



RAPPORT 2019:01

Tänk tydligt tidigt! – så kan statliga riskkapitalsatsningar förbättras

I SVERIGE PÅGÅR NU TRE RISKKAPITALINSATSER med delfinansiering från den Europeiska regionala utvecklingsfonden (Eruf). Tillväxtanalys har på olika sätt utvärderat och analyserat dessa samt inhämtat internationella erfarenheter från policyområdet. Med det som utgångspunkt ger vi i denna sammanfattande rapport konkreta rekommendationer om hur framtida statliga riskkapitalinsatser kan förbättras.

Dnr: 2018/041
Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser
Studentplan 3, 831 40 Östersund
Telefon: 010 447 44 00
E-post: info@tillvaxtanalys.se
www.tillvaxtanalys.se

För ytterligare information kontakta: Jörgen Lithander
Telefon: 010 447 44 00
E-post: jorgen.lithander@tillvaxtanalys.se

Förord

Tillväxtanalys analyserar och utvärderar svensk tillväxtpolitik. Vi ger regeringen och andra aktörer kvalificerade kunskapsunderlag för att utveckla tillväxtpolitiken.

Denna rapport presenterar slutsatser och rekommendationer baserat på sex delrapporter i ramprojektet *Vilka lärdomar kan dras från de statliga riskkapitalsatsningarna inom Europeiska regionala utvecklingsfonden?*

Målet för den regionala tillväxtpolitiken är *utvecklingskraft i alla delar av landet med stärkt lokal och regional konkurrenskraft*. Företagens finansieringsmöjligheter är där en högst relevant fråga. Ett instrument som använts i många länder är direkta eller indirekta statliga riskkapitalinvesteringar. Inför programperioden 2000–06 uppmanade EU-kommissionen medlemsstaterna att styra över medel i strukturfondsprogrammen från direkta bidrag till andra finansieringsformer som garantier, lån och riskkapital.

För Sveriges sida innebar detta att olika riskkapitalinsatser med finansiering från den Europeiska regionala utvecklingsfonden (Eruf) startade, varav den största och den med längst "livstid" (startår redan 2009) är de regionala saminvesteringsfonderna. Det är den insatsen som står i fokus i denna rapport. I nuvarande strukturfondsperiod har två nya, nationella insatser med Eruf-finansiering startat; en grön fond och en holdingfond. Bara ett fåtal investeringar har hittills utförts i dem, men vi berör också kort deras upplägg.

Rapportens inriktning är lärande. Syftet har inte varit att diskutera om staten bör, eller inte bör, involvera sig i riskkapitalfinansiering. Det har snarare varit att – givet att staten är och sannolikt även framledes kommer att vara en aktör inom området – diskutera erfarenheter och komma med konstruktiva kunskapsbidrag inför överväganden och utformning av fortsatta och framtida insatser inom området offentligt riskkapital.

Rapporten har författats av Jörgen Lithander, analytiker vid Tillväxtanalys. Totalt har sex delstudier ingått i ramprojektet. Ekonomie doktor Mikaela Backman, Internationella Handelshögskolan i Jönköping har skrivit en delstudie om möjligheterna att mäta regionala kapitalförsörjningsstrukturer med hjälp av registerdata. Sara Nordin och Jörgen Lithander, analytiker vid Tillväxtanalys, har skrivit ex ante-delstudien av den gröna fonden och holdingfonden¹ samt delstudien om internationella erfarenheter av dessa två finansieringsinstrument.² Sara Nordin har skrivit den kvalitativa studien om regionala kapitalförsörjningsstrukturer. Konsultföretaget Damvad Analytics har skrivit delstudien om effektutvärdering och Jörgen Lithander har skrivit delstudien om finansiell exit.³ Erfarenheter har även inhämtats från fyra tidigare publicerade rapporter från myndigheten inom området.

Tillväxtanalys vill framföra ett tack till alla deltagare vid de seminarier som anordnats inom ramprojektet. Vidare tackar vi alla respondenter som på ett professionellt sätt hjälpt oss med värdefull systeminformation i samband med intervjuer om regionala kapitalförsörjningsstrukturer. Antalet är dock alltför stort för att de kunna namnges i ett förord. Ett särskilt tack till de externa kvalitetsgranskare som i olika skeden läst och kommenterat

¹ Baseras på ett av Tillväxtanalys beställt underlag av prof. Lars Silver och fil. dr. Rolf Sandahl.

² Baseras på ett av Tillväxtanalys beställt underlag av konsultföretaget Sweco.

³ Baseras på en av Tillväxtanalys beställd engelskspråkig underlagsrapport, skriven av prof. Colin Mason och prof. Karl Wennberg.

våra texter: Jesper Lindgaard Christensen, ass. professor Aalborg University; Tina Wallin, ek. dr. Internationella Handelshögskolan i Jönköping, Tore Anstein Dobloug, fil. dr och direktör för Sparebanksstiftelsen i Hedmark; Anders Isaksson, ek. dr. Chalmers; Björn Berggren, professor KTH; Lars Silver, professor Umeå Universitet samt Karl Wennberg, professor Handelshögskolan Stockholm och Linköpings universitet.

Ett stort tack riktas även till Åsa Lövelius Kebert, departementsekreterare, Näringsdepartementet; Maria Ålander, finance manager, Almi Invest och Eva Rosenthal, enhetschef kapitalförsörjning, Tillväxtverket som alla deltagit i referensgruppen och som bidragit med värdefulla kommentarer under arbetets gång.

Östersund, maj 2019

Sonja Daltung
Generaldirektör
Tillväxtanalys

Innehåll

Sammanfattning	7
Summary	10
1 2 650 offentliga miljoner i riskkapital behöver utvärderas	14
2 Varför ska staten inter文enera på riskkapitalmarknaden?	16
2.1 Vad är riskkapital?.....	16
2.2 Vilka argument finns för statens intervention?.....	16
2.3 Men, även staten möter utmaningar.....	17
3 Mål 1: Ser vi några effekter i portföljföretagen?	20
3.1 Matchningsmetoden	20
3.2 Antalet anställda ökar snabbare än i jämförelsegruppen	20
3.3 Extremvärden påverkar den sammantagna bilden	21
3.4 Störst effekter där den marknadskompletterande effekten kan förväntas vara lägst..	21
3.5 En "bra" insats?	22
4 Mål 2: Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – Vad är det? Går de att mäta och påverka?	23
4.1 Vad menar vi med regionala kapitalförsörjningsstrukturer?.....	23
4.2 Hur ser det ut i de 92 regionerna?	26
4.3 Vad säger aktörerna själva?	28
4.4 Vilken strukturlpåverkan är rimlig att förvänta sig från en insats?	29
5 Lärdomar	33
6 Rekommendationer	43
7 Referenser	45
8 Bilagor	49
Riskkapitalsatsningarna växer fram.....	49
De tre insatsernas upplägg	51

Sammanfattning

Rapporten sammanfattar slutsatser från Tillväxtanalys utvärderingar och analyser av tre pågående riskkapitalinsatser med delfinansiering från den Europeiska regionala utvecklingsfonden (Eruf). Totalt har tio rapporter och delstudier inom området publicerats, varav sex är direkt knutna till denna ramrapport. Genom policydiskussioner och rekommendationer vill vi bidra till ett lärande inför framtida insatser inom området offentligt riskkapital. Även om erfarenheterna till stor del baseras på regionala fonder tror vi att mycket kan vara relevant även för nationella satsningar.

Tre insatser med 2,65 miljarder offentliga kronor

De regionala saminvesteringsfonderna, den nationella gröna fonden (*Almi Invest GreenTech*) samt den nationella holdingfonden (*Swedish Venture Initiative, SVI*) har tillsammans en offentlig finansiering på 2,65 miljarder kronor. Till den summan ska också läggas en privat medfinansiering som kan förväntas vara minst lika stor som den offentliga (detaljbestämmelser om medfinansiering varierar något mellan insatserna). De regionala fonderna startade redan 2009, medan de två nationella är relativt nystartade och gjorde sina första investeringar i slutet av 2017 respektive början av 2018. Det innebär att huvudfokus i rapporten är baserad på dels de regionala fonderna, dels internationella erfarenheter från liknande satsningar.

Många mål för staten, men också en övergripande marknadskompletterande roll

En grundförutsättning för statliga insatser är de ska vara marknadskompletterande och inte tränga ut privat kapital. Medan det privata kapitalet har en tydlig inriktning på hög avkastning har staten ofta flera mål. På en övergripande nivå kan det sägas vara att främja innovationsförmåga och att bidra till tillväxt. Men det är inte ovanligt att det statliga riskkapitalet också förses med särskilda inriktningar, till exempel mot tidiga faser, vissa branscher, geografiska områden eller undergrupper av entreprenörer. Ibland nämns även bredare, marknadsbyggande, mål där det snarare handlar om att påverka den privata finansiella marknadens funktion än att uppnå tillväxteffekter i enskilda företag.

Målen med *rapportens* tre insatser kan mycket kort beskrivas enligt följande. I de regionala saminvesteringsfonderna framträder två huvudspår: tillväxt i portföljföretagen och förbättrade regionala kapitalförsörjningsstrukturer. I den gröna fonden är investeringarna tänkt att öka spridningen av varor och tjänster som bidrar till en koldioxidsnål ekonomi. Holdingfondens investeringar förväntas kunna öka dynamik och mångfald på den privata VC-marknaden samt stimulera ett intresse för VC-segmentet bland institutionella placerare.

Staten vill på samma sätt som privata investerare givetvis inte finansiera dåliga projekt. Men ett fokus enbart på hög avkastning riskerar att komma i konflikt med den marknadskompletterande rollen. Ju mer den statliga aktörens investeringar liknar den privata marknadens, desto större risk för undanträngning.

Regionalt riskkapital skapar jobb, men effekten är skevt fördelad

För att undersöka målet för de regionala saminvesteringsfonderna om ökad tillväxt i portföljbolagen har Tillväxtanalys i en effektutvärdering jämfört utvecklingen i de företag

som mottagit en riskkapitalinvestering med en jämförelsegrupp av andra, liknande företag utan motsvarande investeringar. Det bör noteras att det är extremvärden för enskilda företag som i stor utsträckning påverkar den sammantagna bilden. Resultatet kan förenklat sammanfattas i tre punkter:

- Vi finner att insatsen har gett tillväxt av antalet anställda. En jämförelse av utfallen för portföljföretagen och jämförelseföretagen visar på en positiv effekt i antalet anställda i portföljföretagen – både på kort och på lång sikt.
- Vi finner inte några statistiskt säkerställda effekter på omsättning och produktivitet
- Effekten är mest påtaglig där den marknadskompletterande effekten kan förväntas vara lägst, det vill säga i:
 - “heta branscher” som IKT och Life science
 - storstadsregioner
 - senare faser (expansion)

Så här definierar vi regionala kapitalförsörjningsstrukturer

När det gäller det andra målet för de regionala saminvesteringsfonderna, att förbättra de ”regionala kapitalförsörjningsstrukturerna”, saknar insatsens styrdokument en mer konkret beskrivning om vad som avses. Det finns heller ingen mätning av situationen i utgångsläget att jämföra med. Det går därför inte att utvärdera om insatsen har lett till någon förändring. Tillväxtanalys har i stället inriktat analysen på att genom ett såväl kvantitativt som ett kvalitativt angreppssätt närma oss frågan hur systemen ser ut idag. Vi väljer att definiera en regional kapitalförsörjningsstruktur (RKS) som:

”Ett geografiskt områdes förmåga att finansiera investeringsmogna företag och förse dem med relevant finansieringsnära information och rådgivning. En sådan struktur utgörs av antalet och egenskaperna hos finansiella och förstärkande aktörer samt underliggande formella och informella institutioner.”

Möjligheter att mäta olika regioners kapitalförsörjningsstruktur prövas

I en underlagsrapport till Tillväxtanalys har Backman använt en kvantitativ metod för att försöka mäta RKS funktionalitet. Med hjälp av de indikatorer vi använder blir det möjligt att gruppera regionerna utifrån en sammanhållen bedömning av deras RKS-nivå. Metoden behöver utvecklas och bl.a. kompletteras med fler indikatorer, men visar ändå hur vi med hjälp av registerdata kan öka kunskapen om den kontext där policyinsatsen faktiskt ska genomföras. En sådan kunskap öppnar i förlängningen för möjligheter att i utformningsfasen anpassa verktyg och regelverk efter den regionala (eller lokala) kontext som *de facto* föreligger. Genom att kombinera nollmätningar innan insatsen inleds med uppföljande mätningar vid senare tillfällen skapas även förutsättningar att undersöka eventuella förändringar av det regionala kapitalförsörjningssystemet.

Stora olikheter och komplexa system

Som komplement till den kvantitativa studien har Tillväxtanalys använt kvalitativ metod för att belysa hur de regionala kapitalförsörjningssystemen ser ut i olika typer av regioner. Närmare 50 intervjuer har utförts med olika finansieringsnära aktörer i sex svenska kommuner. Stora olikheter i tillgång till finansiering och finansieringsnära information framkommer. En intressant iakttagelse är att även ”starka” RKS tenderar att snabbt förlora i styrka när vi rör oss från regioncentrum till kommunerna utanför. Styrkan är alltså i sig ingen garanti för räckvidden.

Såväl RKS som främjandesystemet i sin helhet upplevs av ett flertal respondenter som komplext och svåröverblickbart, såväl för främjandeaktörerna själva som för företagen. I ett flertal intervjuer uttrycks också ett behov av en ”koordinator”.

Flera respondenter pekar vidare på frågor som kan kopplas till ägardirektiv och statens marknadskompletterande roll. Det argumenteras för ett behov att öka incitamenten för att statliga organisationer verkligen agerar för hela främjandesystemets bästa och inte begränsas till den egna organisationens perspektiv. Utökad geografisk närvaro av befintliga aktörer efterfrågas också, men däremot framkommer inget behov av flera aktörer.

Strukturpåverkande effekt kräver mycket väldesignade insatser – i rätt kontext

Sammantaget menar vi att möjligheten att påverka RKS genom en enskild kapitalförsörjningsinsats i grunden är begränsad. RKS påverkas av många faktorer (varav en del externa) och består av en komplex struktur av aktörer, verktyg, kunskap och nätverk. Förutsättningarna kan dock öka om insatsen är långsiktig, resursstark, väl anpassad till målgruppen, tar hänsyn till regionala skillnader och kan tillgodogöra sig interaktioner med andra policyinsatser (policymix). Ur ett geografiskt perspektiv utgör det statliga kapitalet en väsentligt lägre andel i storstadsområden vilket kan försvåra möjligheter till RKS-påverkan där. Å andra sidan torde även behovet i dessa områden vara mindre då det privata kapitalet är mer närvarande.

Risk för målkonflikt och förväntan om mer dynamik och mångfald

Det är inte tydligt hur miljönytta och ekonomisk avkastning ska värderas i förhållande till varandra i den *gröna fonden*. Dokumentstudier och intervjuer med fondens ledning indikerar även en tendens till glidning från det förra till det senare i processen från uppdragstext till operativt skede. För *holdingfonden* finns förväntningar om mer dynamik och mångfald i ”systemet”. Det gör det intressant att jämföra kommande investeringsmönster hos de tre underfonderna jämfört med det hos befintliga privata aktörer. Kommer vi att se någon additionalitet?

Rekommendationer vid framtida statliga riskkapitalinsatser

Rapportens kapitel fem innehåller en mer utförlig diskussion om lärdomar från de tre riskkapitalinsatserna inom Eruf. Den röda tråden är genomgående ”*tänk tydligt tidigt*”. I det avslutande kapitlet sex sammanfattar vi detta i ett antal rekommendationer för utformning och genomförande av politiken:

- Sträva efter så tydliga uppdragsbeskrivningar som möjligt till genomförande-myndigheter, i synnerhet avseende problem- och målformulering. Definiera innebörden av ”marknadskompletterande” i insatsen.
- Ta hänsyn till efterfrågan och kontext när insatsen utformas.
- Beakta tidigare erfarenheter och positionera insatsen ur ett policymix-perspektiv.
- Tänk exit från start. Anlägg ett cykliskt perspektiv och uppmärksamma tänkbara postexit-effekter.
- Bygg in goda förutsättningar för utvärdering och lärande. Planera tidigt och tillförsäkra att relevanta data samlas in och att lärandet dokumenteras och sprids.
- Säkerställ ett strukturerat informations- och erfarenhetsutbyte mellan statliga riskkapitalaktörer där även Näringsdepartementet deltar.

Summary

The report summarises conclusions from Growth Analysis evaluations and analyses of three ongoing risk capital initiatives with co-funding from the European Regional Development Fund (ERDF). In total, ten reports and part-studies have been published in this area, six of which are directly linked to this framework report. Through policy discussions and recommendations, we wish to contribute to learning before future initiatives in the field of public risk capital. Although the experience is largely based on regional funds, we believe that a great deal can be relevant to national initiatives as well.

Three initiatives with SEK 2.65 billion of public money

The regional co-investment funds, the national green fund (*Almi Invest GreenTech*) and the national holding fund (*Swedish Venture Initiative, SVI*) together have public funding of SEK 2.65 billion. To this sum shall also be added private co-financing which can be expected to be at least as large as the public funding (detailed provisions on co-financing vary slightly between the initiatives). The regional funds started as long ago as 2009, while the two national ones are relatively new and made their first investments at the end of 2017 and early 2018 respectively. This means that the main focus of the report is based on the regional funds and on international experiences from similar initiatives.

Many goals for the state, but also an overall complementary market role

A basic precondition is that government intervention shall be complementary to the market and not crowd out private capital. But while private capital has a clear focus on high yields, central government often has a number of goals. At an overall level, the objective is to promote innovative ability and to contribute to growth. However, it is not uncommon for government risk capital to have specific orientations, for example aimed at early stages, certain industry sectors, geographical areas or subgroups of entrepreneurs. Sometimes there are also broader, market-building goals which are more about influencing the functioning of the private financial market than achieving growth effects in individual companies.

