en tankekonstruktion där vi försöker få klarhet i vad som möjligtvis skulle kunna hända i de olika leden i kedjan. Det vanliga i metodlitteratur eller i genomförda utvärderingar, där programlogik eller förändringsteori används, är att effektkedjans olika ”boxar” får utgöra förändringsteorin, det vill säga om en effekt inträffar, inträffar nästa effekt osv. Men en förändringsteori är en orsaksteori vilket innebär att man bör fundera över *varför* olika led i kedjan inträffar. Ett relevant begrepp i detta sammanhang är mekanismer, som också nämns i vårt uppdrag.

Mekanismer

Mekanismer är ett centralt element för att förklara varför en viss deffekt får en annan del i kedjan att inträffa. Det finns en mängd olika definitioner av begreppet mekanism.¹ Gemensamt för dessa definitioner är i regel att en mekanism är en process som förbinder orsak och effekt och som förklarar varför effekten uppkommer när orsaken föreligger. Sociologen Jon Elster (Elster 2007: 36) menar att mekanismer är den svarta lådan som ger upphov till relationen mellan orsak och effekt:

[...] the cogs and wheels that have brought the relationship [between policies and outcomes] into existence.

Enligt Andrew Sayer (Danemark m.fl. 2003:95) är en mekanism det som ”får något att hända”, som ”producerar”, ”genererar”, ”skapar”, ”bestämmer”, ”möjliggör”, eller ”leder till” en effekt. Inom samhällsvetenskaperna kan mekanismerna kopplas till individer och deras beteenden (Elster 1998:47). Den amerikanska utvärderingsforskaren Carol Weiss menar att vi måste söka mekanismer för att förstå hur offentliga insatser påverkar människors föreställningar och val. Annars kan vi inte förstå *varför* en insats leder till eller inte leder till vissa effekter. Weiss (Weiss 1997:46) menar att mekanismerna inte är någon del av själva insatsen, utan människors intryck av insatsen och omvandlingen av dessa till att respondera på ett visst vis:

The mechanism of change is not the program activities per se but the response that the activities generate. For example, in a contraceptive counselling program, if counselling is associated with reduction in pregnancy, the cause of change might seem to be the counselling. But the mechanism is not the counselling, that is the program activity, the program process. The mechanism might be the knowledge that participants gain from the counselling. Or it might be that the existence of the counselling program helps to overcome cultural taboos against family planning; it might trigger a shift in the power relations

¹ Exempelvis redovisar Peter Hedström och Petri Ylikoski nio olika definitioner, medan Brad Astbury och Frans Leeuw refererar till andra forskare som har funnit inte mindre än 24 olika definitioner. Se Hedström & Ylikoski 2010; Astbury & Leeuw 2010, s. 367.

between men and women. These or any of several other cognitive, affective, social responses could be the mechanisms leading to desired outcomes.

Inom sociologin finns en omfattande litteratur om så kallade sociala mekanismer. Robert Merton exempelvis (Schelling 1998:32 f) menar att en mekanism är en teori:

[...] a social mechanism is a plausible hypothesis, or set of plausible hypotheses, that could be the explanation of some social phenomena, the explanation being in terms of interactions between individuals, or individuals and some social aggregate.

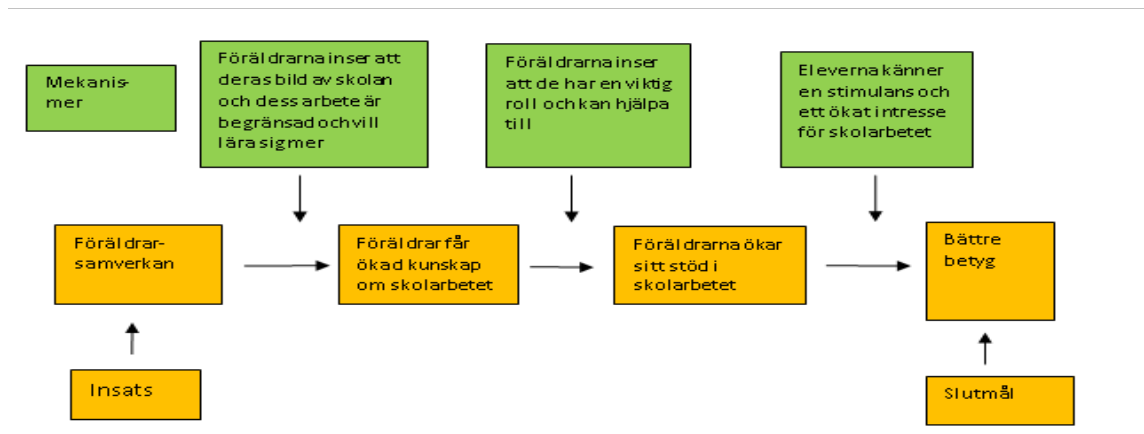
Merton använder en självuppfyllande profetia inom banksektorn som exempel på en kollektiv social mekanism. Ryktet om att en ekonomisk kris är förestående gör att vissa sparare börjar ta ut sina pengar. Det ger signaler till andra att göra samma sak, vilket i slutändan leder till en bankkris (Hedström & Swedberg 1998:17 ff.).

Enligt Ray Pawson (Pawson & Tilley 1997:58) är det viktigt att se mekanismer som delar i ett större socialt sammanhang. Han uttrycker detta så att "[...]causal outcomes follow from mechanisms acting in contexts". Olika kontexter ger individerna olika stora möjligheter att agera på ett vis som omformar de sociala mekanismerna. En insats som ger avsedd effekt i ett visst socialt sammanhang behöver således inte ge avsedd effekt i ett annat socialt sammanhang (Pawson 2006: 94):

The traditional "does it work" question transforms instantly into at least five different lines of inquiry: *what* is it about this kind of intervention that works, for *whom*, in what *circumstances*, in what *respects* and *why*?

Vi måste helt enkelt kunna beskriva kopplingen mellan orsak och effekt. Annars har vi inte klargjort *varför* orsaken leder till effekten (Elster 1983:25). Tar vi inte reda på dessa mekanismer, så förblir det kausala förhållandet ett mysterium menar Pawson och Tilley (Pawson & Tilley 1997:66). Det är inte själva övervakningskameran på en parkeringsplats som får presumtiva brottslingar att avstå från inbrott, enligt Pawson och Tilley. Det är vetskapen om övervakningskameran som gör att den presumtive brottslingen börjar fundera över sitt beteende och det är denna omvandling av intryck till respons som är mekanismen.

Om vi återgår till effektkedjan i skolexemplet ovan har vi försökt att komplettera denna kedja med tänkbara mekanismer:



Figur 3. Effektkedja med mekanismer

Olika insatser måste således stimulera och övergå till en insikt för att föräldrarna ska agera och stödja sina barn i skolarbetet. Det innebär inte att så alltid blir fallet, men insatsen kan ju bygga på egna tidigare erfarenheter eller vara ett resultat av forskningen. Det är genom den här typen av resonemang som vi ökar möjligheten att utmana, förbättra eller skapa teorier på ett område. En utvärdering kan då förhoppningsvis bli ett led i ett sådant teoribyggande.

Låt oss, efter dessa båda mer teoretiska avsnitt, gå över till att se skälen bakom den gröna fonden och holdingfondens tillkomst.

Varför en grön fond och en holdingfond?

Ett viktigt underlag för beslutet att inrätta dessa båda fonder är bland annat den förhandsbedömning som Tillväxtverket svarade för och som publicerades i februari 2015. En förhandsbedömning ska, enligt EU:s förordning 1303/2013, bland annat innehålla en analys av marknadsmisslyckanden, en bedömning av instrumentens mervärde, behov av ytterligare offentliga och privata medel, erfarenheter av tidigare liknande insatser etc. (Tillväxtverket 2015:19). Förhandsbedömningen är därmed en ex ante-analys och vår analys blir därför till vissa delar en ex ante-analys av denna ex ante-analys.

Fonder för riskkapital är inget nytt i Sverige, t.ex. har regionala riskkapitalfonder funnits sedan 2007. Under perioden 2007–2015 gjordes investeringar för sammanlagt ungefär 3,4 miljarder kronor, inklusive medfinansiering från privata aktörer (Tillväxtverket 2016:23). Den förhandsbedömning som Tillväxtverket ansvarat för, bygger till stora delar på underlagsrapporter från Ramböll Management Consulting 2015. I mars 2016 presenterade Ramböll Management Consulting en slututvärdering om de regionala riskkapitalfonderna, det vill säga efter förhandsbedömningen. Vi återger nedan den problembild som görs i förhandsbedömningen kompletterat med resultat från Rambölls slututvärdering.