The objectives of the three initiatives in the report can be described very briefly as follows. In the regional co-investment funds, two main lines emerge: growth in portfolio companies and improved regional capital supply structures. In the green fund, investments are intended to increase the circulation of goods and services that contribute to a low-carbon economy. The holding fund's investments are expected to be able to increase dynamism and diversity in the private VC market.

The government, in the same way as private investors, obviously does not want to fund bad projects. But a focus solely on high yields is likely to conflict with the role of complementing the market. The more similar the state operators' investments are to that of the private market, the greater the risk of displacement (crowding out).

Regional venture capital creates jobs, but the effect is skewed

In order to examine the goal for the regional co-investment funds for increased growth in the portfolio companies, Growth Analysis used an impact assessment to compare the development of the companies that received a venture capital investment with a comparable group of other similar companies without corresponding investments. It should

be noted that it is outliers for individual companies that to a great extent affect the overall picture. The result can simply be summarised in three points:

- We find that the initiatives have led to growth in the number of employees. A comparison of the outcomes for portfolio companies and comparison companies shows a positive effect in the number of employees in portfolio companies – in both the short and long term.
- We have not found any statistically reliable effects on turnover and productivity
- The effect is most noticeable where the complementary effect on the market can be expected to be the lowest:
 - In “hot industries” such as ICT and Life Science
 - In metropolitan regions
 - In later phases (expansion)

How we define regional capital supply structures

With regard to the second goal of the regional co-investment funds, to improve the “regional capital supply structures”, the initiative's governing documents do not have a more concrete description of what is meant. Neither is any measurement of the baseline situation available for comparison. It is therefore not possible to evaluate whether the initiative has led to any change. Growth Analysis has instead focused on analysis that, through a quantitative as well as a qualitative approach, addresses the question of how the systems look today. We choose to define a regional capital supply structure as:

“The ability of a geographical area to finance investment-mature companies and to provide them with relevant funding-related information and advice. Such a structure consists of the number and characteristics of financial and supportive stakeholders, as well as the underlying formal and informal institutions.”

Opportunities of measuring the capital supply structure of different regions are assessed

In a documentary report for Growth Analysis, Backman has used a quantitative method to attempt to measure regional capital supply structure functionality. With the aid of the indicators we use, it is possible to group the regions on the basis of a coherent assessment of their regional capital supply structure level. The method needs to be developed and, among other things, supplemented with more indicators, but it still shows how with the aid of register data we can increase knowledge of the context in which policy initiatives shall actually be implemented. In the longer term, such knowledge opens up the possibility of adapting tools and the regulatory framework in the design phase to the regional (or local) context that *de facto* exists. By combining the zero measurements before the initiative begins with follow-up measurements at a later date, conditions are also created to examine any changes in the regional capital supply system.

Great differences and complex systems

In addition to the quantitative study, Growth Analysis has used qualitative methods to illustrate how regional capital supply systems look in different types of regions. Almost 50 interviews have been conducted with various funding-related stakeholders in six Swedish municipalities. Significant disparities appear in access to funding and funding information. An interesting observation is that even “strong” regional capital supply tends to quickly

lose in strength when we move from regional centres to outlying municipalities. Strength is thus not in itself a guarantee of extent.

Both regional capital supply and the promotion system as a whole are experienced by a number of respondents as complex and difficult to gain an overview of, both for the promoters themselves and for companies. A number of interviews also express the need for a “coordinator”.

Several respondents also point to issues that can be linked to the owner's directive and central government's complementary role in the market. They argue for a need to increase incentives for central government organisations to really act for the good of the whole promotion system and not to be confined to the perspective of their own organisations. Increased geographical presence of existing stakeholders is also in demand, but there is no need for more actors.

Structure-influencing effect requires very well-designed initiatives – in the right context

Overall, we believe that the possibility of influencing regional capital supply through a single capital supply initiative is fundamentally limited. Regional capital supply is influenced by many factors (some of which are external) consisting of a complex structure of stakeholders, tools, knowledge and networks. However, conditions can be improved if the initiative is long-term, resource-strong, well suited to the target group, takes into account regional differences and can assimilate interaction with other policy initiatives (policy mix). From a geographical perspective, central government capital represents a significantly lower proportion in metropolitan areas, which may hamper the potential for the impact of regional capital supply structures there. On the other hand, the need in these areas should also be smaller as there is more private capital present.

Risk of goal conflict and expectations of more dynamism and diversity

It is not clear how environmental benefits and economic returns are to be valued in relation to each other in the *green fund*. Document studies and interviews with fund management also indicate a tendency to drift from the former to the later in the process from assignment text to operational stage. For the *holding fund*, there are expectations of more dynamism and diversity in the “system”. This makes it interesting to compare the future investment patterns of the three sub-funds compared to that of existing private stakeholders. Will we see any additionality?

Recommendations for future central government risk capital measures

The chapter five of the report contains a more detailed discussion of the lessons learned from the three risk capital initiatives in the European Regional Development Fund. The consistent line is “*think clearly early*”. In the concluding chapter six, we summarise this in a number of recommendations for policy formulation and implementation:

- Aim for as clear assignment descriptions as possible to implementing authorities, in particular with regard to problem and goal formulation. Define the meaning of “complementary to the market” in the initiative.
- Consider the demand and the context in which the initiative is formulated.
- Take into account previous experiences and position the initiative from a policy mix perspective.

- Think exit from the start. Set up a cyclical perspective and pay attention to possible post-exit effects.
- Build in good conditions for evaluation and learning. Plan early and ensure that relevant data is collected and that learning is documented and disseminated.
- Ensure a structured exchange between central government risk capital stakeholders in which the Ministry of Enterprise and Innovation is also included.

1 2 650 offentliga miljoner i riskkapital behöver utvärderas

Rapporten sammanfattar slutsatser från Tillväxtanalys utvärderingar och analyser av tre riskkapitalsatsningar inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden (Eruf). I kapitlet introduceras mycket kort de tre policyinsatserna samt Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag. I tabellform redovisas också de tidigare delstudier som rapporten bygger på.

En regional och två nationella insatser

Det tre insatserna som Tillväxtanalys har analyserat och utvärderat är de regionala saminvesteringsfonderna, den nationella gröna fonden (*Almi Invest GreenTech*) samt den nationella holdingfonden (*Swedish Venture Initiative, SVI*).

De *regionala fonderna* som bildades år 2009 täcker tillsammans hela Sverige. Satsningen ska vara marknadskompletterande, alltid ske tillsammans med en privat investerare (som satsar minst 50 procent i varje investering) samt riktas mot små och medelstora onoterade företag i tidig fas. Den offentliga finansieringen på 1,4 miljarder kronor kom till hälften från EU och till hälften från nationella medel.

Den *gröna fonden* ska investera i onoterade små och medelstora företag i tidig fas. Företagen ska ha stor tillväxtpotential och arbeta med innovativa varor eller tjänster med direkt eller indirekt klimatgasreducerande effekt. Fondens kapitalbas är 650 miljoner varav hälften finansieras av EU och hälften av nationella offentliga medel.

Holdingfonden är vad man också kallar för en fond-i-fond, det vill säga den finansierar andra ”underfonder” (tre stycken) som i sin tur investerar i små och medelstora tillväxtföretag i tidiga faser. Holdingsfondens förvaltare är Europeiska investeringsfonden (EIF). Den offentliga finansieringen på totalt cirka 600 miljoner kronor kommer i lika delar från Eruf, Tillväxtverket och EIF. I underfonderna finns även privat kapital i minst samma omfattning som det offentliga.

För en beskrivning av hur insatserna växte fram, se bilaga (s. 49ff) och för en mer utförlig beskrivning av själva insatserna, se bilaga (s. 51ff).

Som framgår av tabell 1 nedan har de två nationella insatserna endast varit verksamma en kort tid. Det innebär att den absoluta merparten av rapporten baseras på erfarenheter från Tillväxtanalys rapporter med koppling till de regionala saminvesteringsfonderna.

Tabell 1 Övergripande orientering om rapportens insatser

Policyinsats	Geografisk indelning	Offentlig finansiering (milj. kr.)	Första investering
Regionala saminvesteringsfonder	Regional	1 400	2009 ^a
Grön fond	Nationell	650	2017
Holdingfond	Nationell	600	2018

Anmärkning: ^a = Avser etapp1. En andra etapp med snarlika villkor tog vid i slutet av år 2015. Den offentliga finansieringen består både av medel från Sverige och från EU (Eruf). Till den summan ska även läggas en privat medfinansiering som är minst lika stor. I holdingfonden sker saminvesteringen i de tre underfondernas kapitalbas.

Uppdraget till Tillväxtanalys

Det första uppdraget formulerades ursprungligen av regeringen redan i 2009 års regleringsbrev. I uppdraget (som då berörde de regionala fonderna) framgick att utvärderingen skulle fungera som ett underlag för lärande inför eventuella framtida insatser av liknande karaktär. Förutom nedslag i själva policyinsatsen har våra rapporter behandlat metodbeskrivning, fördjupade komparativa fallstudier om saminvesteringsfonder och affärsänglar, sammanställning av internationell empirisk forskning inom policyområdet samt en modell för kommande effektutvärdering. Totalt har fyra rapporter publicerats.

År 2017 beslutade Tillväxtanalys att starta ramprojektet *Vilka lärdomar kan dras från de statliga riskkapitalsatsningarna inom Europeiska regionala utvecklingsfonden?*

Ramprojektet inkluderar alla tre insatser som nämnts ovan. Totalt har sex delstudier utförts i ramprojektet. Delstudierna har behandlat programlogik och internationella erfarenheter kopplade till den gröna fonden och holdingfonden, finansiell exit, effektutvärdering av de regionala saminvesteringsfonderna, samt regionala kapitalförsörjningsstrukturer. I denna avslutande rapport drar vi slutsatser såväl direkt från ramprojektets delstudier som indirekt från de fyra tidigare rapporterna (se tabell 2 nedan).

Tabell 2 Delstudier med direkt och indirekt koppling till ramrapporten

Uppdragsbakgrund	Delstudie	Rapportnummer
Regleringsbrev 2009	Staten och riskkapitalet	2010:01
	Kompetent kapital	2011:05
	Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer	2013:08
	Effekter & erfarenheter	2016:03
Ramprojekt	Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?	PM 2018:08
	Utländska utblickar	PM 2018:17
	Finansiell exit	PM 2018:19 ^a
	Företagens finansiella förutsättningar	PM 2019:07
	Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden – hur påverkas portföljföretagen av investeringarna?	PM 2019:10
	Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – kunskapsöversikt, mätbarhet och nuläge	Underlagsrapport ^b

Anmärkning: a = baseras på en engelskspråkig underlagsrapport beställd av Tillväxtanalys: Mason C & Wennberg K, (2018), "Financial exits: perspectives, regional development and policy interventions". b = Backman M, (2019), "Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – kunskapsöversikt, mätbarhet och nuläge". Underlagsrapport beställd av Tillväxtanalys.

Syftet med vår rapport är lärande. Vår ambition är att ramprojektet, genom policydiskussioner och rekommendationer, ska utgöra ett konkret kunskapsbidrag inför överväganden och utformning av fortsatta och framtida insatser inom området offentligt riskkapital.

2 Varför ska staten intervensera på riskkapitalmarknaden?

Kapitlet inleds med en kort introduktion till finansieringsinstrumentet riskkapital följt av en diskussion om statens roll inom området.

2.1 Vad är riskkapital?

Riskkapital är ett kraftfullt instrument för en liten andel företag med mycket hög tillväxtpotential. Till exempel bedömer Riksrevisionen i en granskningsrapport att riskkapitalets andel av nystartade företags finansiering stannar på cirka 0,7 procent.⁴ För de allra flesta företag är andra finansieringsformer mer lämpliga.⁵

En riskkapitalinvestering innebär att företagsexterna aktörer⁶ investerar kapital i onoterade företag med mycket hög tillväxtpotential, i tidiga faser och under hög risk. Risken kan sägas vara så hög att andra investerare, som banker, inte anser att verksamheten kan finansieras inom deras ordinarie riskbedömningsmodeller. Investeringen är alltså vare sig ett lån eller ett bidrag utan resulterar i ett delägarskap (aktieinnehav).⁷ Förutom det finansiella tillskottet tillför även investerarna andra värden till företaget genom ett aktivt ägarengagemang, till exempel i form av coaching, nätverkskontakter, strategiskt stöd eller rekrytering av nya nyckelpersoner.⁸ Investerarnas avkastning blir i princip den värdestegring som (förhoppningsvis) kan erhållas vid försäljningen, ett moment som kallas "exit".⁹

2.2 Vilka argument finns för statens intervention?

Staten har i många länder intervenerat på finansieringsmarknaden med egna riskkapitalinsatser. Omfattningen är långt ifrån marginell. Under år 2017 kom i det närmaste en tredjedel av de anskaffade medlen (*raised capital*) inom VC-sektorn i Europa från offentlig sektor.¹⁰ I Sverige har sådana statliga insatser bedrivits långt innan uppstarten av de Eruf-delfinansierade insatser som är i fokus i denna rapport. Svetab och Företagskapital startades exempelvis redan under tidigt 1970-tal.¹¹

Statliga insatser motiveras vanligtvis med en uppfattning att den privata marknaden, såväl riskkapitalbolag som affärsänglar, inte anser det motiverat eller intressant att finansiera investeringsmogna företag i den omfattning som är samhällsekonomiskt önskvärt. Finns det teoretiskt stöd för en sådan uppfattning?

⁴ Riksrevisionen, (2014), "Statliga stöd till innovation och företagande – i senaste laget".

⁵ Se t.ex. Tillväxtanalys ramprojekt "Hur kan statliga lån komplettera de privata kreditmarknaderna?". Slutrapport i projektet beräknas färdig under hösten 2019.

⁶ I regel VC-bolag, affärsänglar, corporate VC (andra företag, ofta i samma eller närliggande bransch) eller statliga fonder. Specialfall kan finnas, t.ex. kan det diskuteras hur företagsextern en riskkapitalinvestering från ett företags vd eller de anställda är.

⁷ I normalfallet. Det kan även förekomma konvertibla lån eller skuldebrev med option att teckna aktier. Vid dessa tillfällen är det mer korrekt att säga att investerarna har möjlighet att bli delägare i företaget.

⁸ Bygrave WD och Timmons JA, (1992), *Venture Capital at the Crossroads*.

⁹ För en kunskapsöversikt, se Tillväxtanalys, (2018), "Finansiell exit – perspektiv, aktörer, vägar och konsekvenser". Se även diskussioner senare i denna rapport (kapitel 5).

¹⁰ Invest Europe, (2018), "2017 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments".

¹¹ Olofsson C, (1983), *De regionala utvecklingsbolagen – instrument för industriell utveckling?*

I den ekonomiska litteraturen om innovation framkommer i huvudsak två motiv för sådana statliga interventioner. Det ena berör *spillover-effekter* och det andra *marknadsmislyckanden*.¹²

Den förstnämnda innebär i korthet att den samhällsekonomiska avkastningen från innovationer och entreprenörskap är större än den privata avkastningen genom att positiva externaliteter (kunskap, idéer etcetera) sprids från det enskilda företaget till andra företag och det omgivande samhället. Då företagen inte själva kan tillgodogöra sig all nytta av sina investeringar kommer de att investera i mindre omfattning än vad som vore samhällsekonomiskt optimalt. Genom statlig stöttning av innovativa företag (till exempel genom riskkapitalfinansiering) kan investeringarna fås att öka och därmed närma sig det samhällsekonomiskt önskvärda. En sådan kunskapsspridning har även en betydelsefull geografisk dimension då det främst är de närliggande, lokala företagen som förväntas gynnas mest.¹³

Marknadsmislyckanden kan innebära att vissa investeringar inte blir av, trots förekomsten av lönsamma investeringsmöjligheter för finansörerna. Främst är det då hög grad av osäkerhet och informationsasymmetrier som spelar in.¹⁴ Små och nya företags verksamheter kan vara svåra att bedöma för en investerare. Det kan bero på att företaget är nystartat och saknar merithistoria (*track record*), har oprövade affärsidéer eller verkar inom områden med särskilt långa utvecklingstider. Informationen kan också vara ojämnt fördelad mellan entreprenör och investerare.¹⁵ Entreprenören kan till exempel antas ha bättre kunskap om sitt företag än den potentielle investeraren, samtidigt som investeraren kan ha bättre kunskap om marknaden som helhet.

2.3 Men, även staten möter utmaningar...

Även om marknaden av olika skäl misslyckas med att finansiera företag vars investeringar, skulle vara företagsekonomiskt lönsamma eller samhällsekonomiskt motiverade återstår ett antal utmaningar för staten. Det finns till exempel risk för ”*government failure*”, det vill säga när ett statligt ingripande för att lösa ett problem skapar fler problem.¹⁶

Statens roll är inte enkel. Ofta finns en portfölj av mål förknippade med en insats. På en övergripande nivå handlar det om att främja Sveriges innovationsförmåga och att bidra till regional tillväxt. Men det är inte heller ovanligt att det statliga riskkapitalet förses med *specifika inriktningsmål*, till exempel mot tidiga faser, vissa branscher, geografiska områden eller undergrupper av entreprenörer. Policymål kan även vara mer eller mindre kopplade till dimensionerna i hållbar utveckling, och därmed beröra såväl ekonomiska som sociala och miljömässiga aspekter.

Staten vill på samma sätt som privata investerare givetvis inte finansiera dåliga projekt. En omsorgsfull urvalsprocess är nödvändig och beräkningsmodeller för risktagande används som är snarlika de som privata VC-investerare tar hjälp av. Men statens roll ska vara

¹² Lerner J, (1999), “The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program”.

¹³ Effekter som kan uppkomma är t.ex. att anställda inom framgångsrika företag själva kan komma att starta eller finansiera nya verksamheter inom samma bransch och i samma region eller att nya företag växer upp kring en framgångsrik verksamhet. Se även Audretsch DB och Feldman MP, (2004). “Knowledge spillovers and the geography of innovation”.

¹⁴ Murray G, (2007), “Venture Capital and Government Policy”.

¹⁵ Williamson OE, (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*; Amit m.fl., (1998), “Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence”.

¹⁶ Wolf C, (1989), *Markets or Governments: Choosing Between Imperfect Alternatives*; Le Grand J, (1991), “The theory of government failure”; Vining AR & Weimer DL, (1990), “Government supply and government production failure: A framework based on contestability”.

marknadskompletterande. Undanträngning¹⁷ ska inte ske av privat kapital och insatserna ska vara *additionella*, det vill säga ha ett mervärde (inte ske utan den statliga insatsen). Men där privata aktörer fokuserar på en så hög *avkastning* som möjligt blir bilden mer mångfacetterad för staten.

Vanligtvis finns ambitioner om att kunna behålla fondens kapital intakt över tiden så att intäkter från exit ska kunna finansiera framtida investeringar. Ofta formuleras detta som ett mål om revolverande kapital.¹⁸ Avkastning är därmed ur den synpunkten även ett mål för staten. Att identifiera goda investeringsobjekt (avkastningsmål) i segment där privata aktörer inte alls, eller i ringa omfattning, är närvarande (*marknadskompletterande* mål) är inte enkelt. Statliga tjänstemän möter där en utmaning när de ska överträffa marknaden i att bedöma osäkra investeringsmöjligheter.

En fokusering enbart på hög avkastning riskerar dock att komma i konflikt med den *marknadskompletterande* rollen. Ju mer likheter i sökmönstret mellan statliga och privata aktörer, desto större risk för undanträngning. Liknande effekt kan även uppstå om de statliga insatserna förknippas med särskilt förmånliga villkor (till exempel generösa skattesubventioner). Kombinationen av avkastningskrav och *additionalitet* blir därmed en balansgång, som fångas väl av OECD:

*”If a programme has a negligible default rate, this suggests the government is providing little additionality. At the same time, very high failure rate can become unacceptably expensive and undermine the program.”*¹⁹

Även Riksrevisionsverket tar upp spänningen mellan avkastning och *additionalitet* (i deras terminologi kallas det senare för ”näringspolitiskt tillskott”). I en utvärdering av Industrifonden skriver de:

*”Ur ett näringspolitiskt perspektiv är det näringspolitiska tillskottet det primära målet och fondens resultat det sekundära.”*²⁰

En hög avkastning är därför i sig inte ett självklart bevis på framgång för en statlig insats, lika lite som en låg avkastning med automatik innebär att insatsen är misslyckad. Samtidigt behöver givetvis statliga insatser utvärderas, men en traditionell avkastningsmodell bör inte vara den enda utvärderingsmodellen.²¹

Ibland nämns även ett ”bredare” mål med det statliga riskkapitalet som snarare handlar om att *påverka* den (privata) finansiella marknadens funktion än att uppnå tillväxteffekter i enskilda företag. Ett framgångsrikt exempel på sådana marknadsbyggande effekter är det Israeliska Yozma-programmet där det mera har argumenterats för systemfel än marknadsmisslyckanden som hinder för att utveckla VC-marknaden.²² Med en sådan ansats följer i regel, mer eller mindre explicit, även en långsiktig ambition att de statliga insatserna ska kunna dras tillbaka när marknaden bedöms fungera väl.

¹⁷ Undanträngning kan t.ex. uppstå om staten stödjer insatser med särskilt förmånliga villkor (till exempel generösa skattesubventioner) För ett exempel på undanträngningseffekt från Kanada, se Cumming DJ & MacIntosh JG, (2006), ”Crowding out private Equity: Canadian Evidence”.

¹⁸ Kapitalbasen ska över tid hållas intakt. Innebär ett större incitament att ta risker då det ställs lägre krav på räntabilitet jämfört med privata VC-aktörer samtidigt som investeringskapitalet inte minskas. Nackdelen är att modellen mäter direkt avkastning, men inte ”spill-over effekter”.

¹⁹ OECD, (1997), ”Government Venture Capital for Technology-Based Firms”, s. 14.

²⁰ Riksrevisionsverket, (1998), ”Industrifondens näringspolitiska tillskott”, s. 11.

²¹ Se även Tingvall P m.fl., (2016), ”Reala effekter av statligt och privat riskkapital”.

²² Se t.ex Avnimelech G, (2009), ”VC policy: Yozma Programme 15-years Perspective” respektive Avnimelech & Teubal M, (2004), ”Targeting venture capital: Lessons from Israel’s Yozma programme”.

Sammanfattningsvis kan statlig intervention motiveras när den privata marknaden inte förmår finansiera företag som bedöms fylla viktiga samhällsekonomiska direkta och indirekta effekter. För att även fånga de senare krävs mer än traditionella metoder att mäta avkastning.

I de två nästföljande kapitlen övergår vi till att studera de två huvudmålen i insatsen med de regionala saminvesteringsfonderna.

3 Mål 1: Ser vi några effekter i portfölj företagen?

Kapitlet handlar om de regionala saminvesteringsfondernas ena mål – tillväxt i portfölj företagen (se bilaga s. 51ff för en beskrivning av insatsen). För att undersöka detta har Tillväxtanalys i en delstudie därför låtit göra en kvantitativ effektutvärdering.²³ Vi jämför utvecklingen i de företag som mottagit en riskkapitalinvestering inom insatsen med en jämförelsegrupp av andra, liknande företag utan motsvarande investeringar.

Resultatet kan förenklat sammanfattas i tre punkter:

- Vi finner en tillväxt av antalet anställda. En jämförelse av utfallen för portfölj företagen och jämförelse företagen visar på en positiv effekt i antalet anställda i portfölj företagen – både på kort och på lång sikt.
- Vi finner inte några statistiskt säkerställda effekter på omsättning och produktivitet.
- Effekten är mest påtaglig där den marknadskompletterande effekten kan förväntas vara lägst, det vill säga i:
 - “heta branscher” som IKT och Life science
 - storstadsregioner
 - senare faser (expansion)

3.1 Matchningsmetoden

För att mäta effekterna av de investeringar som skett i portfölj företagen räcker det inte att enbart studera deras egen utveckling. Eventuella förändringar i till exempel antalet anställda eller omsättningsvolym skulle kanske ha uppstått även utan fondernas investeringar. Vad vi behöver veta är om det är *själva insatsen* som ger upphov till förändringarna. Vi behöver alltså finna ett förlopp som kan likställas med att företagen inte får någon investering alls (den kontrafaktiska situationen) och jämföra den med förloppet där investeringen faktiskt sker. Skillnaden mellan de båda förloppen blir då effekten av investeringen. Då det inte går att resa i tiden och testa olika förlopp får vi ta statistiska metoder till hjälp. I detta fall är insatsen designad så att ett randomiserat experiment inte är möjligt. I stället har vi valt en kvasi-experimentell metod, *Coarsened Exact Matching* (CEM), med syftet att skapa en jämförelsegrupp med företag som i så stor utsträckning som möjligt efterliknar gruppen med portfölj företag. För en närmare metodbeskrivning hänvisas till tidigare rapporter av Tillväxtanalys.²⁴

3.2 Antalet anställda ökar snabbare än i jämförelsegruppen

När vi i tabell 3 jämför utfallen för portfölj företagen och jämförelse företagen ser vi en tydlig effekt avseende tillväxt för *antalet anställda* i portfölj företagen. Företag som mottagit riskkapital från fonderna växer i genomsnitt snabbare än jämförelsegruppen och skillnaden är statistiskt signifikant under hela den studerade perioden. Konfidensintervallets storlek ökar dock över tid och fem år efter initial investering uppnås endast signifikans på tioprocentig nivå.²⁵

²³ Tillväxtanalys, (2019), ”Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden”.

²⁴ För effektmätningen ifråga, se Tillväxtanalys, (2019), ”Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden” samt Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter & erfarenheter”. För en mer generell metodbeskrivning se t.ex.; Blackwell M m.fl., (2009), ”cem: Coarsened exact matching in Stata”.

²⁵ Resultatet är alltså mer osäkert när det förflutit en tid efter investeringen.

För *omsättningen* uppnås inga statistiskt signifikanta skillnader mellan grupperna (annat än temporärt under år två efter investeringen då en tioprocentig signifikansnivå noteras).

När det gäller *produktivitetsnivån* utvecklas den initialt negativt för portföljföretagen. År ett och två efter investeringen finns statistiskt signifikanta skillnader mellan grupperna med en negativ utveckling för portföljföretagen. Tre år och senare finns inga statistiskt signifikanta skillnader mellan grupperna. En produktivitetsskurva som inledningsvis sjunker för att senare vända uppåt är välkänd i VC-sammanhang. Kurvan kommer i grafisk form att likna bokstaven ”j” vilket gett upphov till namnet ”*the j-curve effect*”.²⁶ Benämningen anspelar på tendensen för en VC-fonds avkastning att under de första åren vara negativ för att senare, när investeringarna mognar, vändas till en positiv avkastning.

Tabell 3 Ekonomiska prestationer i portföljföretagen relativt jämförelsegrupp vid tidpunkterna $t+1-t+6$

Tidpunkt	Utfallsvariabel, relativt jämförelsegrupp			N	
	Omsättning	Antal anställda	Produktivitet	T	C
$t+1$	Ingen skillnad	Positiv***	Negativ***	169	8 646
$t+2$	Positiv*	Positiv***	Negativ***	139	8 153
$t+3$	Ingen skillnad	Positiv***	Ingen skillnad	118	7 755
$t+4$	Ingen skillnad	Positiv**	Ingen skillnad	78	6 040
$t+5$	Ingen skillnad	Positiv*	Ingen skillnad	56	2 988
$t+6$	Ingen skillnad	Positiv**	Ingen skillnad	18	2 353

Anmärkning: *, ** samt *** anger signifikans på 10, 5 respektive 1 procents signifikansnivå. De rapporterade utfallsvariablerna omsättning och antal anställda är i logaritmisk form. Kolumnen längst till höger visar antalet (N) portföljföretag (T = treatment) och jämförelseföretag (C = control group) som skattningsarna baseras på.

Källa: Tillväxtanalys, (2019), ”Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden”

Sammanfattningsvis tyder resultaten på en initial samtida ökning av antalet anställda och en negativ utveckling av produktivitet. Denna parallella utveckling är inte helt ologisk. Ett ökat antal anställda kommer att minska produktivitetsnivån om inte förädlingsvärdet ökar i minst samma takt som antalet anställda (allt annat lika). Långsiktigt behöver dock företagets produktivitet också öka för att säkerställa konkurrenskraft och för att, ur investerarnas perspektiv, bli attraktiva för industriella uppköp eller börsintroduktion.

3.3 Extremvärden påverkar den sammantagna bilden

Det kan noteras att de estimerade koefficienterna i stor utsträckning påverkas av utvecklingen i enskilda företag. När det gäller produktivitet har till exempel medianportföljföretaget under samtliga studerade år utvecklats *sämre* än medianföretaget i jämförelsegruppen (för en mer detaljerad genomgång av detta, se delstudien). Det kan alltså sägas vara extremvärden för enskilda företag som i stor utsträckning påverkar den sammantagna bilden. En sådan iakttagelse är i princip förväntad utifrån den skeva avkastningsprofil som normalt förknippas med VC-investeringar.

3.4 Störst effekter där den marknadskompletterande effekten kan förväntas vara lägst

I delstudien visas även exempel på andra estimeringar där portföljföretagens utveckling skärs utifrån bransch, fondområde och fas. För *bransch* kan kort sägas att vi finner störst

²⁶ Se t.ex. Grabenwarter U & Weidig T. (2005), *Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*.

effekter inom IKT och Life science och lägst inom Industri/transport. På *fondnivå* haltar jämförelsen något, då tre av de elva fonderna utgår på grund av för få observationer. Tendensen verka dock vara tydligare effekter för portfölj företag i storstadsregioner. En fördelning mellan portfölj företag i två ”fasgrupper” – en för de två tidigaste ”sådd” och ”start” samt en för den senare ”expansionsfasen” – visar även den på olikheter. Portfölj företag i senare fas (expansion) uppvisar en utveckling där både omsättningsnivåer och antal anställda med statistisk signifikans växer snabbare än jämförelsegruppen. För portfölj företag i sådd- och startfas finner vi däremot inga statistiskt signifikanta skillnader gentemot jämförelsegruppen.²⁷

3.5 En ”bra” insats?

Ett av målen med insatsen är tillväxt i portfölj företagen. Tillväxt kan definieras på flera sätt, men om perspektivet är att skapa nya arbetstillfällen har insatsen varit ”bra”. Samtidigt finns även en uttalad ambition om att vara marknadskompletterande. Våra resultat visar dock att de största effekterna uppstår där den marknadskompletterande effekten kan förväntas vara lägst, det vill säga i ”heta” branscher som IKT och Life science, i storstadsregioner och i senare faser.

Vi återkommer med en diskussion om resultatet i kapitel 5.

²⁷ Undantaget är ett år efter investering ($t+1$) där både omsättning och produktivitet utvecklas sämre bland portfölj företagen än för jämförelsegruppen.

4 Mål 2: Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – Vad är det? Går de att mäta och påverka?

Kapitlet handlar om de regionala saminvesteringsfondernas andra huvudmål – förbättrade regionala kapitalförsörjningsstrukturer. Målet är utan tvivel relevant, men vare sig enkelt att uppnå eller att utvärdera. Det saknas också mätningar av situationen i utgångsläget att jämföra med. Det går därför inte att utvärdera om insatsen har lett till någon förändring. Tillväxtanalys har i stället inriktat analysen på att genom ett såväl kvantitativt som ett kvalitativt angreppssätt närma oss frågan hur systemen ser ut idag.²⁸

Med hjälp av *registerdata* visas ett exempel på hur vi kan öka vår kunskap om den kontext där policyinsatsen faktiskt ska genomföras. Med en vidareutvecklad metod öppnas det upp för flera intressanta möjligheter ur ett policyperspektiv. Redan i utformningen av en policyinsats ges möjlighet att anpassa verktyg och regelverk efter den regionala (eller lokala) kontext som *de facto* föreligger. Genom att kombinera noll-mätningar (innan insatsen inleds) med uppföljande mätningar vid senare tillfällen skapas även förutsättningar att undersöka eventuella förändringar.

I vår *kvalitativa* delstudie framkommer en bild av stora skillnader när det gäller företagens tillgång till finansiering och finansieringsnära kompetens²⁹. Även komplexiteten och hur överblickbart systemet är skiljer sig åt på lokal och regional nivå.

4.1 Vad menar vi med regionala kapitalförsörjningsstrukturer?

Det andra huvudspåret i insatsens mål handlar alltså om att förbättra ”regionala kapitalförsörjningsstrukturer” (hädanefter RKS). Tyvärr saknar insatsens styrdokument en mer konkret beskrivning om vad som avses. En mer allmän tolkning är att det handlar om den regionala ”infrastrukturen” för företagens kapitalförsörjning och hur mogen och välfungerande en sådan marknad är. Genom dels fondernas egna investeringar tillsammans med privata medinvestorare, dels genom andra insatser (till exempel matchning, information och kunskapsspridning) både på utbuds- och efterfrågesidan skulle en sådan initial struktur kunna påverkas positivt. I den mån detta inträffar skulle då den privata finansieringsmarknaden fungera bättre och behovet av statliga marknadskompletterande insatser över tid minska.

Insatsen sker i geografiskt avgränsade fondområden (Nuts-2). En rimlig utgångspunkt är att förutsättningarna för företagens finansiering inte är identiska mellan dessa områden. Det finns dock få studier som tagit sig an frågan att mera metodiskt förklara, definiera eller mäta sådana regionala olikheter. Det kan tyckas vara en smula märkligt då det finns flera policyinitiativ som explicit eller implicit kan sägas ha som mål att förbättra kapitalförsörjningen på regional nivå.

²⁸ För den kvantitativa delstudien har vi givit forskaren Mikaela Backman, uppdraget att ta sig an frågor som definition, undersöka vilka möjligheter befintliga registerdata ger för mätbarhet samt genom olika metoder göra ett första försök till nulägesbeskrivning. I det kvalitativa spåret har Tillväxtanalys genomfört ca. 50 intervjuer med finansieringsnära aktörer i sex kommuner i sex olika kommunkategorier utifrån grad av befolkningstäthet, befolkningsstorlek samt tillgänglighet. Syftet har varit att få en mer kvalitativ bild av regionala kapitalförsörjningsstrukturer med aktörer och deras samverkan samt upplevda finansieringsmöjligheter för företag.

²⁹ Med finansieringsnära kompetens avses dels aktörer, dels kompetensen hos sådana aktörer, som inte själva är finansörer, men arbetar med närliggande områden.

Ett begrepp som RKS kan ges en mycket bred tolkning. De mest självklara delarna torde vara omfattning och kvalitet på utbudet av kapital, till exempel vilka aktörer³⁰ och finansieringsinstrument som finns tillgängliga. Andra aspekter som kan tänkas vara av betydelse är regionens näringslivsstruktur, FoU-intensitet och geografiska förhållanden (avstånd och tillgänglighet), men även olikheter i stödjande infrastruktur som universitet, inkubatorer, affärsrådgivning, redovisning, juridisk kompetens, samt mer ”kulturella” förhållanden som regional samverkan mellan aktörer, exitklimat, attityder, traditioner, etcetera. Begreppet kan även ges en dynamisk dimension då RKS kan ha olika resiliens när det gäller att hantera större förändringar eller externa chocker.³¹

Utmaningen blir givetvis att kunna skapa en definition som är tillräckligt inkluderande för att vara meningsfull, men samtidigt operationaliserbar. Möjligheter att mäta ”mognadsgraden” på RKS ger förutsättningar att följa eventuella förändringar över tid och utgör – i den bästa av världar – ett underlag för kunna närma sig utgångsfrågan om sådana förändringar kan kopplas till specifika policyinsatser. Det kan redan nu slås fast att vi inte är där. Ännu.