Förhandsbedömningen

Att små och medelstora företag är en viktig del av näringslivet kan vi utläsa av statistiken. Mikroföretagen, 0–9 anställda, utgör cirka 96 procent av alla företag i Sverige. Läger man till

företag med 10–49 anställda, blir andelen mer än 99 procent. Mikro- och småföretagen står för tillsammans för cirka 65 procent av förädlingsvärde, omsättning och antal anställda i näringslivet i Sverige. (Tillväxtverket 2015:27). Hur viktigt är då riskkapital för dessa företag?

Enligt förhandsbedömningen är inte riskkapital det stora problemet för företag i gemen. Hinder för företagens möjligheter att växa är tillgången till infrastruktur, kompetent arbetskraft, lagar och myndighetsregler samt skatteregler etc. Nu är riskkapital inte aktuellt för alla små och medelstora företag eftersom riskkapital riktar sig mot nya verksamheter och investeringar i relativt tidiga skeden, med hög tillväxtpotential och förväntad hög avkastning. Utöver kapital är investeraren aktiv i företaget och tillför icke-finansiella värden exempelvis professionalisering av styrelsearbetet, rekrytering av ny kompetent personal och kontakter med andra externa tänkbara investerare. Venture capital riktar sig till framförallt till innovativa företag där risken i samband med produkten eller marknadsefterfrågan är hög. Enligt förhandsbedömningen beräknas att endast cirka en procent av alla nya företag i Sverige har tagit in venture capital (Tillväxtverket 2015:30,34).

I förhandsbedömningen åberopas statistik som visar att investerade belopp har minskat med mer än hälften sedan år 2008 och minskat fyra år i följd. Antalet företag som tar del av venture capital har inte minskat i samma takt vilket tolkas som att genomsnittsinvesteringarna minskat i storlek. Minskningen är störst i startfas, men även i sådd- och expansionsfas har aktiviteten minskat. Möjligheten att få banklån har också minskat sedan finanskrisen 2008 (Tillväxtverket 2015:32,34 f).² IT/Telekom är den bransch som minskat minst, medan Energi/miljöteknik och Cleantech har minskat med 48 respektive 80 procent.

Enligt Tillväxtverket finns det ett flertal orsaker till den nedåtgående trenden för venture capital-investeringar som är viktiga att ta hänsyn till i utformningen av satsningar under programperioden 2014–2020 (Tillväxtverket 2015:40):

- venture capital-fonder har uppvisat en låg genomsnittlig avkastning
- venture capital dras till regioner med hög tillväxt generellt sett
- exitmarknader har krympt
- sektorsspecifika problem, exempelvis är Energi/miljöteknik och Cleantech sektorer som förknippas med höga risker kopplade till teknologi, marknadsefterfrågan och utformningen av politik och regleringar
- långa investeringshorisonter, venture capital-fonder sätts ofta upp i ett tioårigt perspektiv, medan tidsperioden från initial investering till försäljning i många branscher, till exempel Energi/miljöteknik och Cleantech samt Life Sciences, är betydligt längre

² Man bedömer dock att behovet av marknadskompletterande lånefinansiering för små och medelstora företag täcks av Almi Företagspartner, s. 38.

- stora investerare har övergett venture capital-segmentet. Institutionella investerare placerar i liten utsträckning kapital i venture capital-fonder i Sverige på grund av historiskt låg avkastning.

Att avgöra det verkliga kapitalbehovet kan emellertid vara svårt eftersom efterfrågan bygger på vad företagen själva upplever att de behöver. Svårigheten att få finansiering kan ju bero på att risken är hög eller att företaget bedöms ha små överlevnadsmöjligheter. Det råder dock stor enighet om, enligt förhandsbedömningen, att företag i tidiga skeden har svårt att finna venture capital. Frågan är emellertid i vilka skeden ”gapet” finns. Enligt vissa befinner sig den så kallade ”dödens dal” i intervallet 0,5–2 miljoner kronor (sådd), medan andra menar att det är i intervallet 5–50 miljoner kronor (expansion) som de verkliga problemen uppstår. Inom energitekniksektorn anses det finnas särskilda inträdesbarriärer (Tillväxtverket 2015:45 f):

- större kapitalbehov på grund av längre kommersialiseringsprocess,
- svåranalyserade bolag avseende teknisk verifiering eller kundnytta,
- bristande branschkompetens hos investerare samt svårighet att bedöma risken för förändringar i styrmedelsbaserad efterfrågan,
- den traditionella modellen för privata VC-investeringar innebär en investeringshorisont på 3–7 år, denna horisont stämmer dåligt överens med energitekniksektorn där kommersialiseringsprocessen kan ta dubbelt så lång tid.

Det finansiella gapet för riskkapital, inklusive privat kapital, uppskattas i förhandsbedömningen till 930 miljoner per år, det vill säga skillnaden mellan gjorda investeringar 2013 och genomsnittet för åren 2007 och 2013 och motsvarande för cleantech-sektorn 259 miljoner per år, genomsnittet för åren 2007–2012(Tillväxtverket 2015:49)

Rambölls slututvärdering av de regionala venture capital-fonderna (Tillväxtverket 2016:93,112 f) visar att satsningen skapar incitament för privata investerare att investera eftersom den finansiella risken delas. Ramböll antar därför att de privata investerarna inte skulle ha investerat i samma utsträckning utan de offentliga fonderna. I en enkät till privata investerare (svarsfrekvens 30 %) menar majoriteten (54 procent) att de inte skulle ha investerat alls utan saminvestering eller med ett mindre belopp. 39 procent anger att de skulle ha investerat ungefär samma belopp ändå och åtta procent att de skulle ha investerat mer om fonden inte funnits. Rambölls slutsats är att fonderna har haft en positiv påverkan på de privata investeringarna och att de, utifrån den efterfråga som funnits på fonderna, behövs.

I en enkät till till portföljföretagen i Rambölls utvärdering (Tillväxtverket 2016:42f, 70 f, 111 f) (svarsfrekvens 55 %) var externt riskkapital förstahandsvalet för häften, medan det för en knapp femtedel visserligen fanns andra finansieringskällor, men med sämre villkor, och för ungefär en tredjedel fanns ingen annan finansieringskälla tillgänglig. Framför allt har investeringen ökat möjligheter till annan extern finansiering. När det gäller andra värden än de rent finansiella, anser

respondenterna att kunskapen om och inställningen till riskkapital ökat, främst gällande företag i glesbygdsregioner.

I förhandsbedömningen menar Tillväxtverket (Tillväxtverket 2015:76) också att Almi Invest, trots låg avkastning i VC-fonder, lyckats attrahera privat kapital för saminvesteringar. Forskning visar också att företag som finansierats med venture capital växer snabbare, har bättre finansiellt resultat och kommer ut snabbare på marknaden. och blir ett professionellt företag. På samhällsnivå kan venture capital-investeringar bidra till strukturomvandling, ökad sysselsättning och ekonomisk tillväxt (Tillväxtverket 2016:54).

Företagens intresse för de regionala venture capital-fondernas erbjudanden har, sammanfattningsvis, visat sig vara stort, den tillämpade saminvesteringsmodellen har bidragit till att mobilisera privat kapital, inte minst från privatpersoner/affärsänglar, och det har funnits en stor efterfrågan på kapital (Tillväxtverket 2015:50).

Utifrån goda erfarenheter med de regionala riskkapitalfonderna, finns det, enligt förhandsbedömningen, skäl att satsa på en grön fond och en holdingfond.

En rätt utformad grön fond, enligt förhandsbedömningen, (Tillväxtverket 2015:83) skapar:

- Kunskap: Kompetens tillförs bolagen genom att fonden drivs av aktörer med verifierad sektor- och VC-kompetens. Aktivt stöd och arbete med bolagens utveckling är en viktig komponent i fondens värdeerbjudande.
- Kapital: Genom tillförsel av offentligt kapital sker riskdelning och fonden kan ha längre investeringsperiod och förvaltningsfas än traditionella riskkapitalfonder.