Vi väljer att definiera RKS så här:

”Ett geografiskt områdes förmåga att finansiera investeringsmogna företag och förse dem med relevant finansieringsnära information och rådgivning. En sådan struktur utgörs av antalet och egenskaperna hos finansiella och förstärkande aktörer samt underliggande formella och informella institutioner.”³²

Definitionen pekar således på betydelsen av såväl kvantitet som kvalitet. Hur väl fungerande en enskild RKS är bestäms av hur lätt det är för företagen att få tillgång till de olika resurser och finansieringsalternativ som finns inom en region. Detta är en följd av hur många aktörer som finns inom regionen, men även av andra kriterier, såsom hur väl de finansiella aktörerna fungerar, vilka stöttande funktioner det finns och andra formella och informella institutioner. En välfungerande regional kapitalförsörjningsstruktur har många olika finansiella aktörer med hög funktionalitet och stöttande funktioner och det finns ett välfungerande nätverk där olika aktörer kan mötas och samarbeta. Även en kvalitetsaspekt på efterfrågesidan inkluderas (investeringsmogna företag).

För att gå vidare behöver vi även ta oss an hur definitionens ”geografiska område” kan operationaliseras och hitta relevanta indikatorer för att mäta respektive RKS:s funktionalitet.

92 regionala kapitalförsörjningsstrukturer

Ett geografiskt område eller ”region” kan i dessa sammanhang definieras på olika sätt.³³ En strävan bör vara att fånga den funktionalitet som finns inom enskilda RKS. En för snäv aggregationsnivå gör det svårt att fånga de faktiska interaktioner och flöden som sker mellan olika aktörer inom systemet. En bredare aggregationsnivå löser förvisso det problemet, men riskera å andra sidan att inkludera olika system som egentligen är isolerade från varandra.

I insatsen med regionala saminvesteringsfonder arbetar fonderna inom ett Nuts 2-område. Det är ytstora områden med avsevärda inomregionala skillnader. Efter en diskussion om

³⁰ T.ex. banker, riskkapitalfonder och affärsänglar.

³¹ Nationalencyklopedin definierar resiliens som ”förmåga att återhämta sig efter en störning”.

³² Backman M, (2019), ”Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – kunskapsöversikt, mätbarhet och nuläge”.

³³ T.ex. postnummer, kommuner, euklidiskt avstånd i km, funktionella regioner, län, Nuts 2- eller 1-områden.

olika alternativ, såväl med funktionella som administrativa indelningar, landar delstudien i ett beslut att använda en uppdelning av Sverige i lokala arbetsmarknadsområden (LA-områden).³⁴ Senast tillgängliga indelning från SCB (år 2016) visar på 71 LA-områden. Vissa av dem är dock flerkärniga, vilket betyder att de har fler än en större tätort som kan fungera som regioncentrum.³⁵ Dessa flerkärniga områden bryts i underlagsrapporten ut till egna områden, vilket totalt skapar 92 lokala arbetsmarknadsregioner, som var och en bara har en större tätort.³⁶ *Det är dessa 92 områden som vi går vidare med.*³⁷

15 indikatorer för funktionalitet

I nästa steg undersöks vilka tänkbara *indikatorer* som kan användas. I underlagsrapporten identifieras 15 indikatorer fördelade på sju områden (se tabell 4) där det bedöms finnas tillgänglig statistik som kan användas för en kvantifiering av RKS.

Tabell 4 Områden och indikatorer (med tillgängliga registerdata) för RKS

Område	Indikator
Tillgång till finansiellt kapital	Antal bankkontor
	Antal Almikontor
	Sysselsatta Almikontor
Funktionalitet	Storlek på bankkontor
	Utbildningsnivå, bankkontor
Konkurrensnivå	Antal bankkontor per arbetsställe
	Herfindahl-Hirschman Index banker
Tillgänglighet	Avstånd till närmaste bankkontor
Fastighetsmarknad	Medelvärde sålda småhus
	Utveckling över en femårsperiod
	Hysesrätter (andel)
Stöttande aktörer	Verksamhet inom juridik och ekonomi*
	Konsulttjänster*
	Marknadsundersökning*
Socialt kapital	Företagsklimat

Anmärkning: * Normaliserat med antal arbetsställen i regionen. I underlagsrapporten finns även en utökad sammanställning av de indikatorer som författaren anser bör ingå i kvantifieringsförsök av RKS (flera än i tabell 4 således). För vissa av dem finns dock i nuläget ingen eller bara bristfällig statistik att tillgå, varför de inte kunnat ingå i mätningunderlaget.

Flera indikatorer vore önskvärda. Men, en viktig iakttagelse är också förekomsten av statistikbrister för vissa indikatorer som bedöms relevanta för att beskriva och mäta RKS. Följande statistik saknas helt eller är förknippad med brister:

- Informellt kapital (affärsänglar)
- Formellt riskkapital
- Utlåning till företag från olika finansiella aktörer
- Lånestruktur hos företag och företagens faktiska efterfrågan på kapital
- Räntenivåer på liknande lån mellan olika bankföretag med en geografisk skärning

³⁴ Självständiga och geografiskt avgränsade arbetsmarknader, vars utsträckning i praktiken begränsas av individernas dagliga resor till och från arbetet. Se SCB för mer information.

³⁵ T.ex. har LA-område Stockholm-Solna tre kärnor.

³⁶ En fullständig förteckning över LA-områden och tillhörande kommuner återfinns i underlagsrapportens bilaga, tabell A1.

³⁷ Som ett komplement har även beräkningar utförts på kommunnivå.

Sådana statistikbrister medför tyvärr att alla relevanta indikatorer inte kan beaktas. Det kommer naturligtvis också att påverka täckningen, bredden, i de mätningar som går att utföra. Indikatorer som backas upp av tillgängliga registerdata ger en överrepresentation av finansiellt kapital genom banker.

Flera tänkbara mått

I underlagsrapporten prövas fyra olika mått för att beskriva RKS med hjälp av indikatorerna i tabell 4:

- Indelning i fyra typer av RKS: tunn, stark, svag samt underpresterande
- Percentilmått
- Oviktat index
- Viktat index

För en detaljerad genomgång hänvisas till underlagsrapporten. I princip framkommer samma mönster oavsett vilket mått som använts (se avsnitt 4.2). Rekommendationen är därför att använda det enklaste och mest transparenta – oviktat index – i mätning av RKS. Måttets styrkor ligger i att det är lätt att ta fram, transparent i sin uträkning, inte känsligt för avvikande observationer (*outliers*) och det är möjligt att inkludera många olika indikatorer. Svagheter är att indextalet inte kan tolkas i sig själv utan bara får en betydelse i relation till de andra LA-områdena.³⁸

Det bör noteras att då det inte alltid är samma antal indikatorer som mäter respektive område (de sju som redovisats i tabell 4) finns risk för ökat genomslag för områden med fler indikatorer kopplade till sig. I nästa steg finns därför två sätt att använda indexmålet; att ge ett värde för varje indikator eller att räkna ut ett delindex per område som sen behandlas som en separat indikator. I tabell 5 nedan har vi valt att rangordna varje indikator. Andra körningar redovisas i underlagsrapporten.

4.2 Hur ser det ut i de 92 regionerna?

I tabell 5 nedan visas resultatet av beräkningar med oviktat index för de 92 LA-regionerna. Indextalen har sorterats i tre grupper utifrån funktionalitet: ”Övre”, ”Mitten”, respektive ”Nedre”.³⁹ De högsta indextalen (indikerar god funktionalitet) återfinns i den övre gruppen och de lägsta i den nedre gruppen. Varje indikator har rangordnats enskilt. Inte oväntat ser vi att utfallet i stort följer regionstorlek. De större regionerna har en högre placering och de mindre en lägre.

³⁸ Det innebär även att det kan vara svårt att avgöra om ett förändrat indextal över tid innebär att det är det enskilda LA-området som förändrats eller om det är de övriga regionerna (referenspunkten) som har förändrats. Båda scenarier ger i slutändan samma resultat. Indexvärdet beräknas genom att rangordna samtliga indikatorer från högsta (bästa) värdet till lägsta värdet. Den LA-region som har ”bäst” värde för respektive indikator ges en 1:a medan regionen med lägst värde ges 92 (då det enligt studiens indelning totalt finns 92 LA-regioner). När alla indikatorer är rangordnade summeras det till ett sammanlagt indexvärde för varje region. Detta indexvärde används därefter för att rangordna regionerna och ger på det sättet en indikation på hur väl RKS fungerar i respektive region.

³⁹ I underlagsrapporten redovisas även andra presentationsvarianter. Resultaten följer i stort samma mönster med en stark koppling mellan indextalen och regionstorlek.

Tabell 5 LA-regioner fördelade på tre grupper (oviktat index)

Övre		Mitten		Nedre	
Alingsås	Malmö	Arboga	Motala	Arvidsjaur	Ludvika
Borlänge	Norrköping	Arvika-Eda	Nässjö	Avesta-Hedemora	Lycksele
Borås	Nyköping-	Bromölla	Oskarshamn	Bengtsfors-Dals-	Malung-Sälen
Eskilstuna	Oxelösund	Gotland	Piteå	Ed	Mariestad
Falkenberg	Skövde	Gällivare	Sandviken	Bollnäs-Ovanåker	Sollefteå
Falun	Stockholm-Solna	Hudiksvall	Skellefteå	Dorotea	Storuman
Gävle	Stockholm-	Hässleholm	Strömstad	Fagersta-Norberg	Strömsund
Göteborg	Södertälje	Kalmar	Tomelilla	Hagfors	Sunne
Halmstad	Sundsvall	Karlskrona	Uddevalle	Haparanda	Säffle-Åmål
Helsingborg	Trollhättan	Landskrona	Vara	Hällefors	Söderhamn
Jönköping	Umeå	Lidköping-	Vänersborg	Härjedalen	Vansbro
Karlstad	Uppsala	Götene	Värnamo	Jokkmokk	Vilhelmina
Kristianstad	Vingåker-	Ljungby	Västervik	Kiruna	Vimmerby-
Linköping	Katrineholm	Lysekil	Älmhult	Kramfors	Hultsfred
Luleå	Västerås	Mjölby	Ängelholm	Ljusdal	Årjäng
Lund	Växjö	Mora	Örnsköldsvik		Åsele
	Örebro				Överkalix
	Östersund				

Anmärkning: De enskilda indexvärdena för varje LA-region presenteras inte, då detta tal kan vara svårt att tolka och inte ger någon nämnvärd information i sig.

De regionala saminvesteringsfonderna får som tidigare nämnts bara investera inom ”sitt” fondområde (det vill säga Nuts 2-område). En intressant fråga utifrån diskussionen om eventuella olikheter i RKS är därför hur dessa tre grupper (i tabell 5 ovan) fördelas mellan respektive fondområden. Vi har därför brutit ner varje LA-område på kommunnivå och undersökt vilken Nuts 2-hemvist varje enskild kommun har.⁴⁰ Vi kan därefter se hur kommunerna i varje fondområde fördelas på de tre grupperna.

Resultatet är intressant och indikerar på stora skillnader mellan fondområdena (se tabell 6). Till exempel rangordnas alla kommuner i Nutsområde SE11 (Stockholm) i den övre gruppen, medan nästan varannan kommun (44,8 procent) av kommunerna från Nutsområde SE33 (Övre Norrland) positioneras i den nedre gruppen. Samtidigt ser vi även stora skillnader inom fondområdena. Förutom Stockholm och Sydsverige har alla fondområden, låt vara i varierande omfattning, kommuner i samtliga tre grupper.

Tabell 6 Andelar av kommuner per fondområde/Nuts 2-område fördelat per grupp

Grupp	Andel av kommunerna (%) i resp. Nuts 2-område								
	SE11	SE12	SE21	SE22	SE23	SE31	SE32	SE33	S:a kommuner
Övre	100	69,2	29,4	63,2	65,5	41,5	66,7	34,5	169
Mellan	-	23,1	64,7	36,8	16,4	24,4	6,7	20,7	74
Nedre	0	7,7	5,9	-	18,2	34,1	26,7	44,8	47
S:a kommuner	26	52	34	38	55	41	15	29	290

Anmärkning: Rödmarkerade siffror visar ytterligheterna – det Nuts 2-område som har störst andel kommuner i övre resp. nedre gruppen.

⁴⁰ Antalet kommuner per LA-område varierar stort i studien, från 1 till 25. I vissa fall kan även ett och samma LA-område bestå av kommuner med olika Nuts-tillhörighet.

Detta exempel visar hur vi med hjälp av registerdata använt på detta sätt kan öka vår kunskap om den kontext där policyinsatsen faktiskt ska genomföras. Det ger oss flera intressanta möjligheter ur ett policyperspektiv. Redan i utformningen av en policyinsats ges möjlighet att anpassa verktyg och regelverk efter den regionala (eller lokala) kontext som *de facto* föreligger. Genom att kombinera noll-mätningar (innan insatsen inleds) med uppföljande mätningar vid senare tillfällen skapas förutsättningar att undersöka eventuella förändringar.

Sammanfattningsvis har vi i avsnittet närmast oss frågan om mätbarhet för RKS. Den kvantitativa underlagsrapporten för oss ett steg på vägen. Genom fortsatt utvecklingsarbete, fler indikatorer och bättre registerdata öppnar sig intressanta framtida möjligheter.

I nästa avsnitt vänder vi blicken till mer kvalitativa aspekter på RKS.

4.3 Vad säger aktörerna själva?

I Tillväxtanalys kvalitativa delstudie har totalt närmare 50 intervjuer med olika finansieringsnära aktörer på plats i sex olika kommuner i Sverige utförts.⁴¹ För en utförlig redogörelse hänvisas till delstudien.⁴² Några av de viktigaste iakttagelserna presenteras kort nedan.

Stora regionala och inomregionala skillnader

Generellt konstaterar studien att det råder mycket stora skillnader mellan de studerade områdena. I intervjuerna tecknas en bild där tillgången på finansiering i stort sett följer kommunkategoriseringen. I ena änden av skalan (storstadskommunen) ser vi en mycket välutvecklad struktur med stort antal aktörer och en hög specialiseringsgrad och i den andra änden (den mest perifera kommunen) en tunn marknad med ytterst få lokala företagsfrämjare.

Det var förväntade olikheter och en naturlig konsekvens av marknadsstorlek, men det innebär samtidigt ett potentiellt tillväxthinder för de företag som verkar i områden där finansieringsmöjligheterna är sämre. En intressant iakttagelse är att även ”starka” RKS (som i Umeå och Göteborg) tenderar att snabbt förlora i styrka när vi rör oss från regioncentrum till kommunerna utanför. Styrkan är alltså ingen garanti för räckvidden.

Många respondenter efterfrågar också starkare samband mellan policyinsatsernas utformning och den faktiska efterfrågan i en lokal och regional kontext.

Ovanstående stärker uppfattningen om betydelsen att anpassa policyinsatser efter de lokala och regionala förhållanden som råder.

Komplexa system – horisontella och vertikala informationsproblem

I intervjuerna framgår att RKS (och främjandesystemet i sin helhet) upplevs som komplext och svåröverblickbart. Det innebär svårigheter för såväl företagarna som ibland även för de aktörer som själva är inne i systemet att riktigt förstå vilken rollfördelning som gäller, vilka verktyg som erbjuds och under vilka förutsättningar som detta sker. Som en konsekvens av

⁴¹ Vilhelmina, Strömsund, Östersund, Göteborg, Lysekil och Herrljunga. Kommunerna är utvalda så att de var och en tillhör olika kommuntyper i den klassificering om sex grupper som myndigheten tidigare tagit fram utifrån kriterier om befolkningstäthet, befolkningsstorlek samt tillgänglighet. För en redovisning av kommunkategoriseringen, se Tillväxtanalys, (2014), ”Bättre statistik för en bättre regional- och landsbygdspolitik”, s. 57–75.

⁴² Tillväxtanalys, (2019), ”Företagens finansiella förutsättningar – röster från ”verkligheten”.

detta efterlyser ett flertal respondenter en koordinator med ”helikopterperspektiv”. Det är å ena sidan lätt att se behovet och potentialen för effektivitetsvinster med detta, men å andra sidan är uppgiften långt ifrån lätt med tanke på den breda sammansättningen av främjandeaktörer som finns i en region.

Vi möter också på ett flertal ställen uppfattningen att upplevda finansieringssvårigheter ibland mera kan kopplas till ett kunskaps- och informationsproblem än brister i utbudet av kapital. Respondenterna menar att det kan saknas kunskap bland företagare om var de ska vända sig, vilka olika finansieringsmöjligheter som faktiskt finns, hur deras finansieringsbehov och affärsidé ska kommuniceras på ett effektivt sätt. Geografiska avstånd – distansen mellan det lokala och regionala systemet med finansiärer och rådgivande aktörer – framstår ur detta perspektiv som ett hinder i sig. Det gäller inte bara områden där avståndet i antal mil är stort mellan den lokala platsen och det regionala ”centrumet”.

Ovanstående skulle kunna uttryckas som ett informationsproblem, såväl horisontellt (mellan främjandeaktörerna) som vertikalt (mellan främjandeaktör och företag).

Offentliga främjandeaktörers roller

Frågan om statens roll som marknadskompletterande aktör lyfts i flera kommuner. Vanliga frågor som då kommer upp i intervjuerna handlar till exempel om på vilket sätt statliga aktörers prestationer bedöms. Hur viktas till exempel strikt ekonomiska resultat som avkastning mot andra parametrar? Kan det finnas risker för undanträngning av privata aktörer i vissa områden och för lite närvaro i andra kontexter? Flera av våra respondenter pekar vidare på att det kan finnas en skillnad mellan att vara organisationsnyttig (optimera den egna organisationens resultat) eller systemnyttig (agera för hela systemets bästa) och efterlyser tydligare ägardirektiv och styrsignaler för att öka incitamenten för det senare.