En fond-i-fond, som inte finns i Sverige till skillnad mot andra EU-länder, syftar till att stimulera uppstart av nya privata venture capital-fonder vilka bidrar till att öka dynamiken och mångfalden av privat venture-capital. För att på sikt öka och stärka kunskapen om riskkapitalfonder måste emellertid fonderna vara aktiva i företagsutvecklingen (Tillväxtverket 2015:53, 55).

De regionala saminvesteringsfondernas främsta bidrag, enligt Rambölls enkät till portföljföretagen, är "Hjälp med relevanta kontakter och nätverk till externa aktörer" samt "Bollplank för idéer/mentorskap" medan de privata medinvesterarna klassas högst inom "Bollplank för idéer/mentorskap". Lägst nytta bedömdes föreligga inom "Direkt management och operativt arbete i portföljföretaget" för fonden respektive "Framtagande av formella system och strukturer för att utveckla management i företaget" för de privata medinvesterarna (Tillväxtverket 2016:69).

En rätt utformad holdingfond, enligt förhandsbedömningen, (Tillväxtverket 2015:87) skapar:

- Kunskap: Kompetens tillförs bolagen genom att fonden drivs av aktörer med verifierad sektor- och VC-kompetens. Aktivt stöd och arbete med bolagens utveckling är en viktig komponent i fondens värdeerbjudande.

- Kapital: Genom att satsningen innebär att saminvesteringen mellan privat och offentligt sker på fondnivå så kommer underfonden hanteras som privat fond, vilket bland annat innebär att beslut om investeringar fattas av personer som själva investerat i fonden och att detta även ansluter till internationell praxis. I denna satsning finns goda förutsättningar för en hävstång på väsentligt mer än 1.

Samtidigt framförs i förhandsbedömningen att en medfinansiering från offentligt håll inte är tillräckligt för en privat investerare. Faktorer som att satsningen genomförs professionellt, är långsiktig och organiserat utifrån gällande branschpraxis är viktiga liksom erfarenhet och kunskap. Enligt flera forskare, som förhandsbedömningen hänvisar till, har förvaltarteams kunskap och erfarenhet stor påverkan på lönsamheten. Ett venture capital-team som överträffat branschgenomsnittet med en fond förväntas även göra detta med nästa. Investeringarna bör vidare, enligt den forskning som förhandsbedömningen refererar till, inte heller styras mot på förhand definierade faser, branscher eller regioner (Tillväxtverket 2015:59f).

När det gäller fond-i-fond finns en risk att nya VC-team inte kommer att kunna prestera på samma sätt som mer erfarna och etablerade team. En sådan risk skulle undanröjas om man exempelvis låter erfaren expertis ingå i de utvalda teamen (Tillväxtverket 2015:77).

Analys

Utifrån de dokument som vi tagit del av och de intervjuer som genomförts ger vi nu vår bild. Målen för båda fonderna är väldigt övergripande, det vill säga fler VC-aktörer och minskade CO₂ utsläpp (begreppet klimatgaser, som används ibland, är dock bredare än bara koldioxid). Målen skulle vara uppnådda bara genom att *en* ny VC-aktör kom in på marknaden och att *ett* företag bidrog till en minskning av koldioxidutsläppen. Politiska mål har en tendens att vara inriktningsmål snarare än precisa mål. Inom miljöområdet finns dock ett antal mer precisa klimatmål. Att man är oprecis behöver inte alltid vara en nackdel om man exempelvis beslutar om insatser på nytt område och är osäker på utfallet eller vet att ett bestämt mått på en indikator gör att man arbetar mindre på andra områden.

Övergripande mål medför att preciseringen måste göras längre ned i kedjan. I det här fallet är det Tillväxtverket tillsammans med Almi Invest och EIF som målsättningarna måste preciseras. Det är först nu som diskussionen om målsättningarna och programlogiken har startat, vilket kan tyckas sent eftersom beslutet om fonderna togs för ett par år sedan. Investeringarna har emellertid ännu inte påbörjats.

Den mer generella frågan, när man väl kommer till ett bokslut, är vilket resultatet som har uppnåtts. Vilken eller vilka resultatvariabler ska då redovisas? Är det hur mycket koldioxidutsläppen minskat, hur lönsamma investeringarna varit, sysselsättningsökningen, antalet satsningar på ny teknik? Faran är ju att det kan uppstå en målkonflikt om aktörerna prioriterar olika objekt eller om valet står mellan exempelvis en säkrare investering med en mindre reduktion av koldioxidutsläppen och en mer osäker investering men en större förväntad reduktion av koldioxidutsläppen. Är målsättningen för holdingfonden endast att öka *antalet* VC-aktörer i syfte att öka dynamiken och mångfalden av privat venture-capital, även om investeringar sker inom områden där det redan finns gott om andra investerare? En möjlig risk är att de medel som nu finns tillgängliga ”måste” investeras, eftersom ett nytt beslut på EU-nivå tar tid och att ”planen” under beslutat programperiod ”ska hållas”. Tillväxtverket m.fl. måste alltså förhålla sig till fattade politiska beslut och har förmodligen därför små möjligheter att ta självständiga beslut om ändrad färdriktning.

Den gröna fonden

Hur de aktörer som förvaltar och är operativt ansvariga för fonderna tolkar och värderar fondernas målsättningar är naturligtvis viktigt för det framtida utfallet. För exempelvis Energimyndigheten är tekniken i sig, vid sidan av koldioxidekvivalenter, en viktig parameter. Hur nytänkande är tekniken och vad kan den innebära för Sverige? Hur viktigt är det att företagsidén kommer att leda till ytterligare sysselsättning och/eller teknikutveckling i Sverige? Dessa parametrar upplevs som mer centrala av Energimyndigheten än faktisk lönsamhet eller att det unika bolaget når stor framgång.

När det gäller teknikhöjden konstaterar Energimyndigheten att vågteknik och vindkraftverk till havs är vad som kan betraktas som ny teknik, medan solcellsparker, digitalisering och ruttoptimering är exempel på teknik där det redan finns stor kunskap och många investeringar.

Konsumentledet och digitalisering drar idag till sig en stor del av uppmärksamheten och också investeringar. I de senare fallen finns antingen en risk att en statlig intervention konkurrerar med privat marknad eller att de helt enkelt inte hittar en tillräckligt ny teknik för att lyckas. För *Almi Invest* kan vi konstatera att det utifrån det material vi har till förfogande snarare verkar mest väsentligt att det enskilda bolaget lyckas och att det inte är en primär parameter om företaget stannar i Sverige, eller att tekniken bidrar till utveckling i andra bolag.

En fråga att hantera för gröna fonden är var gränserna går. Vår uppfattning är, efter samtal med *Almi Invest*, att de kommer att ha en "testperiod" för att se var gränserna går. Det finns dels rena teknikbolag, dels kopplingar till IKT-bolag. Generellt är investeringshorisonten kortare i IKT, men det finns också betydligt fler alternativa investerare för IKT-bolag. Frågan är då om en statlig direktinvestering är lika befogad inom denna sektor, går det att hävda en additionalitet? Till detta kommer att investeringar i IKT generellt är mer svårskyddade, då de i allmänhet inte omfattas av patent.

Enligt Tillväxtverket kan investeringarna antingen riktas mot IKT eller direkt mot mer kapitalintensiv grön teknik. Samtidigt ska det tematiska målet, koldioxidsnål ekonomi, finnas där.

Det finns frågor kring utvärderingstiden, men också kring programtiden. När det gäller utvärderingen så är frågan när det kan utvärderas och om denna utvärdering hamnar sent. Är den då fortfarande giltig. När det gäller programtiden så finns en fråga om att det kan vara svårt att sätta upp fonden och sedan hinna investera i så god tid att företagen kan ge utdelning innan programtiden är över och exit kan genomföras.

När fondens VD beskriver fondens arbete har fonden valt att inrikta sig på affärsidé, teamet, skalbarheten och i sista hand att investeringen är klimatgasreducerande. Den geografiska dimensionen är helt ointressant, vilket är i enlighet med alla involverade organisationers uppfattning. Den egna utsagda ambitionen är att hitta ett företag som kan bli världsledande inom segmentet. En utmaning är dock att hitta rätt saminvestorare. För att nå detta måste fonden hitta rätt sätt att kommunicera med marknaden.

Vi ser inte att gröna fonden löper särskilt stor risk att konkurrera ut existerande finansiering inom området för grön teknik. Det finns ett begränsat kapital tillgängligt inom området. Vi ser på samma sätt inte att det finns någon anledning att tro att vissa aktörer kommer att gynnas framför andra. Väljer fonden att gå in på IKT-investeringar finns något större anledning att ifrågasätta interventionen. Generellt finns mycket riskkapital inom IKT, vilket minskar sannolikheten för att statlig intervention negativt riskerar att konkurrera ut annan finansiering.

Däremot kan frågan ställas om det är motiverat att staten går in i en marknad där det redan idag finns ett tämligen rikligt utbud av privat riskkapital, även formellt riskkapital. Vi ser helt enkelt att även om staten har en större chans att få tillbaka det satsade kapitalet, så är det tveksamt om statens investering kommer att påverka den övergripande finansieringssituationen. Annorlunda uttryckt: sannolikheten för additionalitet bedöms liten. Vi noterar också att det inte finns några större ambitioner att sprida kunskap till andra inom området. Ej heller finns mer än något perifera

ambitioner till att hantera frågan om hållbarhet. Vi noterar att klimatmålet kommer först på fjärde plats i rangordningen av prioriteringar för investering.

Med andra ord finns två tänkbara utfall avseende Gröna fonden. Behåller fonden en tydlig ambition att hålla sig nära grön teknik, gärna med hög teknikhöjd, så kan vi se att det kan komma en påverkan inom området som är positiv. Kommer däremot investeringarna mer att hamna inom IKT-området som allmänna investeringar, så ställer vi oss frågan om initiativet uppnår vare sig påverkanskriteriet, kunskapskriteriet eller hållbarhetskriteriet.

Holdingfonden

Holdingfonden har sitt ursprung i ERUF:s Insatsområde 3, där även de regionala fonderna hör hemma. Detta mål har till uppgift att öka konkurrenskraften hos små- och medelstora företag. När de svenska regionalfondsprogrammen utarbetades för den förra perioden (2007–2013) valde Sverige av olika skäl att inte satsa på en fond-i-fond lösning. Istället valde Sverige att utveckla regionala riskkapitalsatsningar. Detta skapade nya konstellationer med framför allt regionala affärsänglar.

Enligt Tillväxtverket är fond-i-fond uppdraget brett. Fonden ska kunna saminvestera med affärsänglar, regionala riskkapitalbolag eller stora, internationella, riskkapitalbolag. Fonderna kan också välja fritt mellan olika typer av investeringar. Eftersom det är ett indirekt investeringsförfarande har Tillväxtverket inte haft särskilt mycket synpunkter på hur investeringarna ska se ut.

Europeiska Investeringsfonden (EIF) har under många år ansett att Sverige borde satsa på ett fond-i-fondkoncept. EIF har under många år haft fond-i-fondsatsningar runt om i Europa. Här har Sverige tidigare sagt nej, men har nu beslutat att pröva den indirekta investeringsformen. Det bygger till stor del på att EIF använder sitt sedan tidigare formulerade koncept. Huvudsyftet har hela tiden varit att få fram nya investeringsteam som har ett större intresse för tidiga faser än de etablerade riskkapitalbolagen har haft.

EIF får sin finansiering från kommissionen, från EIB (banken) och från medlemsstaterna. Fonden arbetar mot vinstkrav. EIF anges vara en hybrid mellan privat och statligt. Minst 85 % av kapitalet i den svenska fond-i-fond satsningen ska riktas mot Sverige. EIF arbetar normalt med att välja ut de bästa fondförvaltarna inom en viss region. I fallet Sverige fanns ambitionen att hitta nya team, som skulle kunna komplettera marknaden. Denna ambition lades till av Tillväxtverket. Detta skapade vissa problem då vissa inom EIF gärna skulle ha sett mer erfarna investerare, eftersom detta är ett av nyckelkriterierna för att välja ut nya team. EIF anser sig vara bland den bästa kvartilen av investerare i Europa på att välja ut fondförvaltare och väljer bort de som inte platsar i mallen. I fallet Sverige valdes 3 av 18 sökande team ut. Dessa tre är alla aktiva inom ICT i Stockholm. Av de sökande teamen var 16 inom ICT och 2 inom life science. Teamen består av personer som har olika koppling till finansiering eller teknik, men har inga som är erfarna riskkapitalister.

Huvudsyftet med satsningen kan beskrivas dels som att skapa nya investeringsteam, dels att i ett bredare perspektiv testa den indirekta investeringsmodellen på den svenska marknaden. När det gäller de nya investeringsteamerna är dessa tänkta att ersätta det formella riskkapital som anses ha minskat kraftigt de senaste åren. Avseende att testa den indirekta investeringsmodellen är samarbetet med EIF en form, där Sverige har en begränsad påverkan, medan Saminvest kommer att bli ett svenskt alternativ där Sverige kan ha en större påverkan.

Givet att verksamheten kommer att riktas mot ICT i storstadsregionerna så kan vi konstatera att påverkan blir relativt liten på denna marknad. Det är relativt lätt att konstatera att det i dagsläget inte finns någon anledning att se en statlig satsning på riskkapital inom denna marknad. Även om nu staten använder sig av en ny form av investeringar här, så finner vi det tveksamt om statligt kapital behövs för att stödja riskkapital inom detta område. En fördel är precis som är fallet i gröna fonden att det finns goda möjligheter till avkastning, men detta kan knappast vara en del i det statliga åtaganden eller ett bärande motiv för satsningen. Vi noterar även att Tillväxtverket har valt att satsa på nya investeringsteam. Det är onekligen en relativt intressant, men också relativt riskabel ansats. EIF har centralt haft viss tveksamhet till denna ansats då de i praktiken menar att erfarenhet av riskkapitalinvesteringar är en viktig prognostikator av framtida framgångar inom området. Vi tror att det är ett rimligt antagande.

Vi ser en relativt stor potential för misslyckande för ett nytt investeringsteam som mestadels inte satsar eget kapital i projektet. I bästa fall kommer ett eller flera investeringsteam att lyckas, men frågan är vad dessa kommer att bidra med på lång sikt. Vad är det säger att inte även dessa kommer att gå mot senare faser? Vi noterar också att de investeringsteam som nu bildas med stor sannolikhet inte hade kunnat starta sin verksamhet i denna skala utan statligt stöd. Detta skär sig något mot flera av de andra kriterierna.

[Ett vidare perspektiv på statlig intervention på riskkapitalmarknaden](#)

Vi ser idag fyra primära statliga initiativ på riskkapitalmarknaden. Två hanterar indirekta investeringar, Fond-i-fondsatsningen via EIF och Saminvest. Två hanterar direkta investeringar, regionala fonder och gröna fonden. Vår analys är att Fond-i-fondsatsningen via EIF är ett intressant försök att skapa nya investeringsteam, men som skapar vissa frågetecken om vad som är den långsiktiga strategin. Saminvest, som vi inte analyserar här vidare, har större möjligheter att skapa en nationell inverkan, men den är mycket beroende på de kontakter som kan skapas till privat riskkapital.

Avseende direktinvesteringar konstaterar vi att de regionala fonderna borde ha störst möjligheter att saminvestera med affärsänglar i tidiga skeden, vilket vi som tidigare har konstaterat är väsentligt. När det gäller gröna fonden så är vår bedömning helt beroende på inriktning. Håller fonden fast vid grön spetsteknologi ser vi ett tydligt värde, även om utmaningen är att hitta såväl portföljföretag som saminvestera partners. Vänder sig däremot fonden till ICT-marknaden, ser vi i princip inget av det additiva värde vi kan förvänta oss av en statlig intervention på riskkapitalmarknaden.

Fonderna ur ett förändringsteoretiskt och ett kunskapsperspektiv

Vi har i Tillväxtverkets förhandsanalys ovan beskrivit argumenten bakom införandet av en grön fond och en holdingfond. Men hur ser förändringsteorin och mekanismerna ut? I det Nationella regionalfondsprogrammet (tillväxtverket 2014:94) betonas särskilt teoridrivna utvärdering och att ”Programperioden 2014–2020 ska präglas av en medveten satsning på en utvärderingsansats och lärsystem som säkrar återföring av erfarenheter från projekten och kunskapsbildning från programgenomförandet.”