Något behov av fler aktörer framgår inte. Vi får snarare en tydlig bild från en majoritet av de undersökta kommunerna att det finns en efterfrågan på mer fysisk närvaro och ut-hållighet av de befintliga regionala finansiella aktörerna ute i kommunerna. Flera respondenter nämner till exempel att geografiska spridningseffekter av insatserna skulle kunna ingå som ett av flera bedömningskriterier för främjandeaktörer.

Det är vidare tydligt att kommunernas näringslivsfunktioner organiseras på olika sätt och får olika roller i de undersökta kommunerna. Här finns allt från näringslivsbolag som är helt fristående från kommunen till mer traditionella kommunala näringslivsavdelningar. Vi ser även en tendens till omvänd proportionalitet mellan kapitalförsörjningsstrukturernas ”täthet” och den kommunala näringslivsfunktionens betydelse. I kommuner som karakteriseras av tunna marknader finns få andra närvarande främjandeaktörer. Den kommunala näringslivsfunktionen får här, trots begränsade resurser, en mycket central roll och ett brett verksamhetsområde. I de starkare lokala finansiella systemen, med hög specialiseringsgrad och många främjandeaktörer på plats, tenderar näringslivsfunktionen att mer få en mäklar-karaktär.

4.4 Vilken strukturpåverkan är rimlig att förvänta sig från en insats?

Insatsen med regionala saminvesteringsfonder har som en av två huvudmålsättningar ambitionen att förbättra regionala kapitalförsörjningsstrukturer. Då ingen ”noll-mätning” (*baseline*) finns från den tidpunkt när insatsen startade kan ingen slutsats dras om detta.

I en tidigare rapport från Tillväxtanalys gjorde vi ändå försök att närma oss frågan om fondernas insatser och eventuella förändringar i RKS.⁴³ Särskilda fokusgruppsintervjuer på plats i de åtta fondområdena kompletterades med resultat från tidigare intervjuer och enkäter. Slutsatsen då var i korthet att fonderna i varierande omfattning *hade* genomfört strukturbyggande insatser och att RKS generellt *bedömdes ha förbättrats*. Däremot fanns inte tillräckligt underlag för att kunna uttala sig om ett kausalt samband.

Vi behövde återkomma i frågan. Som redovisats ovan har vi nu prövat nya metoder. Vi har diskuterat definition, mätbarhet och kvalitativa inslag för RKS. Vi har kommit steg på väg med mätbarhet och samtidigt, via våra sex fallstudiekommuner, sett hur komplicerade systemen kan vara och vilka olikheter som framträder.

Men, en relevant fråga är under vilka förhållanden är det rimligt att förvänta sig att en enskild policyinsats ska kunna förändra sådana komplexa system som RKS? Vi diskuterar detta nedan.

Andelen statligt riskkapital större utanför storstäderna

En inledande betydelsefull aspekt är givetvis det statliga riskkapitalets storlek i jämförelse med det privata. Är det tillräckligt stort för att anses kunna utöva en strukturpåverkan? Som tabell 7 nedan visar utgör det statliga riskkapitalet på nationell nivå en fjärdedel av den totalt investerade volymen under år 2017. Det är dock bara Almi Invest som har ett explicit strukturpåverkande uppdrag och den delen stannar på blygsamma fyra procent. Det är tveksamt om den andelen ur ett rent volymperspektiv kan anses tillräcklig för att det ska finnas reella påverkansmöjligheter på RKS.

Tabell 7 Formellt VC. Investeringsvolym i svenska portföljföretag, år 2017.

Kategori	Investerat belopp, mnkr	Andel, %
Utl. fonder	1 402	58,7
Sv. statliga fonder	598	25,0
–Varav Almi Invest	96	4,0
Sv. privata fonder	390	16,3
<i>Totalt</i>	<i>2 390</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser nyinvesteringar. I statliga fonder ingår Industrifonden, Almi Invest AB, Innovationsbron AB, Fouriertransform, Inlandsinnovation AB. I de särredovisade Almi Invest siffrorna ingår även nyinvesteringar av Partnerinvest Övre Norrland.

Källa: Tillväxtanalys, (2018), "Riskkapitalstatistik, 2017 – venture capital" samt Almi, (2018), "Års- och hållbarhetsredovisning, 2017"

Vi går vidare och gör ett antagande att strukturpåverkande effekter som erfarenheter, kontakter och matchning är mer knutet till *antalet* investeringsprocesser som genomförs än storleken på en enstaka investering. Vidare adderar vi även en regional dimension. Bilden förändras då delvis (se tabell 8). Det visar sig att de statliga fonderna i det närmaste är de enda som investerar utanför storstadskommunerna. Av de identifierade portföljföretagen

⁴³ Tillväxtanalys, (2016), "Effekter och erfarenheter".

har 95 procent i dessa områden mottagit riskkapital med statlig härkomst.⁴⁴ Utifrån balansen mellan statliga och privata investeringar förefaller därför förutsättningarna för strukturpåverkan vara störst i de icke-urbana områdena.

Tabell 8 Formellt VC. Antal investeringar i identifierade portfölj företag.

Portfölj företagens hemvist per kommunkategori	Antal och andel (%) identifierade portfölj företag per fondtyp				
	Sv. statliga	Sv. privata	Utländska	Kombinationer	Totalt
Storstadskommuner	66 (57,9)	29 (25,4)	4 (3,5)	15 (13,2)	114
Täta kommuner	89 (94,7)	2 (2,1)	1 (1,1)	2 (2,1)	94
Landsbygdskommuner	18 (94,7)	-	-	1 (5,3)	19
<i>Totalt</i>	<i>173</i>	<i>31</i>	<i>5</i>	<i>18</i>	<i>227</i>

Anmärkning: Kombinationer förekommer mellan alla tre fondtyper

Källa: Tillväxtanalys, (2018), "Riskkapitalstatistik, 2017 – venture capital" med tabellbilaga.

Utformning, genomförandetid och resurser spelar roll

Insatser kan variera avsevärt när det gäller resurser och genomförandetid, men även i rena designfrågor. En resurssvag insats som varar ett fåtal år har givetvis sämre förutsättningar att vara systempåverkande jämfört med en resursstark insats som löper under, låt säga 10–20 år.

Hur väl en insats är utformad påverkar även dess möjligheter att påverka RKS. Några exempel på faktorer att ta hänsyn till kan vara kunskap om målgruppen (den faktiska efterfrågan), eventuella kontextuella skillnader (behov att anpassa insatsen till lokala/regionala förhållanden av betydelse) samt ett policymix-perspektiv (förhålla sig till andra insatser som pågår eller planeras, respektive identifiera behov av kompletterande, förstärkande insatser)⁴⁵.

Varierande förutsättningar, men förväntningar måste också vara realistiska

Sammantaget menar vi att möjligheterna till strukturpåverkan från en insats som de regionala saminvesteringsfonderna i grunden är begränsade. RKS påverkas av många faktorer (varav en del externa) och består av en komplex struktur av aktörer, verktyg, kunskap och nätverk. Men, en långsiktig och noggrant utformad insats som förstärks av övriga beståndsdelar i policymixen ger ändå vissa möjligheter till positiva strukturförbättringar. En fördel i det specifika fallet med de regionala saminvesteringsfonderna är den relativt långa verkanstiden (i nuläget tio år). Fondernas marknadserbjudande har därmed kunnat tydliggöras hos både privata saminvesterare och potentiella portfölj företag.

⁴⁴ Notera dock att den geografiska fördelningen endast baseras på 53 % av portfölj företagen då identifiering i form av organisationsnummer endast varit möjlig för dem. För de statliga fonderna är identifieringsgraden 98 % av investerat kapital, för svenska privata fonder 66 % och för de utländska fonderna endast 31 %. Vi bör samtidigt ha i åtanke att de regionala saminvesteringsfonderna i sin konstruktion har en inbyggd geografisk fördelning (finns i varje Nuts 2-område), medan privata, formella VC-investeringar är starkt koncentrerade, se t.ex. Sorenson O & Stuart TE, (2001), "Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments". Även om dataläget således inte är tillfredsställande ter det sig osannolikt att identifieringsproblemen skulle medföra någon märkbar underrepresentation av privat inhemsk och utländsk VC-aktivitet i områden utanför storstäderna.

⁴⁵ Se även diskussionen om "policypportföljer" i Tillväxtanalys, (2013), "Affärsänglar, riskkapitalfonder och policypportföljer" samt motsvarande diskussion för begreppet "policymix" i OECD, (2010), "The Innovation Policy Mix".

Insatsen upplevs dock isolerad ur ett policymixperspektiv. Det ter sig sannolikt att strukturerade, kompletterande insatser för att främja såväl utbuds- som efterfrågesidan skulle ha förbättrat förutsättningarna för strukturpåverkan.⁴⁶

Förutsättningarna varierar även geografiskt, då det statliga riskkapitalet har en betydligt större ”marknadsandel” i tunna marknader än i storstadsområden. I princip skulle man kunna resonera på samma sätt även utifrån bransch och fas. Ju mer närvarande den privata marknaden är initialt desto mindre förutsättningar finns för strukturpåverkan – och rimligen även behov av statliga interventioner. Vi återkommer till frågan i kapitel 5.

I nästa kapitel diskuteras lärdomar utifrån ett policyperspektiv.

⁴⁶ Konkreta exempel skulle kunna vara främjandeinsatser för affärsänglar/affärsängelnätverk, skapa arenor där aktörer från utbuds- och efterfrågesidan kan mötas eller insatser med syftet att öka ”investeringsbarheten” hos företag, förbättra kunskapen om olika finansieringsinstrument samt utveckla företagens förmåga att presentera sina affärsplaner.

5 Lärdomar

Vår ambition är att denna rapport ska kunna utgöra ett konkret kunskapsbidrag inför överväganden och utformning av fortsatta och framtida insatser inom området offentligt riskkapital.

Några tidiga iakttagelser från de nya insatserna – den gröna fonden och holdingfonden – är inkluderade, men i huvudsak baseras reflektionerna nedan på vår samlade utvärdering av de regionala saminvesteringsfonderna. Vi har identifierat åtta huvudsakliga lärdomar:

- Satsa på att utveckla programlogiken!
- Identifiera potentiella målkonflikter och prioritera!
- Dra nytta av tidigare erfarenheter!
- Beakta även efterfrågesidan!
- Anpassa insatser efter regionala förhållanden!
- Tänk policymix och minska risken för fragmentisering och stuprör!
- Tänk exit tidigt och anlägg ett cykliskt perspektiv!
- Säkra relevant datafångst!

Satsa på att utveckla programlogiken!

Problemformuleringar och precisa mål är viktiga delar när en insats utformas, genomförs och utvärderas.⁴⁷ Det egentliga problemet måste identifieras och konkretiseras så långt som möjligt. Är problemet möjligt att lösa eller reducera? Viktigt är också att vara öppen för förhållanden på både utbuds- och efterfrågesidan samt eventuella brister när det gäller information och kunskap hos aktörerna. Det blir en förenkling att alltid utgå från att det enbart handlar om mängden pengar.

Arbetet med målformuleringar bör innehålla precisering av mål och målgrupp samt identifiering av tänkbara målkonflikter och – i förekommande fall – målprioriteringar. Man bör tidigt ställa sig följande frågor:

- Hur är insatsen *tänkt* att fungera?
- Vilka deffekter ska uppnås för att uppnå sluteffekten? Att skapa så kallade effektkedjor kan vara en pedagogisk metod för detta.
- Varför tror man att dessa deffekter uppstår? Finns det forskning eller tidigare erfarenheter som stärker dessa antaganden?
- Vilka behov finns av avgränsningar?

Man bör även tänka igenom vilken data som behövs för uppföljning och utvärdering samt hur den på ett så smidigt sätt som möjligt kan fångas in (mer om dataförsörjning nedan).⁴⁸

För alla tre insatser som är aktuella i denna rapport kan sägas att våra delstudier visar på utrymme för mer av dessa förberedelser.⁴⁹ Målen har varit tämligen löst formulerade vid uppstart. Det ger å ena sidan handlingsutrymme för genomförandeaktörerna, men skapar å andra sidan osäkerhet om förväntningar, tillvägagångssätt och prioriteringar. *Efter* att insatserna har startat kan vi dock se att arbete med programlogik har inletts.⁵⁰ För att rätt

⁴⁷ Tillväxtanalys, (2018), "Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?".

⁴⁸ Se även Tillväxtanalys digitala "utvärderingsguide", med tips när nya policyinsatser planeras.

⁴⁹ För en mer utförlig diskussion, se: Tillväxtanalys, (2016), "Effekter och erfarenheter – slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009–15" samt Tillväxtanalys, (2018), "Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?".

⁵⁰ För de regionala saminvesteringsfonderna och den gröna fonden.

kunna utnyttja de möjligheter som ett sådant arbete medför för själva utformningen av en insats är vår uppfattning att det bör komma i ett betydligt tidigare skede. De resurser som avsätts för detta kan ses som en investering vars avkastning kommer i form av ökad effektivitet längre fram i processen.

När det gäller målen för de *regionala saminvesteringsfonderna* fanns det inledningsvis (vid uppstarten år 2009) en osäkerhet om vad fonderna mer precist förväntades uppnå och hur de skulle bedömas. Efter en relativt utförlig måldiskussion med tillhörande programlogikarbete under satsningens första år identifierades slutligen de två huvudspår som tidigare nämnts (tillväxt i portfölj företagen och förbättrade RKS).

Även om detta var ett framsteg så kvarstod betydande osäkerhet om vad som mer precist förväntades av fonderna, prioriteringar och den egentliga innebörden av strukturbegreppet. Tidigt programlogikarbete kan reducera sådana oklarheter och tydliggöra vilka förutsättningar och verktyg som behövs för att effektivt kunna lösa uppgifterna.

Identifiera potentiella målkonflikter och prioritera!

Som påpekades redan i avsnitt 2.3 finns inte sällan flera mål förknippade med statliga insatser på riskkapitalmarknaden. Vi har också i bilaga (s. 51ff) kort pekat på några olika delmål för de insatser som studeras i denna rapport.⁵¹ När dessa inte är förenliga riskerar det att uppstå oklarheter i marknadsberedande, genomförande och uppföljning/-utvärdering.

Svårigheterna som uppstår vid bedömning om insatsen med regionala saminvesteringsfonder är ”bra” exemplifierar detta. Några exempel på tänkbara bedömningskriterier som framkommer i olika styrdokument:

- hög avkastning som innebär att fonden kan revolvera
- tillväxt i portfölj företagen
- hög grad av privat saminvestering
- tydlig marknadskompletterande inriktning, ingen undanträngning av privat kapital
- investeringar i tidig fas
- förbättrade regionala kapitalförsörjningsstrukturer
- horisontella kriterier ska vara styrande för verksamheten

Utan att i detalj gå in på varje aspekt kan några reflektioner göras. Vår effektutvärdering visar att jobb har skapats.⁵² Samtidigt ser vi att de största effekterna uppstår där den marknadskompletterande effekten kan förväntas vara lägst; i ”heta” branscher som IKT och Life science, i storstadsregioner och i senare faser. Vidare har det inte varit klart för de enskilda fonderna vad som mer precist förväntades av dem avseende förbättring av RKS. Vad innebar egentligen begreppet? Skulle de agera som strikta riskkapitalister eller regionala utvecklingsaktörer? Som en konsekvens av detta uppstod dels olika tolkningar ute i regionerna om vad som kunde förväntas av fonderna, dels olika självbilder hos fonderna. Sådana olikheter har naturligtvis påverkat deras arbetssätt, till exempel omfattningen av de strukturbyggande aktiviteter som har genomförts.

För den *gröna fonden* finns en inbyggd risk för målkonflikt. Det är inte tydligt hur ekonomisk avkastning på investerat kapital ska värderas i förhållande till miljönyttan. Intervjuer i vår delstudie indikerar även en tendens till ”glidning” – en förändring i

⁵¹ Se även Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”.

⁵² Tillväxtanalys, (2019), ”Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden – hur påverkas portfölj företagen av investeringarna?”.

insatsernas inriktning allteftersom uppdraget har rört sig från initiativtagare till slutlig genomförare.⁵³ I delstudien noteras att miljönyttan verkar röra sig mot en mer sekundär roll i val av investeringsobjekt. Sådana oklarheter kan elimineras, eller åtminstone rejält reduceras, genom ett omsorgsfullt programlogikarbete innan en insats blir operativ.

Holdingsfonden har, genom det extraled som skapas mellan staten och portfölj företagen, en annorlunda investeringsmetod gentemot de båda andra insatsernas direktinvesteringar. I de programdokument som har studerats framgår en tydlig marknadskompletterande ansats, där fler VC-team (i klartext tre nya underfonder) förväntas öka systemets dynamik och mångfald.⁵⁴ Dessa nya VC-team ska uppnå detta genom att ”stimulera ett intresse för segmentet bland institutionella placerare”.⁵⁵ Med sådana förväntningar bör deras investeringar ske i segment (fas och/eller bransch) där de privata investerarna inte redan är aktiva. I annat fall är det svårt att se vilket intresse det är som behöver stimuleras.⁵⁶ Detta är något som bör tydliggöras och följas upp.

Möjligheten till effektiva insatser ökar om man redan innan insatsen blir operativ svarar på frågor som: Vad förväntas *egentligen* insatsen kunna uppnå? Vilka *målkonflikter* riskerar att uppstå? Hur sker *prioritering* mellan olika mål vid eventuella målkonflikter?

Dra nytta av tidigare erfarenheter!