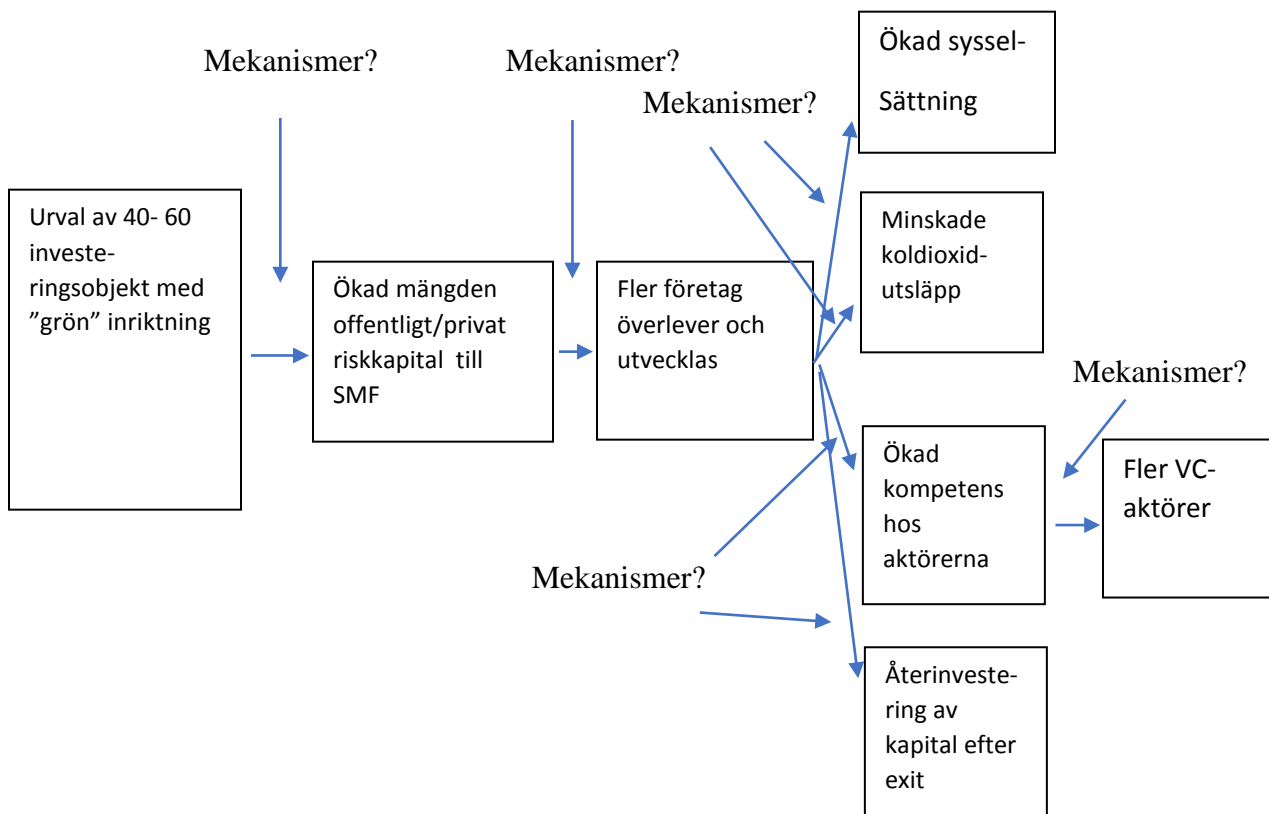
I den tidigare satsningen på regionala riskkapitalfonder hade insatslogiken dubbla spår. Det ena spåret innebar att företagen genom kapitaltillskott utvecklades och växte, fonderna skulle sälja sina ägarandelar som sedan återinvesterades. På sikt skapades fler företag och nya arbetstillfällen. Det andra spåret innebar en långsiktigt förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur. Ökad kunskap om riskkapital, aktörer och samspel ger en mognare marknad där behovet av statliga insatser blir allt mindre, vilket ökade efterfrågan på riskkapital som i sin tur innebar att nya privata aktörer investerade.

Vissa problem fanns dock inledningsvis, enligt Rambölls utvärdering, inför satsningen på de regionala riskkapitalfonderna vilket de menar fortfarande kvarstår.³ Ett sådant problem var vilka mål som skulle uppnås och hur dessa skulle prioriteras. Vilken avkastning fonderna skulle generera var inte heller uppenbart eftersom det inte fanns några avkastningskrav från vare sig från EU-kommissionen eller Tillväxtverket. Hur skulle prioriteringen se ut mellan de mer strukturbyggande insatserna och rollen som aktiv investerare? Enligt Ramböll fokuserade första årets utvärdering på att försöka få en samsyn kring vilka resultat som skulle uppnås och hur förändringsteorin skulle se ut för att nå dessa resultat (Tillväxtverket 2016).

Förändring

Hur ser då programlogiken ut för de båda fondsatsningarna? I figur 4 nedan har vi gjort en tänkt programlogik för den gröna fonden.

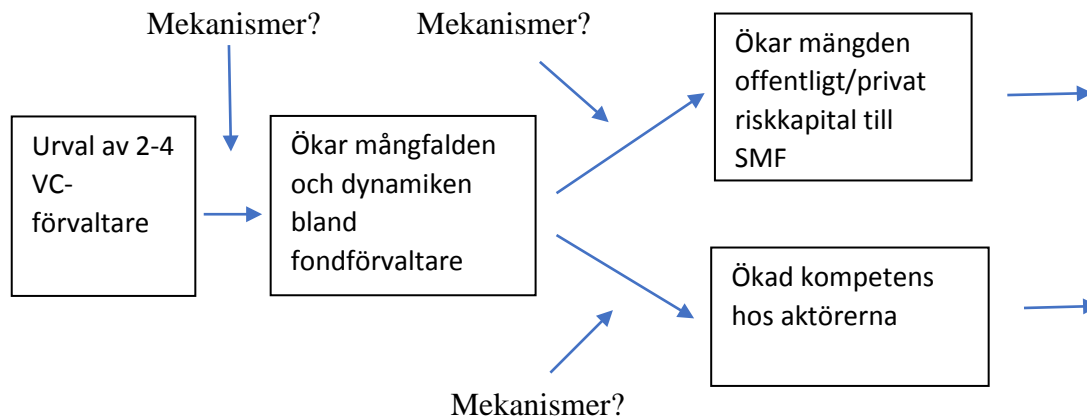
³ Även Tillväxtanalys har utvärderat insatsen. Se rapporterna: Tillväxtanalys (2010). *Staten och riskkapitalet*; (Tillväxtanalys (2011). *Kompetent kapital? – Tre länder, tre försök*; Tillväxtanalys (2013). *Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer*; Tillväxtanalys (2016). *Effekter och erfarenheter* samt Lithander 2016, ”Erfarenheter från en policyinsats – regionala saminvesteringsfonder”, i Tillväxtanalys. *Perspektiv på kapitalförsörjning*.



Figur 4. En programlogik för den gröna fonden

Tillväxtverket tänker sig att kapital investeras i lämpliga företag i tidiga skeden genom riskdelning och långa investeringsperioder. Överlevnaden ökar bland företagen, fler innovationer skapas och klimatutsläppen reduceras. Man säger också att en rätt utformad grön fond skapar kunskap genom att kompetens tillförs företagen vilket förutsätter att ett aktivt stöd och arbete med företagen. Hur en sådan strategi ser ut framgår emellertid inte. I förhandsbedömningen (Tillväxtverket 2015:75) har man sett som en risk, utifrån gjorda erfarenheter, att investeringar i såddfas kräver mer arbete i portföljföretagen och att fondernas låga förvaltningskostnader kan vara ett hinder för att kunna bistå företagen i den omfattning som krävs. Vår uppfattning, efter samtal med Almi Invest, är att det inte verkar finnas särskilt stort utrymme för denna del av satsningen framöver. Det innebär inte att en sådan kunskap inte alls kommer till stånd, det har vi sett i Rambölls slututvärdering. Men på vilket sätt det påverkar eller hur viktigt det skulle vara i en riskkapitalsatsning, vid sidan av det finansiella instrumentet, vet vi inte.

När det gäller *holdingfonden* ser programlogiken ut enligt följande:



Figur 5, Programlogik för holdingfonden

Syftet med holdingfonden är att öka antalet VC-förvaltare vilket förväntas öka dynamiken och mångfalden. Även här antas att företagen, förutom kapital i tidiga skeden och riskfördelning, tillförs kompetens under förutsättning att ett aktivt stöd och arbete med företagen sker. Inte heller här ser vi något resonemang om hur en sådan aktiv strategi skulle kunna se ut. Modellen skulle naturligtvis kunna förlängas i likhet med modellen för den gröna fonden men det primära syftet är i första hand att öka antalet VC-förvaltare.

Man kan naturligtvis ställa sig frågan hur väl utvecklad strategi eller programlogik man behöver när tidigare erfarenheter av exempelvis de regionala riskkapitalfonderna verkar ha fungerat väl. Även andra analyser som genomförts av riskkapitalfonder visar överlag på positiva resultat. Exempelvis visar studier gjorda i USA (Tingvall, Engberg & Halvarson 2017:78) på att företag som med VC-investeringar uppvisar en högre produktivitet än de som inte erhållit denna typ av investeringar. En belgisk studie visade att produktiviteten utvecklades olika beroende på om de VC-investeringarna var privata eller statliga. Företag med privat VC-investering ökade sin produktivitet medan de med statlig VC-investering minskade sin produktivitet. Sammantaget menar man att VC-investeringar har en positiv effekt även om effekten på sysselsättning inte alltid kan påvisas.

Flera studier pekar också på (Tingvall, Enberg & Halvarson 2017:76,93) att i de fall staten ska investera bör detta ske i tidiga faser eftersom man menar att det är i tidiga faser som det förekommer underfinansiering, det vill säga marknadsmisslyckanden. Att satsningen på riskkapital generellt sett kommer att ge positiva effekter verkar det således finnas ett stöd för i forskningen eller i utvärderingarna. Det hindrar inte att det finns en hel del att fundera på i satsningen på riskkapital. I Rambölls slututvärdering (Tillväxtverket 2016:44) drar man bland annat följande lärdomar. Externt riskkapital är ett smalt instrument och passar endast ett fåtal

företag och en pusselbit i riskfinansieringssystemet och problemet för företagen att finna riskkapital beror delvis på förståelse för och attityder till riskkapital.

Frågan om det är ett utbudsproblem eller ett efterfrågeproblem diskuteras exempelvis av Hans Landström (Landström 2017:22,27). Han menar, med hänvisning till forskning, att det inte alltid är det finansiella gapet som är problemet, som alltid framhålls, utan ett kunskapsgap där företagarna antingen inte har kunskap om de finansiella möjligheterna eller vet hur man ska förhålla sig till dem. Det finansiella gapet bygger dessutom subjektiva uppskattningar av företagarna själva och att alltid kommer att finnas ett subjektivt finansieringsgap. Han menar även, utifrån gjorda studier, att lärande och erfarenhetsutbyte är centrala faktorer för lyckade investeringar.

Diskussionen borde därför breddas till att gälla resursfrågor eftersom olika resurser kan komplettera och kompensera varandra. Sociala resurser i form av personliga nätverk kan kompensera för behovet av kapital och personliga resurser i form av kunskaper och erfarenheter påverkar de finansiella lösningarna i ett företag (Landström 2017:127). Den slutsats som Landström drar för att statliga interventioner ska få en påverkan på utvecklingen är att man måste förstå hur företagarna tänker och beter sig i det finansiella beslutsfattandet (Landström 2017:138 ff). Vi måste enligt filosofen John Mackie terminologi (Mackie 1965:245) ta reda på vilka INUS-villkor (*Insufficient but Necessary part of a complex of conditions which is Unnecessary but Sufficient*) som måste finnas för att exempelvis företagare ska söka riskkapital. Det innebär inte att alla företagare tänker på lika sätt, utan heterogeniteten medför, som Ray Pawson pekat på ovan, att ta reda på vad som fungerar för vem, under vilka omständigheter och varför.

Det finns en hel del teorier, enligt Landström, om hur beslutsprocesserna kan se ut hos företagare. Han nämner bland annat två olika processer, den mål-rationella och den medel-rationella. I den mål-rationella processen utgår man ifrån att företagaren har ganska tydliga mål och försöker skaffa de medel som behövs. Processen antas förutsätta en god analytisk förmåga och kräver mycket tid för att få en god bild av marknadsläge etc. I den medel-rationella processen utgår företagaren ifrån de resurser som finns tillgängliga i form av kapital, kunskaper och nätverk och mål byggs upp över tid. Kunskap och lärande är centralt i den medel-rationella processen, faktorer som varit viktiga i de interventioner som varit mest lyckade. Dessa faktorer har visserligen betonats i förhandsbedömningen ovan, men någon mer utarbetad strategi för hur detta praktiskt ska gå till kan vi inte se. Det innebär emellertid inte att denna del av satsningen inte kommer att uppfyllas.

Utvärdering

Vad innebär detta mer konkret för framtida utvärdering? Vi har ovan nämnt att programperioden 2014–2020, enligt EU, ska präglas av en medveten satsning på en utvärderingsansats och lärsystem som säkrar återföring av erfarenheter från projekten och kunskapsbildning (Tillväxtverket 2014:94). Men hur får vi denna kunskap? I förhandsbedömningen (Tillväxtverket 2015:42) sägs att utvärderingsansatsen är en löpande projektutvärdering av de finansiella instrumenten.

I en studie av hur omsättningstillväxten och överlevnadssannolikheten påverkas av företagens internt uppbyggda kapital (Daunfeldt, Grek, Hartwig & Rudholm 2017:44 ff) kom man fram till slutsatsen att valet mellan internt och externt kapital inte spelade någon roll, givet den initiala uppbyggnaden av internt kapital i företagen. I studien ställs då frågan om det finns andra variabler som skulle kunna vara korrelerade med uppbyggnaden av internt kapital och de studerade utfallsvariablerna, som exempelvis regelkrångel och kompetensbrist. I studien konstateras att förklaringsgraden i de modeller som använts, i likhet med tidigare studier, är låg. Företagstillväxten kan antingen vara slumpmässig eller förklaras av variabler som är utelämnade. Man menar att man borde studera vilka mekanismer som de facto påverkar skillnader i långsiktigt hållbar tillväxt. På vilket sätt påverkar branschtillhörighet, risktagande, entreprenörens bakgrund och tidigare erfarenheter skillnader i hållbar tillväxt?

Vad är det för indikatorer man använder för att se om de gjorda satsningarna är lyckosamma? I det nationella regionalfondsprogrammet (Tillväxtverket 2014:65,65 ff) och i Tillväxtverkets förhandsbedömning (Tillväxtverket 2015:90 f) är indikatorerna bara kvantitativa för såväl holdingfonden som för den gröna fonden. Det handlar om förändrad omsättning, investeringsvolym i riskkapital, investering i privat riskkapital, privat investeringar som matchar offentligt stöd till företag, antal företag som får stöd och antal företag som får annat ekonomiskt stöd än bidrag. Ger uppfyllandet av dessa indikatorer automatiskt ett önskat slutresultat? Vi ser inte heller i avropsförfrågan avseende löpande utvärdering av gröna fonden att vald utvärderare ska utvärdera andra frågor än dessa indikatorer (Tillväxtverket 2017).

”Löpande utvärdering” ger, som vi ser det, fel klang på vad en utvärdering borde stå för. En utvärdering, som i grunden bör vara en noggrann (vilket prefixet ”ut” i utvärdering betyder) bedömning eller värdering och som ska vara användbar kan sällan ske löpande utan kräver en ganska omfattande insats. Att en insats ska värderas eller bedömas innebär att den ska jämföras mot något kriterium. De effekter som förhoppningsvis satsningen ger måste rimligtvis jämföras med kostnaden för alternativa insatser, det vill säga är riskkapitalsatsningen kostnadseffektiv. Skulle exempelvis en satsning på en ökad kunskap bland investerare och företag ge större effekt? Kan den internationella studie som Tillväxtanalys beställt, ge värdefull information som gör de svenska insatserna effektivare?