Det är onödigt att uppfinna hjulet på nytt. Finns erfarenheter av tidigare policyinsatser inom området, såväl nationella som internationella, är det klokt att studera dessa innan designen av den nya insatsen inleds. Vad har fungerat bra eller dåligt? Vad kan man lära av det? Som alltid är det dock viktigt att väga in i vilken kontext de studerade insatserna har genomförts, i synnerhet (men inte enbart) om de hämtas in från andra länder. Lärandet får inte vara okritiskt och innebära förenklade ”copy-paste” lösningar.

För alla tre insatser har vissa ansträngningar gjorts i den riktningen, men vår uppfattning är att det finns förbättringsmöjligheter när det gäller design- och genomförandeaspekter. Tillväxtanalys har i sin roll som utvärderare genomfört internationella studier av sådan erfarenhetskaraktär, men det har varit i senare faser när insatserna redan utformats och sjuösatts.⁵⁷ Förhoppningsvis har ändå erfarenheter från dessa studier kunnat bidra till justeringar under resans väg. Det är dock vår uppfattning att sådana studier får störst effekt om de kan användas som inspel i programlogikarbetet med en insats, det vill säga mycket tidigt i processen.

⁵³ Tillväxtanalys, (2018), ”Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?”.

⁵⁴ Tillväxtanalys, (2018), ”Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?”.

⁵⁵ Tillväxtverket, (2015), ”Europeiska regionala utvecklingsfonden investerar i tillväxt och sysselsättning i hela Sverige. Kortversion av det Nationella regionala utvecklingsprogrammet 2014–2020”, s. 16.

⁵⁶ Stefan Lundell kommenterar (januari 2018) i den digitala facktidningen Breakit de statliga satsningarna Svevi (holdingsfonden) och Saminvest med orden: ”Men en viktigare fråga är kanske om skattekonstruktionerna kommer att visa sig vara välinvesterade. Just den svenska techsektorn har formligen dränkts av kapital de senaste åren [...] Det är redan stenhård konkurrens bland investerarna om de vassaste entreprenörernas bolag. När nu staten på ett bräde går in med nästan en miljard blir den fighten ännu tuffare.”

⁵⁷ Tillväxtanalys, (2011), ”Kompetent Kapital? – Tre länder, tre försök”; Tillväxtanalys, (2013), ”Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer”; Tillväxtanalys, (2018), ”Utländska utblickar – en omvärldsanalys av gröna fonder och holdingsfonder”.

Glöm inte efterfrågesidan!

“*It takes two to tango*”. En omsorgsfullt designad policyinsats tar även hänsyn till efterfrågesidan, till exempel näringslivsstruktur, företagens kunskap och egna preferenser inom området.⁵⁸ Företagarna måste *känna till* vilka finansieringsmöjligheter och instrument som faktiskt är tillgängliga samt inte minst *vilka krav som ställs på dem* som söker finansiering och hur finansieringsbehov och företagens framtidsplaner ska presenteras för finansören.⁵⁹ Hur en policyåtgärd *uppfattas* av företagarna (målgruppens absorptionsförmåga) är också en kritisk faktor. Insatser som bedöms vara för komplicerade att tillämpa och för svåra att förstå sig på, riskerar att bli ineffektiva och leda till låga utnyttjandegrader. I en tidigare rapport från Tillväxtanalys ser vi ett sådant exempel från Wales där stödsystemet förändrades 2013, bland annat efter kritik mot för mycket byråkrati.⁶⁰

Det är även betydelsefullt att väga in företagens egna preferenser. De kan styra vilka finansieringsmöjligheter som i praktiken efterfrågas respektive väljs bort.⁶¹ Oberoende är till exempel en av entreprenörskapets tydligaste drivkrafter.⁶² En konsekvens av det är att många företagare kan ställa sig avvisande till ett tillgängligt finansieringsalternativ om det innebär att det egna ägandet och inflytandet späds ut.⁶³ Även den så kallade ”pecking order-teorin” pekar på en preferensordning av olika finansierings-former.⁶⁴ I första hand föredras finansiering via internt genererat kapital, i andra hand från lån och först i tredje hand genom externt riskkapital (nyemission).

I en tidigare delstudie från Tillväxtanalys har internationella erfarenheter av statliga riskkapitalsatsningar undersökts.⁶⁵ I den engelska fonden ”Low Carbon Innovation Fund” förändrades utbudet efter en utvärdering som visade på en delvis annan efterfrågan än förväntat. En ny delfond startades för att fånga upp små företag med mindre kapitalbehov i tidiga skeden.⁶⁶ Möjlighet till lånefinansiering tillfördes då också eftersom riskkapitalinstrumentet ansågs för smalt.

I den svenska satsningen med regionala saminvesteringsfonder framgår i tidigare rapporter från Tillväxtanalys en varierande efterfrågan.⁶⁷ Vissa fonder pekar på att regionens näringsstruktur och företagens preferenser sammantaget medför en efterfrågan på kompletterande insatser som lån och kreditgarantier. Som framgår i bilaga (s. 51ff) indikerar exitstrukturen att de regionala fonderna i jämförelse med de privata aktörerna har en nästan dubbelt så stor andel exit som, på olika sätt, har skett tillbaka till portföljföretaget och dess ägare (återköp till ägare/grundare och återbetalning av konvertibler). Är riskkapital den bästa finansieringsformen för dessa företag?

⁵⁸ Se t.ex. delstudien Tillväxtanalys, (2019), ”Företagens finansiella förutsättningar” eller Rasmussen E & Sørheim R, (2012), ”Obtaining early-stage financing for technology entrepreneurship: reassessing the demand-side perspective”.

⁵⁹ För en djupare diskussion om hur företagarens agerande och beslutsfattande kan se ut när det gäller att attrahera externt kapital, se: Arntzen-Nordqvist M, (2018), *The financing process of new technology-based firms - The entrepreneur's perspective*. För en rapport om *Investment readiness*-insatser, se Kwok J & Mason C, (2010), ”Facilitating access to finance: Discussion Paper on Investment Readiness Programmes”.

⁶⁰ Tillväxtanalys, (2013), ”Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer”.

⁶¹ Kotey B, (1999), ”Debt Financing and Factors Internal to the Business”.

⁶² Davidsson P, (1989), *Continued Entrepreneurship and Small Firm Growth*.

⁶³ Cressy R, (1995), ”Business Borrowing and Control: A Theory of Entrepreneurial Types”.

⁶⁴ Meyers SC, (1984), ”The Capital Structure Puzzle”.

⁶⁵ Tillväxtanalys, (2018), ”Utländska utblickar”.

⁶⁶ Smaller Investments Scheme (SIS).

⁶⁷ Underlagsrapport 2 till Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”.

En ytterligare aspekt handlar om långsiktighet. För att de tänkta mottagarna av insatsen (i fallet med de regionala saminvesteringsfonderna, i huvudsak entreprenörer och privata medinvestorer) ska ”lära sig” vad erbjudandet innebär behövs en minsta programtid. Lägger man därtill en systempåverkande ambition blir det ännu viktigare att insatsen är uthållig. En utmaning är att kombinera ett sådant behov av långsiktighet och tydliga spelregler med en flexibilitet, till exempel vid ett starkt förändrat konjunkturläge.

För att träffa rätt är det därför viktigt att identifiera förhållanden på efterfrågesidan. Det är förstås inte alltid som tid och resurser medger specifika studier. Men, i gynnsamma fall finns kanske redan lämpliga undersökningar att tillgå, i andra fall kan kanske en fördjupad dialog med regionala och lokala aktörer vara ett sätt att skaffa sig relevant information.

Anpassa insatser efter regionala förhållanden!

Policyinsatser blir effektivare om de utformas med hänsyn till de kontextuella förutsättningar som råder där insatsen är tänkt att verka. Som framgick i kapitel 4 och mera utförligt i såväl den kvantitativa som den kvalitativa delstudien ser vi stora skillnader mellan olika fondområden i insatsen med regionala saminvesteringsfonder.⁶⁸ Även i tidigare rapporter från Tillväxtanalys bekräftas den bilden.⁶⁹

I tabell 9 nedan visas några exempel från en tidigare underlagsrapport där olika fonder inom insatsen beskrivs utifrån sin verksamhet och fondområdets förutsättningar.⁷⁰ Exempelen är valda för att på ett mera konkret sätt illustrera och tydliggöra spännvidden mellan en ”tunn” och ”tät” marknad.⁷¹

Tabell 9 Beskrivande exempel från olika fonder och fondområden

”Tunn” marknad	”Tät” marknad
Har mötts av utmaningen att hitta bra investeringsobjekt och har därför arbetat brett med informations- och uppsökande verksamheter	Responderar på det som finns och väljer vilka forum de vill vara med i
Vid tidpunkten för satsningens uppstart beskrivs riskkapitalaktiviteten i regionen som obefintlig	Efterfrågan på riskvillig finansiering upplevdes som relativt sett välfungerande vid satsningens uppstart
Systemet upplevs som splittrat och det är svårt för både företagare och systemaktörer att förstå hur de olika delarna hänger ihop	Den regionala samverkan upplevdes som relativt sett välfungerande vid fondens uppstart

Anmärkning: Syftet med exemplen ovan är rent illustrativt, att belysa skillnader mellan olika fonders investeringsförutsättningar. Av den anledningen namnges inte den enskilda fonden. Texten i underlagsrapporten kommer från sammanfattningar av intervjuer med fonderna själva och från diskussioner i regionala fokusgrupper inom respektive fondområde.

Källa: Underlagsrapport 2 till Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”.

Om förutsättningarna (åtminstone inledningsvis) kan skilja sig åt så tydligt är det rimligt att även anpassa insatsen efter det. För att använda sig av en analogi; valet av utsäde och gödning påverkas av vilken jordmån och klimatzon det handlar om.

⁶⁸ Backman M, (2019), ”Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – kunskapsöversikt, mätbarhet och nuläge” samt Tillväxtanalys, (2019), ”Företagens finansiella förutsättningar”.

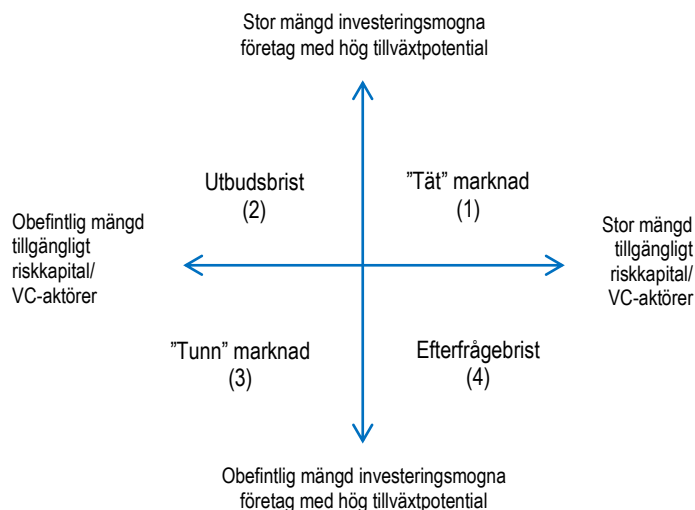
⁶⁹ Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter” samt ”Underlagsrapport 2” till densamma.

⁷⁰ Underlagsrapport 2 till Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”.

⁷¹ Exempelen är hämtade från underlagsrapport 2 till Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”. För en mer utförlig beskrivning av ”tunn” resp. ”tät” marknad se, Nightingale P m.fl., (2009), “From funding gaps to thin markets: UK government support for early-stage venture capital”.

I figur 1 nedan illustreras kapitalförsörjningsmarknadens mognad i en schematisk fyrfältsmatris.

Figur 1 Schematisk kapitalförsörjningsstruktur



Källa: Tillväxtanalys, 2013 (något justerad). Ursprungligen baserad på diskussionen i Nightingale P m.fl., (2009), "From funding gaps to thin markets: UK government support for early-stage venture capital".

Positionerat i vår matris skulle regionerna därmed kunna hamna i olika kvadranter. Insatsen med regionala saminvesteringsfonder får sägas vara tungt utbudsorienterad och därmed implicit inriktad på förhållanden som liknar dem i kvadrant 2 ("Utbytesbrist"). För de regioner vars förutsättningar helt eller mestadels överensstämmer med dem i kvadrant 3 eller 4 är det uppenbart att det krävs mera än att enbart tillföra mer riskkapital. För den eller de regioner vars förutsättningar bäst stämmer in på kvadrant 1 kan det diskuteras om en statlig insats är motiverad.

I kapitel 4 visades ett exempel på hur man med hjälp av registerdata kan bilda sig en uppfattning om för insatsen relevanta regionala skillnader. Det innebär förbättrade möjligheter både för utformning av insatsen och för utvärderingar. Genom översiktliga kategoriseringar skapas möjligheter att anpassa verktyg och regelverk efter den regionala (eller lokala) kontext som *de facto* föreligger. Genom att kombinera noll-mätningar (innan insatsen inleds) med uppföljande mätningar vid senare tillfällen skapas förutsättningar att undersöka eventuella förändringar över tid.

Tänk policymix och minska risken för fragmentisering och stuprör!

Det finns förtjänster med att anta ett mer holistiskt perspektiv och betrakta policyinsatser mer i "portföljer" än som isolerade enheter. På aktörssidan finns effektivitetsvinster att göra med ömsesidigt erfarenhetsutbyte och kännedom om varandras uppdrag och resurser. På själva insatssidan finns beroendeförhållanden och interaktioner mellan olika instrument. Man skulle kunna uttrycka det som att de statliga policyinsatserna ingår i ett mer eller mindre sammanhängande system.

Pågående eller *planerade* policyinsatser kan i förhållande till den nya insatsen vara såväl kompletterande som neutrala (eller kanske till och med motverkande). På så sätt påverkas förutsättningarna för den nya insatsen. Kanske framstår en möjlighet att *renodla* bland

befintliga policyinsatser? Eller motsatsen, överväga om *kompletterande* åtgärder skulle kunna förbättra förutsättningarna för ett effektivt genomförande av den planerade insatsen.

Ett sådant beroendeförhållande mellan olika främjandeinsatser – eller på en högre abstraktionsnivå, mellan olika politikområden – kallas ibland för *policymix*. *Policymix* är ett begrepp som använts relativt frekvent av till exempel OECD.⁷² Tillväxtanalys har också berört företeelsen (även benämnd ”policyportfölj”) i tidigare rapporter.⁷³

När det specifikt gäller ambitionen att förbättra marknaden för riskkapitalfinansiering är ett ökat utbud av statligt riskkapital inte den enda insatsen i verktygslådan. Några andra exempel kan vara främjandeinsatser mot privata medfinansierare som affärsänglar eller affärsängelnätverk (*investor readiness*), kvalitetshöjande åtgärder på efterfrågesidan (*investment readiness*), matchningsåtgärder (reducera informationsgap på marknaden) eller förändrade ramvillkor som regelförändringar eller skatteincitament.

I en tidigare rapport från Tillväxtanalys illustreras betydelsen av interaktioner mellan flera olika policyinitiativ genom en fallstudie av den skotska saminvesteringsfonden ”Scottish Co-Investment Fund” (SCF).⁷⁴ SCF bedöms vara en framgångsrik satsning, men framgången vilar till stor del på två viktiga förutsättningar. Dels fanns redan aktiva affärsängelnätverk på plats, dels fanns ett utvecklat system med skatteavdrag för riskkapitalinvesteringar.⁷⁵ Med andra ord en gynnsam infrastruktur för att säkra den privata medfinansiering som krävdes till SCF.

I det perspektivet är det något förvånande att den relativt stora svenska satsningen på regionala saminvesteringsfonder framstår så isolerad ur ett ”policymix-perspektiv”. Geografiskt avgränsade fonder och krav på privat medfinansiering innebär till exempel att förekomsten av affärsänglar blir central. Varierande kunskap om instrumentet riskkapital bland potentiella portfölj företag och stora regionala skillnader när det gäller mötesarenor mellan företag och investerare försvårar fondernas arbete. Det ter sig därför sannolikt att en samordnad satsning med regionalt anpassade åtgärder för att främja såväl utbud (affärsänglar) som efterfråga (*investment readiness*) och matchning skulle ha förbättrat förutsättningarna för själva finansieringsinsatsen.

En annan aspekt är att staten nu har ett flertal aktörer och instrument inom riskkapitalförsörjning.⁷⁶ En effektiv hantering bör gynnas av en konstruktiv, regelbunden, dialog mellan dessa med syftet att dels diskutera gemensamma frågor av investeringskaraktär, dels tydliggöra avgränsningar och risker för överlappningar mellan respektive instrument. Rimligen finns en hel del områden där utbyte av kunskap och erfarenheter mellan aktörerna sammantaget skulle gynna ”koncernen Sverige”.

Tänk exit tidigt och anlägg ett cykliskt perspektiv!

Vissa statliga riskkapitalinsatser är direktinvesteringar, till exempel de regionala saminvesteringsfonderna och den gröna fonden som berörs i denna rapport. En konsekvens av direktinvesteringar blir att staten även får ägarandelar i privata företag. Detta ägande är

⁷² OECD, (2010), “The Innovation Policy mix”.

⁷³ T.ex. Tillväxtanalys, (2013), ”Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer” och Tillväxtanalys, (2013), ”En lärande innovationspolitik”.

⁷⁴ Tillväxtanalys, (2011), ”Kompetent kapital?”.

⁷⁵ Redan 1993 etablerades affärsängelnätverket LINC. Skatteincitamentprogrammet heter *Enterprise Investment Scheme (EIS)*.

⁷⁶ T.ex. Industrifonden, de regionala saminvesteringsfonderna, den gröna fonden, holdingfonden samt Saminvests instrument.

tänkt att vara tidsbegränsat och aktieinnehavet ska senare säljas, genom en så kallad exit – investerarnas finansiella skörd, om man så vill.