En grundläggande fråga i kommande utvärdering är således vilken kunskap som söks. I uppdraget från Tillväxtanalys ställs frågan om det går att identifiera kritiska mekanismer i beslutade satsningar. I programlogiken ovan har vi lagt in mekanismer med ett frågetecken mellan de olika stegen i effektkedjan eftersom vi inte alltid vet hur kopplingen ser ut mellan de olika leden. Vad är det för antaganden och mekanismer som förbinder de olika leden i kedjan? Vilka företag är det exempelvis som brukar överleva och utvecklas och varför? Vad krävs för att kompetensen ska öka hos de olika aktörerna? Är det en finansiell eller en social reursfråga

I en utvärdering kan man antingen utgå ifrån en befintlig teori på området som testas eller också försöker man genom utvärderingen skapa en sådan teori. För att få reda på dessa mekanismer och

vilka faktorer (INUS-villkor) som är viktiga för att företagen och fondförvaltarna ska ta beslut om riskkapitalinvesteringar kan man göra ett antal fallstudier. Vi behöver således båda data på en mer övergripande nivå för att se den allmänna utvecklingen, dvs. de utfallsvariabler som specificeras i förhandsbedömningen, mer djupgående studier som belyser kostnadseffektiviteten i gjorda satsningar liksom fallstudier som försöker identifiera vilka faktorer som utlöser de mekanismer som gör att vi får den utveckling vi önskar. Detta är ingen garanti för att man kan förklara allting eftersom faktorer kan vara olika viktiga för olika företagare. Men sannolikheten för att kommande riskkapitalsatsningar har en bättre utgångspunkt ökar eftersom vi har en ökad förståelse för vilka faktorer som är viktiga i en riskkapitalsatsning. Man skulle även kunna göra fallstudier i företag som sökt men inte erhållit riskkapital för att studera varför man inte erhållit kapital och se hur dessa företag utvecklas oavsett riktning. Programlogiken i de fonder vi studerat fungerar säkerligen eftersom efterfrågan på riskkapital verkar stort och att dessa investeringar i nästa led leder till tillväxt, reducering av koldioxid etc. Men är dessa satsningar de effektivaste och kan de effektiviseras? Det kräver, som vi ser det, mer än en "löpande utvärdering".

Rätt tänkt?

Sammanfattningsvis så tar vi ut ett antal punkter som är värda att diskutera i och med satsningarna på den gröna fonden och holdingfonden. Dessa punkter är långtifrån alla som kan ställas, men är några av dem som vi anser vara värda att särskilt diskutera.

Den första frågan är hur **konsistent** programtanken är för dessa två fonder. Vi ser att när uppdraget lämnas vidare från aktör till aktör i systemet så ändras inriktningen något. Detta är delvis kommet ifrån att ursprungstankarna inte alltid är särskilt tydligt formulerade, vilket delvis avsiktligt lämnar utrymme för avvikelser, vilket också kan vara bra. Samtidigt så ser vi också i båda satsningarna en tendens att gå ifrån en unik satsning, till en som fokuserar mer på avkastning och ett mer traditionellt riskkapitalägande. Vi skulle vilja se en tydligare styrning av programmet för att klart konstatera att det är konsistent.

Detta kan kopplas till frågan om **avkastning kontra unikt bidrag**. I fallet med gröna fonden finns från början en relativt tydlig inriktning mot miljökonsekvenser och specifikt emot grön teknik. Ju närmare en realisering satsningen kommer, desto mer beskrivs mer traditionella metoder för att stödja riskkapital. Istället för unik teknik beskrivs hur team ska fungera. Samma är fallet med holdingfonden där EIFs önskan om att hålla sig på den så kallade övre kvartilen av effektiv kapitalanvändning gör sig påmind. Frågan är väsentlig då den handlar om själva grundskälen till statlig intervention i en privat marknad, att denna intervention alltid ska utföra något som annars inte hade blivit verklighet. Även här går det att tidigare i programmet göra klart att en statlig satsning inom områden som redan är välkapitaliserade inte kommer på fråga.

En uppenbar fråga som kommer upp med denna typ av statlig intervention är om den kommer i rätt tid. Det är av naturliga skäl långa ledtider från beslut till implementering i denna typ av program. **Konjunkturaspekten** innebär att staten, eller EU, i allmänhet tar tag i denna typ av frågor när det råder brist på kapital i marknaden, det vill säga som en följd av en finansiell lågkonjunktur. När väl insatsen implementeras har konjunkturcykeln förändrats så att det givet

normala konjunkturvariationer finns mer kapital på marknaden. Det finns alltså en risk att interventionen delvis har spelat ut sin roll. I och med att fonderna har en tydlig tidsbegränsning är det också svårt att vänta in ett bättre läge för att sätta in interventionen. Här finns skäl att fundera på hur detta ska hanteras.

En av de mer spännande aspekterna är att Sverige nu för första gången satsar så tydligt också på indirekt intervention. Det är lite oklart på vilka grunder **direkta och indirekta satsningar på riskkapitalförsörjning** väljs. En tanke med den direkta satsningen är att staten har en hög kontroll på användningen av kapitalinsatsen. Samtidigt ökar administrationskostnaderna med en direkt satsning. Det skulle vara välkommet med en mer tydlig strategi angående när det ena eller det andra är att förorda.

Slutligen kvarstår frågan om det finns en **övergripande strategi för statlig intervention inom riskkapitalförsörjning**. Det faktum att det är svårt att hitta denna strategi knyter i princip ihop alla de tidigare frågorna. Vi ser ett antal insatser som var för sig, mer eller mindre, har unika element. Men vi ser inte hur de tillsammans på ett effektivt sätt ska bidra till att lösa riskkapitalförsörjningsfrågan. Det är mer frågan om punktinsatser som kommer av att enskilda möjligheter till finansiering har uppkommit. Detta är delvis naturligt beroende på hur relationen mellan kommissionen och den svenska näringslivspolitikerna ser ut. Men det vore fördelaktigt om det fanns en tydligare strategi inom detta område.

Vårt svar på frågan är därmed att vi ser ett antal insatser som var för sig har vällovliga och betydelsefulla inslag, men som skulle ha tjänat på en tydligare inriktning och kanske en vidare problematisering av och en diskussion kring andra typer av resursbehov men även vilken kunskap som ska utvinnas av pågående satsningar inför framtida satsningar.

Referenser

Aernoudt, R., San José, A. and Roure, J. (2007), "Executive forum: Public support for the business angel market in Europe – a critical review", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 9, No. 1, pp. 71 – 84.

Aernoudt, R., Erikson, T. (2002), "Business angel networks: a European perspective", *Journal of Enterprising Culture*, Vol. 10, No. 3, pp. 177 – 187.

Aldrich, H., (1999), *Organizations evolving*, New York: SAGE Publications.

Astbury, B. & Leuw, F. L. (2010). "Unpacked Black Boxes: Mechanisms and Theory Building in Evaluation", in *American Journal of Evaluation* 31(3), pp 363-382.

Berggren, B., Olofsson C., and Silver L. (2000) "Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs." *Small Business Economics*, Vol. 15. Iss. 3, pp. 233-242.

Brander J., Du Q. And Hellmann T., 2015, "The effects of government-sponsored venture capital: International evidence", *Review of Finance*, Vol. 19, Issue 2, pp. 571-618

Bygrave, W. D. and Hunt, S. A. (2005), *GEM 2004 Financing report*, London: Babson College and London Business School

Buchner A., Mohamed A. and Schwienbacher A., (2017), "Diversification, risk and returns in venture capital", *Journal of Business Venturing*, Vol 32, Issue 5, pp. 519-535

Cumming, D. (2006), "The determinants of venture capital portfolio size: Empirical evidence", *Journal of Business*, Vol. 79, pp. 1083-1126.

Cumming D. (2014), "Public economics gone wild: Lessons from venture capital", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36, pp. 251-260

Cumming D., Fleming G. and Schwienbacher A. (2008), "Financial intermediaries, ownership structure and the provision of venture capital to SMEs: evidence from Japan", *Small Business Economics*, Vol. 31, pp. 59-92

Danemark, B., Ekström, M., Jacobsen, L. & Karlsson, J. CH. (2003). *Att förklara samhället, 2: a uppl.* Lund: Studentlitteratur.

Daunfeldt, S-O., Grek, Å., Hartwig, F., & Rudholm, N. (2017). "Betydelsen av internt genererat kapital för en långsiktigt hållbar företagstillväxt", i *Perspektiv på kapitalförsörjning. En antologi om företagens finansiering och statens roll*, s. 31–49. Stockholm: Tillväxtanalys.

DeYoung, R., Glennon, D., and Nigro, P. (2008). Borrower-lender distance, credit scoring, and loan performance: Evidence from informational-opaque small business borrowers. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, pp. 113–143.

EBAN, (2008), *Interview with Colin Mason, Conference Proceedings*, EBAN Congress 2008.

Elster, J. (1983). *Explaining Technical Change. A Case Study in the Philosophy of Science*. Cambridge: Cambridge University Press och Universitetsförlaget.

Elster, J. (1998). *Vetenskapliga förklaringar*. Göteborg: Bokförlaget Korpen.

Elster, J. (2007). *Explaining Social Behavior: More Nuts and Bolts for the Social Sciences*. Cambridge: Cambridge University Press.

Fehr, E., and Fischbacher, U., (2003), "The nature of human altruism", *Nature*, Vol. 425, Nr. 23. pp. 785 – 791.

Finansieringsavtal gröna fonden. Almi Invest AB och Tillväxtverket. 2016-10-20.

Freear, J., Sohl, J. E. and Wetzel, W.E. Jr., (1994), "Angels and non-angels: are there differences?", *Journal of Business Venturing*, Vol. 9, No. 2, pp. 109-123.

Funnel, S. C. & Rogers, P. J. (2011). *Purposeful Program Theory. Effective Use of Theories of Change and Logic Models*. San Francisco: Jossey-Bass.

Gaston, R. J., (1989), *Finding Private Venture Capital for Your Firm: The Complete Guide*, Wiley: New York.

Gompers, P. A., and Lerner, J. (1999). *The venture capital cycle*. Cambridge: MIT Press.

Grilli L. and Murtinu S. (2014), "Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms", *Research Policy*, Vol. 43, Issue 9, pp. 1523-1543

Grunert, J. and Norden L., (2012) "Bargaining power and information in SME lending." *Small Business Economics* Vol. 39 Iss. 2, pp. 401-417.

Gröna fonden ansökningsinbjudan dnr: 2.4.3-Ä 2016-829 2016-04-29.

Haines, G. H., jr., Madill, J. J. and Riding, A. L., (2003), "Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth". *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, Vol. 16, No. ¾, pp. 13-40.

Harrison, R.T. and Mason, CM. 1992, "International perspectives on the supply of informal venture capital", *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, pp. 459-75.

Harrison, R. T. and Mason, C. M., (2000), "Venture Capital Market Complementarities: The Links Between Business Angels And Venture Capital Funds In The UK". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 2, pp. 223-242.

Healy P. and Palepu K (2001), "Information Asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Iss. 1-3, pp. 405-440

Hedström, P. & Swedberg, R. (red.) (1998). *Social Mechanisms. An Analytical Approach to Social Theory*. Cambridge: Cambridge University Press.

Hedström, P. & Ylikoski, P. (2010). *Causal mechanisms in the social science*", in Annual Review of Sociology, vol. 36, s. 49-67.

Hellmann, T. and Puri, M. (2002). "Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence". *Journal of Finance*, Vol.57, No. 1, pp. 169-197.

Jensen M. and Meckling W (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Iss. 4, pp. 305-360

Jensen, M. (1994), "Self – Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No. 2, Summer.

Kirilenko, A. A. (2001). "Valuation and control in venture finance", *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 565-587

Lindström, G., and Olofsson, C., (2001), "Early stage financing of NTBFs: An analysis of contributions from support actors", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 3, No. 2, pp. 151-168.

Lithander, J. (2016). "Erfarenheter från en policyinsats – regionala saminvesteringsfonder", i *Perspektiv på kapitalförsörjning. En antologi om företagens finansiering och statens roll. Tillväxtanalys*.

Mac an Bhaird C., and Lucey B. (2010) "Determinants of capital structure in Irish SMEs." *Small Business Economics* Vol. 35. Iss. 3, pp. 357-375.

Mackie, J. L. (1965). "Causes and conditions", in *American Philosophical Quarterly*, vol. 2, Nr 4, pp. 245-264.

Mason C. And Brown R. (2013) "Creating good public policy to support high-growth firms", *Small Business Economics*, Vol. 40, Issue 2, pp. 211-225

Mason, C., and Stark, M. (2004), "What do business investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels", *International Small Business Journal*, Vol. 22, No. 3, pp. 227 – 248

Munari F. And Toschi L., (2015), Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter?, *Journal of Business Venturing*, Vol. 30, Issue 2, pp. 205-226

Månsson, N., and Landström, H., (2005), *Business angels in a changing economy – the economy may be changing but what happens with the business angels?*, Paper presented at the EDGE Conference 11 – 13 July 2005 in Singapore.

Myers, S., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 39 Iss. 3, pp. 575-592.

- Neus, W., and Walz, U. (2005). "Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 14, pp. 253-277.
- Pawson, R. & Tilley, N. (1997). *Realistic Evaluation*. London: Sage Publications.
- Pawson, R. (2006). *Evidence-Based Policy. A Realist Perspective*. London: Sage Publications.
- Petersen, M., and Rajan, R. (1994). "The benefits of lending relationships: Evidence from small business data". *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 3–37.
- Schelling, T. (1998). "Social mechanisms and social dynamics", i Hedström, P. & Swedberg, R. (red.) (1998). *Social Mechanisms. An Analytical Approach to Social Theory*, s. 32-44. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sohl, J.E. (1999), "The Early Stage Equity Market in the United States". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, pp. 101 -120.
- Sohl, J.E. (2003), "The Private Equity Market in the USA: Lessons From Volatility". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol.5, pp. 29-46.
- Stedler, H. and Peters H. H. (2003), "Business angels in Germany: an empirical study", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 5, No. 3, pp. 269 – 276.
- Sörheim, R. (2005), "Business angels as facilitators for further finance: an exploratory study", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 12, No. 2, pp. 178-191.
- Terjesen S., Bosma N. and Stam E., (2015), Advancing Public Policy for High-Growth, Female and Social entrepreneurs, *Public Administration Review*, Vol. 76, Issue 2, pp. 230-239
- Tillväxtanalys (2010). *Staten och riskkapitalet – Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt*.
- Tillväxtanalys (2011). *Kompetent kapital? – Tre länder, tre försök*.
- Tillväxtanalys (2013). *Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer*.
- Tillväxtanalys (2016). *Effekter och erfarenheter. -Slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009-15*.
- Tillväxtverket (2014). *Nationellt regionalfondsprogram. Operativt program inom målet investering för sysselsättning och tillväxt*.
- Tillväxtverket (2015). *Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020*. Rapport 0183.
- Tillväxtverket (2016). *Regionala riskkapitalfonder. Slututvärdering 2015*. Rapport 0195.
- Tillväxtverket (2017). *Avropsförfrågan avseende löpande utvärdering av gröna fonden*. Dnr Ä2017-368.

Tingvall, P., Engberg, E. & Halvarson, D. (2017). "Reala effekter av statligt och privat riskkapital", i *Perspektiv på kapitalförsörjning. En antologi om företagens finansiering och statens roll*, s.73–97. Stockholm: Tillväxtanalys.

Tucker, J. and Lean J. (2003), "Small firm finance and public policy", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 10, No. 1, pp. 50-61

Van Caneghem T., and Van Campenhout G. (2012), "Quantity and quality of information and SME financial structure." *Small Business Economics* Vol. 39. Iss. 2, pp. 341-358.

Weiss, C. H. (1997). "Theory-based evaluation: Past, present and future", in Rog. D. J. & Fournier, D. (eds.) *Progress and Future Directions in Evaluation; Perspectives on Theory, Practice and Methods*, pp. 41-55. New Directions for Evaluation, No. 76, Winter 1997. San Francisco: Jossey-Bass Publishers.

Weiss, C. H. (1998) *Evaluation*, 2nd ed. New Jersey: Prentice Hall Upper Saddle River.

Winton, A. and Yerramilli V., (2008), "Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, pp. 51-79

Wonglimpiyarat J., (2009), "The influence of capital market laws and initial public offering (IPO) process on venture capital", *European Journal of Operational Research*, Vol. 12, pp. 293-301

Wright, M., and Lockett, A. (2003), "The structure and management of alliances: Syndication in the venture capital industry". *Journal of Management Studies*, Vol. 40, pp. 2073-2104

Zacharakis, A, L., and Shepherd, D. A. (2005), "A non-additive decision-aid for venture capitalists' investment decisions", *European Journal of Operational Research*. Vol. 162, No. 3, pp. 673–689.

Intervjuer

Marcus Hökfelt, Almi Invest

Mikael Karlsson, Almi Invest

Boris Gyllhamn, Energimyndigheten

Deniz Erkan, Europeiska Investeringsfonden (EIF)

Andreas Backfolk, Tillväxtverket

Eva Rosenthal, Tillväxtverket

Marcus Wählstedt, Tillväxtverket