Det finns en tendens att policyintresset stannar vid själva investeringarna, medan exit och vad som händer efter en sådan marginaliseras. Riskkapitalinvesteringar bör emellertid betraktas utifrån ett cykliskt perspektiv.⁷⁷ Med ett sådant är exit långt ifrån en slutstation, snarare en företeelse som skapar förutsättningar för nya investeringar. Genom exit-processen och hur den påverkar företaget, involverade individer och det omkringliggande samhället skapas indirekt återkopplingar till regional utveckling och tillväxt. Vad som händer efter en exit blir därmed en policyaspekt att beakta.

När det gäller påverkan på *företaget* identifierar litteraturen såväl positiva som negativa effekter. Företaget kan få en positiv tillväxteffekt genom exempelvis tillgång till betydligt större resurser och affärsnätverk, men det finns även risk för krympande företag, omlokalisering (inom landet eller flytt utomlands) och nedläggning. De två senare är uppenbart negativa effekter om perspektivet är lokalt/regionalt eller nationellt (vid flytt utomlands), även om besluten kan vara fullt rationella ur det uppköpande företags sida.

En exit får också konsekvenser för de involverade individerna (i huvudsak entreprenör och investerare).⁷⁸ Exit (med positiv avkastning) ger *investerare* finansiell likviditet och motivation för fortsatta investeringar i regionen.⁷⁹ Lyckade investeringar har också ett signalvärde till andra investerare som inte deltagit i denna investering, vilket underlättar för framtida riskkapitalfinansiering. För exit med mycket låg eller negativ avkastning blir signalvärdet förstås det motsatta.

Entreprenörer och andra personer i ledande befattningar har, oavsett ekonomiskt utfall av själva försäljningen, ackumulerat erfarenheter. Dels från uppbyggnad av företaget, dels från investerings- och exitprocessen. Det är betydelsefulla kunskaper som går att återanvända i start av nya företag eller andra företagsfrämjande aktiviteter. Mason och Harrison använder sig av uttrycket ”*entrepreneurial recycling*” för att beskriva detta.⁸⁰ Framgångsrika exit som genererar pengar i entreprenörernas fickor skapar dessutom finansiella möjligheter för ytterligare aktiviteter från deras sida.

Effekter kan även förväntas i ett mer indirekt avseende. Beroende på antal exit inom ett visst avgränsat geografiskt område och deras karaktär visar empiriska studier också att det *regionala entreprenöriella ekosystemet* påverkas. På regional nivå finns till exempel stöd för att IPO och industriell försäljning stimulerar nyföretagandet. Nya, starka aktörers inträde i nya områden kan också medföra andra spin-off-effekter, till exempel affärs-möjligheter för lokala/regionala leverantörer, nya jobb- och karriärmöjligheter för kvalificerad arbetskraft eller kunskapsspridning.

Det är viktigt att komma ihåg att de involverade aktörerna delvis kan ha olika mål med en exit. Några exempel kan vara maximal avkastning (privat VC-fond), fortsatt inflytande och kontroll (grundare/entreprenör), företags fortsatta utveckling och lokalisering (statligt VC). *Hur* en exit sker är därmed inte egalt ur ett policyperspektiv. Sannolikheten för olika postexit-effekter för företaget och de involverade aktörerna påverkas av vilken exitväg som

⁷⁷ Tillväxtanalys, (2018), “Finansiell exit”.

⁷⁸ Investerarna kan i sin tur delas upp i olika kategorier som affärsänglar, institutionella VC-aktörer och statliga aktörer. Beroende på vilken investeringsform som gäller (t.ex. saminvesteringsfonder eller inte) kan antal kategorier variera.

⁷⁹ Söderblom A, (2012), ”The Swedish Venture Capital Market”.

⁸⁰ Mason C & Harrison R, (2006), ”After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional development”.

väljs. Det finns alltså incitament hos respektive aktör att löpande under exitprocessen verka i riktning för den exitväg som de uppfattar som mest attraktiv utifrån sina egna mål.

Den statliga VC-aktören bör ha detta i åtanke redan vid första kontakt med det potentiella portföljföretaget och sedan fortlöpande.

Det är långt ifrån lätt att nå fram till exit. Det finns därmed uppenbara förtjänster med att tänka exit tidigt – anlägga ett exitorienterat synsätt och sätta exit i fokus under *hela* investeringscykeln. Genom detta ökar möjligheterna till en framgångsrik exit som:

- Ger en positiv signaleffekt till privata investerare
- Möjliggör revolverande kapital (och därmed fortsatta investeringar)
- Ökar möjligheterna till positiva-spill-over effekter

En statlig uppmärksamhet mot ovanstående aspekter får inte medföra rigida exit-restriktioner. Men motsatsen, att ignorera samtliga postexit-effekter är inte effektivt.

Säkra relevant datafångst!

Relevanta och stabila data är nyckeln till bra och konstruktiva uppföljningar och utvärderingar. Genom att tidigt fundera över vilken data som behövs, när den ska samlas in och av vem (gärna i dialog med en utvärderingsmyndighet) skapas förutsättningar för en effektiv datainsamling. Detta både underlättar för kommande utvärderingar och bidrar positivt till deras kvalitet.

Några kommentarer om utvärderingsdata kan göras i utifrån tre perspektiv:

- kvalitet
- juridiska aspekter
- när insatsen genomförs av andra än statliga myndigheter och regionala utvecklingsbolag.

Det är viktigt att *data samlas in och sammanställs* på samma sätt över tid och mellan fonder. I samband med tidigare utvärderingar och uppföljningar inom insatsen med regionala saminvesteringsfonder har vissa iakttagelser om brister och olikheter mellan respektive fonds dataleveranser noterats såväl av Tillväxtanalys som av de följeforskare som var kopplade till etapp 1 (Ramböll). I dialog med Almi Invest och Tillväxtverket har dock relativt stora förbättringar skett under resans gång.

Under hösten 2017 uppmärksammade Almi att det fanns vissa tveksamheter om deras *regelverk* medgav dataleveranser till Tillväxtanalys. Det gällde både riskkapitalinsatsen med regionala saminvesteringsfonder och deras låneverksamhet. Efter en juridisk genomlysning drog Almi slutsatsen att reglerna om uppgiftsskyldighet behövde bli tydligare för att utvärderingsdata skulle kunna lämnas ut. Efter en hemställan från Almi beslutade regeringen om förordningsändringar, som tydliggör att regionala utvecklingsbolag ska rapportera uppgifter till Tillväxtanalys om statligt företagsstöd.⁸¹ Ändringarna trädde i kraft i januari 2019 och medförde att Almi nu bedömer att de tidigare tveksamheterna har undanröjts. Det bör dock noteras att denna process har medfört att Tillväxtanalys inte har kunnat inkludera data för investeringsverksamhet i de regionala saminvesteringsfonderna efter 2015-09-30 i denna rapport.

Den relativt nya satsningen med en *holdingfond* som genomförs och förvaltas av Europeiska investeringsfonden (EIF) bygger på en konstruktion där offentliga medel, från

⁸¹ Se 20 § förordningen (2012:872) om statlig finansiering genom regionala utvecklingsbolag.

EU såväl som den svenska staten, används tillsammans med medel från privata finansiärer i syfte att tillhandahålla riskvilligt kapital till små och medelstora företag. Modellen innebär att EIF, efter ett öppet anbudsförfarande, slutit avtal med tre (privata) underfonder, vilka är de operativa enheter som utför själva investeringarna. Underfonderna medfinansieras till minst hälften med privat kapital. Genom holdingfondens konstruktion är tanken att privata och offentliga finansiärer bidrar på lika villkor.

Det valda upplägget innebär alltså att den svenska staten har tagit ett steg tillbaka såväl i själva investeringsbesluten som när det gäller insyn och tillgång till uppföljnings- och utvärderingsdata. En delfinansiering via EU-medel innebär samtidigt att EU-gemensamma regler om uppföljning och utvärdering, till exempel kraven på utvärdering mot målen i unionens strategi för smart och hållbar tillväxt för alla, blir tillämpliga. Såsom förvaltande myndighet har Tillväxtverket tillgång till vissa investeringsdata från insatsen.

Ur ett utvärderingsperspektiv medför den valda konstruktionen komplikationer för möjligheter till utvärderingar. Andra lösningar för tillgång till data kan behöva övervägas än de som till exempel används i styrningen av statliga myndigheter och regionala utvecklingsbolag. Sådana lösningar behöver tas fram på ett tidigt skede och i samverkan mellan de berörda aktörerna, det vill säga staten, EIF och underfonderna. Det i sin tur kräver en tydlighet kring programlogiken i styrdokumentet, både vad gäller vilka problem som ska lösas och hur de ska lösas, och kring vad insatserna mer precist är tänkta att leda till.

6 Rekommendationer

I kapitel fem diskuterades mera utförligt lärdomar från de tre riskkapitalinsatserna inom Eruf. I detta avslutande kapital har vi koncentrerat och konkretiserat vilka rekommendationer till politiken det medför. Den röda tråden är genomgående ”*tänk tydligt tidigt*”.

Tillväxtanalys bedömer att rekommendationerna alltid är relevanta, men insatsens storlek och tidsperiod får förstås i det enskilda fallet styra omfattningen av de åtgärder som föreslås.

Sträva efter så tydliga uppdragsbeskrivningar som möjligt till genomförandemyndigheter

Grunden i en policyinsats är en specificerad problem- och målformulering. Det är politikens roll att peka ut detta. Det egentliga problemet som insatsen förväntas kunna lösa eller i vart fall reducera bör beskrivas tydligt. Detsamma gäller för insatsens mål och målgrupp. För att öka tydligheten bör även eventuella tänkbara målkonflikter identifieras så långt som möjligt. Det är också viktigt att den praktiska innebörden av ”marknadskompletterande” är klarlagd i respektive insats.

Ta hänsyn till efterfrågan och kontext när insatsen utformas

Det är viktigt att en insats beaktar efterfrågesidan och inte bara utbudet av kapital. Det innebär bland annat att företagarnas kunskaper om finansiering och deras preferenser blir viktiga delar i en planerings- och designprocess. Förhållanden som påverkar en insats framgång är inte identiska över hela landet. En universalutformning riskerar att minska effektiviteten. En anpassning av insatser efter de lokala och regionala förhållanden som råder bör därför alltid övervägas. En strävan bör också vara att en insats ska vara lätt att förstå och använda för målgruppen. I annat fall riskeras låga utnyttjandegrader och minskad effektivitet. Ett test i begränsad skala (pilotstudie) kan ge värdefulla kunskaper om hur insatsen i praktiken fungerar i detta avseende.

Beakta tidigare erfarenheter och positionera insatsen ur ett policymixperspektiv

Få insatser är helt nya och oprövade. I regel finns relevanta erfarenheter att inhämta – såväl inhemska som internationella – som blir nyttiga inspel i planerings- och designprocessen. Det bör säkerställas att en sådan orientering genomförs. En insats bör också ses i ett sammanhang. Pågående eller planerade närliggande policyinsatser kan genom interaktion påverka förutsättningarna för den nya insatsen. En genomlysning av denna policymix kan påverka utformningen av den nya insatsen. Men, det kan även ge upphov till förslag på justeringar av befintliga/planerade insatser eller tydliggöra ett behov av nya, kompletterande insatser i syfte att öka den sammantagna effekten.

Tänk exit från start

En exit är betydligt mer än en slutpunkt på en linjär process. Portföljföretaget påverkas, återkopplingar sker tillbaka in i investeringscykeln och i det regionala entreprenöriella ekosystemet samtidigt som signaleffekter till privata investerare uppstår. Samtliga effekter kan både vara negativa och positiva samt variera i styrka. Statliga riskkapitalaktörer bör därför tillämpa ett cykliskt perspektiv på exit, tänka exit tidigt i processen (redan innan

själva investeringen), vara medveten om andra aktörers exitpreferenser och beakta tänkbara post-exit konsekvenser. Ambitionen att ha exit i fokus innebär samtidigt en utmaning. Dels kan det statliga handlingsutrymmet – beroende på investeringsform – vara mer eller mindre begränsat, dels krävs en fingertoppskänsla. En statlig uppmärksamhet mot ovanstående aspekter får inte medföra rigida exitrestriktioner. Men motsatsen, att ignorera samtliga postexit-effekter är inte effektivt.

Bygg in goda förutsättningar för utvärdering och lärande

Det finns stora förtjänster med att tidigt tänka och planera för utvärdering och lärande. Krav på ett sådant tänk bör framgå redan i uppdragsbeskrivningar. Vidare bör regeringen säkerställa att den utvärderande myndigheten verkligen får tillgång till de data som behövs. Genom tidig dialog mellan genomförande- och utvärderingsmyndigheter kan effektiva lösningar komma till stånd, till exempel avseende behov och insamling av data. Det behövs också en spridning av erfarenheterna för att ett lärande utöver den innersta kretsen ska uppstå. En viktig del av det är en återkoppling till departementet, inte minst som underlag inför överväganden om framtida insatser.

Säkerställ ett strukturerat utbyte mellan statliga riskkapitalaktörer

Ett flertal statliga aktörer är nu aktiva inom riskkapitalområdet. De tydligaste exemplen är de regionala saminvesteringsfonderna, gröna fonden, EIF:s holdingfond, Saminvest och Industrifonden. Det bör ur styrnings- och effektivitetssynpunkt vara betydelsefullt att säkerställa att närliggande insatser är koordinerade, har en sinsemellan löpande dialog och att erfarenhetsutbyte säkerställs. Tillväxtanalys rekommenderar därför att en struktur för detta skapas. Det kan ske i form regelbundna träffar, ett statligt VC-råd eller liknande. Oavsett form bör det ske med deltagande från Näringsdepartementet.

7 Referenser

- Almi Invest, (2019), Särskilt datautdrag levererat av Maria Ålander, Finance Manager, 2019-04-12.
- Almi, (2018), ”Års- och hållbarhetsredovisning, 2017”.
<http://www.expressmagnet.eu/pub/145/Arsredovisning-2017>. (2019-04-11).
- Amit R, Brander J & Zott C, (1998), “Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence”. *Journal of Business Venturing*. Vol. 13, No. 6, s. 441–466.
- Arntzen-Nordqvist, M, (2018), *The Financing Process of New Technology-based Firms: The Entrepreneur's Perspective*. Doktorsavhandling. No. 73-2018.
 Handelshøgskolen, Nord universitet, Bodø.
- Audretsch DB och Feldman MP, (2004), “Knowledge spillovers and the geography of innovation”. I Henderson V och Thisse JF (eds.), *Handbook of regional and urban economics: cities and geography*, (Vol. 4). Elsevier. S. 2713–2739.
- Avnimelech & Teubal M, (2004), “Targeting venture capital: Lessons from Israel’s Yozma programme”. I Bartzokas A & Mani S (eds), *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation, and Venture Capital*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, s. 85–116.
- Avnimelech G, (2009), ”VC policy: Yozma Programme 15-years Perspective”. *Druid Summer Conference 2009*. 17–19 juni, 2009, Copenhagen Business School.
- Backman M, (2019), ”Regionala kapitalförsörjningsstrukturer – kunskapsöversikt, mätbarhet och nuläge”. Underlagsrapport beställd av Tillväxtanalys.
 Nedladdningsbar på www.tillvaxtanalys.se.
- Blackwell M, Iacus S, King G & Porro G, (2009), ”cem: Coarsened exact matching in Stata”. *The Stata Journal*, Vol. 9, No. 4, s. 524–546.
- Bygrave WD & Timmons JA, (1992), *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.
- Cressy R, (1995), ”Business Borrowing and Control: A Theory of Entrepreneurial Types”. *Small Business Economics*, Vol. 7, No. 4, s. 291–300.
- Cumming DJ & MacIntosh JG, (2006), “Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence”. *Journal of Business Venturing*, Vol. 21, No. 4, s. 569–609.
- Davidsson P, (1989), *Continued Entrepreneurship and Small Firm Growth*.
 Doktorsavhandling. Stockholm: Handelshögskolan.
- EIF, (2019), Särskilt datautdrag levererat av Deniz Erkan, Mandate Manager, Swedish Venture Initiative, 2019-04-29.
- Fried V och Hisrich R, (1994), “Towards a model of venture capital investment decision-making”. I *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, s. 28–37.
- Grabenwarter U & Weidig T, (2005), *Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*. Euromoney Books, February 2005.
 Tillgänglig vid SSRN: <https://ssrn.com/abstract=668044>. (2019-03-11).

- Invest Europe, (2018), "2017 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments". Tillgänglig på Invest Europe:
<https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>. (2019-01-11).
- Kotey B, (1999), "Debt Financing and Factors Internal to the Business". *International Small Business Journal*, Vol. 17, No. 3, s. 11–29.
- Kwok J & Mason C, (2010), "Facilitating access to finance: Discussion Paper on Investment Readiness Programmes". Tillgänglig hos OECD:
<http://www.oecd.org/global-relations/45324336.pdf>. (2019-05-14).
- Le Grand J, (1991), "The theory of government failure". *British Journal of Political Science*, Vol. 21, No. 4, s. 423–442.
- Lerner J, (1999), "The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program". *Journal of Business*, Vol. 72, No. 3, s. 285–318.
- Lundell S, (2018), "Nu regnar det statliga miljarder över startups – vad händer sen?". *Breakit*. 9 januari 2018. <https://www.breakit.se/artikel/10793/nu-regnar-det-statliga-miljarder-over-startups-vad-hander>. (2019-03-07).
- Mason C & Harrison R, (2006), "After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional development". *Regional Studies*, Vol. 40, No. 3, s. 211–236.
- Meyers SC, (1984), "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, s. 574–592.
- Murray G, (2007), "Venture Capital and Government Policy". I Landström H, (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Nightingale P, Murray G, Cowling M, Baden-Fuller C, Mason C, Siepel J, Hopkins M & Dannreuther C, (2009), "From funding gaps to thin markets: UK government support for early-stage venture capital". National Endowment for Science, Technology and the Arts.
- OECD, (1997), "Government Venture Capital for Technology-Based Firms". OCDE/GD (97) 201. Paris: OECD.
- OECD, (2010), "The Innovation Policy Mix" (kapitel 4). *OECD Science, Technology and Industry Outlook 2010*, Paris: OECD. S. 251–279.
- Olofsson C, (1983), *De regionala utvecklingsbolagen – instrument för industriell utveckling?* SIND 1983:4. Stockholm: LiberFörlag.
- Rasmussen E & Sørheim R, (2012), "Obtaining early-stage financing for technology entrepreneurship: reassessing the demand-side perspective". *Venture Capital*, Vol. 14, Nos. 2–3, s. 77–89.
- Riksrevisionen, (2014), "Statliga stöd till innovation och företagande – i senaste laget". Granskningsrapport, RIR 2014:12, Riksrevisionen, Stockholm.
- Riksrevisionsverket, (1998), "Industrifondens näringspolitiska tillskott". RRV 1998:50. SFS 2012:872. *Förordning om statlig finansiering genom regionala utvecklingsbolag*.

- Sorenson O & Stuart TE, (2001), ”Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments”. *American Journal of Sociology*, Vol. 106, No. 6, s. 1546–1588.
- SVCA/Invest Europe, (2018), Särskilt datautdrag levererat av Sten Tärnbro, analytiker, 2018-03-16.
- Sweco Eurofutures, (2008), ”Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning i Sverige: En sammanfattning av åtta behovsstudier inför ett JEREMIE-initiativ”.
- Söderblom A, (2012), ”The Swedish Venture Capital Market”. Näringspolitiskt forum, rapport #2. Stockholm: Entreprenörskapsforum.
- Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”. Rapport 2010:01.
- Tillväxtanalys, (2011), ”Kompetent kapital? – Tre länder, tre försök”. Rapport 2011:05.
- Tillväxtanalys, (2013), ”Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer”. Rapport 2013:08.
- Tillväxtanalys, (2013), ”En lärande innovationspolitik – ett ramverk för innovationspolitiska utvärderingar och analyser”. Rapport 2013:12.
- Tillväxtanalys, (2014), ”Bättre statistik för en bättre regional- och landsbygds politik”. Rapport 2014:04.
- Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter – slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009–15”. Rapport 2016:03.
- Tillväxtanalys, (2018), ”Finansiell exit – perspektiv, aktörer, vägar och konsekvenser”. PM 2018:19.
- Tillväxtanalys, (2018), ”Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?”. PM 2018:08.
- Tillväxtanalys, (2018), ”Riskkapitalstatistik, 2017 – venture capital”. Statistik 2018:05.
- Tillväxtanalys, (2018), ”Utländska utblickar – en omvärldsanalys av gröna fonder och holdingfonder”. PM 2018:17.
- Tillväxtanalys, (2019), ”Företagens finansiella förutsättningar – röster från ’verkligheten’”. PM 2019:07.
- Tillväxtanalys, (2019), ”Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden”. PM 2019:10.
- Tillväxtverket, (2010), ”Förutsättningar för fondprojektens genomförande: Regionalfonderna i Sverige under perioden 2009–2014”. Info 0212 Rev A.
- Tillväxtverket, (2010), ”Start av regionala fonder: Uppdrag och lärdomar”. Rapport 0072.
- Tillväxtverket, (2011), ”Utvärdering – pilotsatsning på regionala investeringsfonder”. Info 0326.
- Tillväxtverket, (2015), ”Europeiska regionala utvecklingsfonden investerar i tillväxt och sysselsättning i hela Sverige. Kortversion av det Nationella regionalfondsprogrammet 2014–2020”. Info 0618.
- Tillväxtverket, (2015), ”Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020”. Rapport 0183.

- Tillväxtverket, (2017), Särskilt datautdrag levererat av Erik Malmström, Controller, 2017-11-17, 09:58.
- Tingvall P, Engberg E & Halvarsson D, (2016), ”Reala effekter av statligt och privat riskkapital”. I Tillväxtanalys, *Perspektiv på kapitalförsörjning – en antologi om företagens finansiering och statens roll*. Tillväxtfakta 2016.
- Underlagsrapport 2 till Tillväxtanalys, (2016), “Effekter och erfarenheter – slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009–15”. Rapport 2016:03.
- Williamson OE, (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.
- Vining AR & Weimer DL, (1990), “Government supply and government production failure: A framework based on contestability”. *Journal of Public Policy*, Vol.10, No. 1, s.1–22.
- Winton A & Yerramilli V, (2008), ”Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, No. 1, s. 51–79.
- Wolf C, (1989), *Markets or Governments: Choosing Between Imperfect Alternatives*. Cambridge, MIT Press.

8 Bilagor

Riskkapitalsatsningarna växer fram

Förändrad syn på finansieringsinsatser inom EU

Den Europeiska regionala utvecklingsfonden (Eruf) har till uppgift är att stärka den ekonomiska och sociala sammanhållningen inom EU genom att utjämna regionala skillnader. Bland annat sker det med hjälp av olika finansieringsinstrument för att främja företag. Under slutet av 1990-talet skedde inom ERUF en förändring i dessa insatser. Andelen direkta projektbidrag minskade i de flesta EU-länder, medan insatser där strukturfondsmedel användes till riskkapitalfonder eller liknande ökade. I Sverige kvarstod dock i huvudsak användandet av projektbidrag. Inför programperioden 2000–06 uppmanade EU-kommissionen sina medlemsländer att styra över medel i strukturfondsprogrammen från direkta bidrag till olika finansieringsformer som garantier, lån och riskkapital. Argumenten var bland annat mindre konkurrensnedvridning och – genom ”revolverande” fonder – att skapa ett återflöde av kapital och garantiutrymmen.

Skotsk förebild

År 2005 inleddes de första svenska satsningarna på riskkapital med delfinansiering från ERUF. Tre ”pilotfonder” (regionala partnerskapsfonder) bildades inom dåvarande strukturfondsprogram Mål 2 Västra, Mål 1 Södra Skogslänsregionen samt Mål 2 Öarna.⁸² De tre pilotfonderna investerade under perioden 2005–08 totalt 112 miljoner kronor i 62 bolag.⁸³ Satsningen var starkt influerad av ”Scottish Co-Investment Fund” (SCF), en finansieringsmodell som redan var godkänd av EU-kommissionen. Ett utmärkande drag för SCF är att fonden saminvesterar med privata medinvestorare. Investeringarna sker på samma villkor (*pari passu*) för de båda investerarkategorierna. Erfarenheter från SCF har beskrivits närmare i en tidigare rapport från Tillväxtanalys.⁸⁴

Insatserna växlas upp

Ytterligare insatser inom området ansågs önskvärda och på uppdrag av Nutek och Almi utförde ett konsultföretag i början av år 2008 en studie om behovet av kompletterande statliga insatser på kapitalförsörjningsområdet.⁸⁵ Rapporten tecknade en bild av tänkbart gap efter såddfasen, men före den fas där det kommersiella kapitalet på allvar träder in. Uttryckt i kronor uppskattades utbudsbristen ligga i intervallet från 1–2 miljoner upp till 10–20 miljoner. Vissa geografiska olikheter som svårigheter med lånefinansiering för företag i områden med låga fastighetsvärden noterades även.

Möjligheter att bilda en eller flera nationella JEREMIE-holdingfonder övervägdes, men fick avföras på grund av juridiska svårigheter. Istället beslöts om en regionalt baserad modell med riskkapitalfonder i Sveriges samtliga åtta strukturfondsregioner (NUTS 2-områden). Satsningen inleddes hösten 2009 och nyinvesteringar fick ske fram till sista september 2015.

⁸² De tre fonderna var Regioninvest Gotland AB, Saminvest Mitt AB samt AB Vestra Partnerinvest (senare namnbyte till Partnerinvest i Mellansverige AB).

⁸³ Tillväxtverket, (2011), ”Utvärdering – pilotsatsning på regionala investeringsfonder”.

⁸⁴ Tillväxtanalys, (2011), ”Kompetent Kapital? – Tre länder, tre försök”.

⁸⁵ Sweco Eurofutures, (2008), ”Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning i Sverige: En sammanfattning av åtta behovsstudier inför ett JEREMIE-initiativ”.

Framväxtprocessen av de regionala fonderna har beskrivits närmare i tidigare rapporter från Tillväxtanalys.⁸⁶

De regionala fonderna fortsätter och två nya nationella instrument introduceras

Även inför strukturfondsperioden 2014–20 aviserade EU en ökad satsning på revolverande finansiella instrument inom ERUF. I den förhandsbedömning som Tillväxtverket (förvaltande myndighet) arbetade fram argumenteras dels för en brist på finansiering för mindre företag i tidiga skeden och dels geografiska skillnader i utbudet av riskkapital.⁸⁷ Tillväxtverket uppskattade att det förelåg ett årligt gap (utbudsbrist) på riskkapital i storleksordningen 600–900 miljoner kronor.⁸⁸ Myndigheten föreslog därför tre insatser inom ERUF, en regional och två nationella. Så skedde också.

De regionala fonderna fortsätter därmed under nuvarande fondperiod med ungefär samma villkor som tidigare.⁸⁹ Investeringsperioden tog vid där den första insatsen slutar och sträcker sig mellan första oktober 2015 till sista december 2021. För första gången i Sverige infördes även ett nationellt program inom ERUF där två nya nationella riskkapitalinstrument – en holdingfond (fond-i-fond) och en grön fond (CO₂-fond) placerades. Båda insatsernas programlogik har beskrivits närmare av Tillväxtanalys i en tidigare rapport av *ex ante*-karaktär.⁹⁰

⁸⁶ T.ex. Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet” och Tillväxtanalys, (2011), ”Kompetent kapital? – Tre länder, tre försök”.

⁸⁷ Tillväxtverket, (2015), ”Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020”.

⁸⁸ När det gäller lån och garantier menade Tillväxtverket att detta till stor del kunde tillgodoses inom ramen för långivningen genom Almi Företagspartner AB. Förhandsbedömningen fokuseras därefter enbart på riskkapital.

⁸⁹ Ibland kallas satsningen för Fond II för att särskilja den från insatserna under den förra fondperioden.

⁹⁰ Tillväxtanalys, (2018), ”Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt?”.

De tre insatsernas upplägg

De regionala saminvesteringsfonderna

Investeringsdata avser i huvudsak etapp 1

Som nämns i kapitel 5 har det förekommit problem med utlämnande av data från Almi Invest till Tillväxtanalys (numera löst). Det har medfört att de investeringsdata vi presenterar i avsnittet i princip avser etapp 1. Mer precisa tidsintervall framgår i respektive tabell.

Saminvesteringar i geografiskt avgränsade områden

Insatsen startade 2009 då tolv regionala fonder bildades, vilka tillsammans inkluderade hela Sverige, från söder till norr, från stora städer till glesbygd.⁹¹ Upplägget innebar därmed även att en kontextuell dimension byggdes in med påtagligt varierande grundförutsättningar mellan de olika fonderna. Verktyg och spelregler var dock desamma för alla fonder. Fonderna skulle investera riskkapital (ägarkapital) i onoterade små och medelstora företag. Investeringarna skulle huvudsakligen ske i tidiga skeden. Satsningen skulle vara marknadskompletterande och inte tränga ut privata investeringar. En betydelsefull restriktion var att samtliga investeringar måste ske tillsammans med en privat, oberoende aktör och på samma villkor (*pari passu*) som dennes. Den privata aktören skulle *minst* gå in med samma belopp som den regionala, offentliga riskkapitalfonden.

Principen om saminvestering innebar att fonderna var helt beroende av det privata kapitalet. Ett kapital som i de förstudier som hade utförts bedömdes vara en bristvara – och därmed ett argument för själva insatsen. En inte helt okomplicerad förutsättning, kan tyckas.

Investeringsintervallet bedömdes i normalfallet kunna ligga mellan en och tio miljoner kronor. Inga branschknutna begränsningar förelåg. Varje fond fick bara investera inom sitt eget geografiska fondområde (normalt motsvarande region på Nuts 2-nivå). Den geografiska avgränsningen fick givetvis konsekvenser för vilket *deal flow* som fanns tillgängligt. Stora skillnader mellan fonderna kunde också noteras.

1,4 miljarder kronor i kapitalbas

Fondernas kapitalbas summerade till 1,4 miljarder kronor.⁹² Skillnaden mellan fonderna var avsevärd, från 36 till 200 miljoner kronor. Det offentliga kapitalet hade två källor: hälften från Eruf och hälften från regionala finansärer (regionförbund, länsstyrelser, regionala Almi Företagspartner etcetera). Dessutom tillkommer i varje investering den privata medfinansieringen.

Tillväxt i företag och förbättrade regionala kapitalförsörjningsstrukturer

Målet med insatsen var inledningsvis inte helt tydligt. Ett flertal delmål identifierades i olika dokument och diskussioner. En översiktlig programlogik utvecklades så småningom.

⁹¹ Förändringar har skett under insattiden. Under den första etappen ("fond-ettan") slogs t.ex. två fonder i Skåne/Blekinge samman (SEF II och SEF III). Sjätte AP-fondens Mittkapital såldes 2013 till Inlandsinnovation.

⁹² Avser etapp 1. Total offentlig finansiering. Efter "avdrag" för förvaltningskostnader återstår enligt Tillväxtverkets finansieringsplan ca 1,2 miljarder kronor till investeringar.

Detta har beskrivits närmare i tidigare rapporter av Tillväxtanalys.⁹³ Förenklat kan programlogiken sägas innehålla två huvudspår avseende förväntade resultat och effekter. Det ena handlar om tillväxt i portföljföretagen och det andra om förbättrade regionala kapitalförsörjningsstrukturer (se kapitel 3 och 4 där detta diskuteras vidare). Ingen specifik avkastningsnivå formulerades, men insatsen skulle långsiktigt vara revolverande, vilket innebär att kapitalbasen på lång sikt inte skulle minska.

När insatsen startade fanns alltså en betydande osäkerhet om vad som mer precist förväntades av fonderna, hur prioriteringar mellan de två spåren skulle göras och den egentliga innebörden av strukturbegreppet. Situationen har dock förbättrats över tid genom diskussioner och programlogikarbete mellan representanter för Tillväxtverket (den förvaltande myndigheten för ERUF-fonderna), de upphandlade följeforskarna samt fonderna själva.

Regional förväntan på fonderna – och deras egen

Insatsens upplägg innebär bland annat att det finns en regional, offentlig medfinansiering.⁹⁴ Intervjuer med dessa finansörer visar att en avkastning som gör att fonden kan revolvera har ett brett stöd, samtidigt som de flesta lyfter fram regional utveckling före fondens avkastning när de diskuterar fondens primära mål.⁹⁵ I tidigare rapporter från Tillväxtanalys framkommer en stor spridning bland fonderna om hur de själva uppfattar sin roll. Alltifrån att ta en ”tydlig positionering som regional utvecklingsaktör” till att understryka att de ”inte anser sig ha en strukturbyggande funktion”.⁹⁶

Totalt 3,4 miljarder kronor i 320 portföljföretag⁹⁷

Investeringar för totalt 3,36 miljarder har beviljats i 320 portföljföretag under etapp 1. Den privata medinvesteringen uppgick till cirka 60 procent, vilket innebär att kravet på minst 50 procents saminvestering har uppfyllts.

Bredare investeringsprofil än privat kapital

En intressant fråga är hur fondernas investeringsstruktur ur ett branschperspektiv förhåller sig till motsvarande hos privata aktörer. Tillväxtanalys har därför gjort en sådan jämförelse. Uppgifterna kommer från Tillväxtanalys egna beräkningar baserade på underlagsdata ifrån Svenska riskkapitalföreningen (SVCA). Med privata aktörer (nedan jämförelsegruppen) menas här andra aktörer än svenska näringspolitiska fonder.⁹⁸ Det kan även noteras att de ”icke näringspolitiska” fonderna under perioden har investerat ett belopp som är cirka åtta gånger större än det inom satsningen med regionala riskkapitalfonder.

⁹³ Se t.ex. Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet” samt Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”.

⁹⁴ T.ex. region, regionförbund, länsstyrelse, Norrlandsfonden, Almi.

⁹⁵ Tillväxtverket, (2010), ”Start av regionala fonder: Uppdrag och lärdomar”.

⁹⁶ Citaten kommer från underlagsrapport 2 till Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”.

⁹⁷ Avsnittet om investeringsstruktur och investerare ger en översiktlig bild. För en mer detaljerad beskrivning hänvisas till tidigare rapporter, t.ex. Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter och erfarenheter”. Avser investeringsdata för perioden från starten av etapp 1 (2009) till juni 2015. Nyinvesteringar har dock kunnat utföras tre månader till (30 september 2015), varför de slutliga siffrorna kan avvika något.

⁹⁸ Kort kan sägas att denna jämförelsegrupp därmed *exkluderar* Industrifonden, Almi Invest, Fouriertransform, Innovationsbron och Inlandsinnovation. *Inkluderade* är privata svenska och utländska fonder, offentliga utländska fonder samt statliga svenska pensionsfonder. För närmare presentation av datamaterial och definitioner, se till exempel Tillväxtanalys, (2015), ”Riskkapitalstatistik 2014 Venture Capital – investeringar i svenska portföljbolag”.

Tabell 10 Jämförelse av investeringsstruktur mellan de regionala riskkapitalfonderna och "icke näringspolitiska fonder" under etapp 1:s tidsperiod

Bransch	Regionala riskkapitalfonder		Icke näringspolitiska fonder	
	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)
IT/Telekommunikation (IKT)	329,6	24,4	5 204	48
Life science (LS)	226,2	16,7	3 441	32
Industri/Transport (IND)	272,1	20,1	639	6
Handel (HAND)	215,0	15,9	212	2
Energi/Miljöteknik (CL)	162,8	12,0	918	9
Övrigt (ÖVR)	146,0	10,8	321	3
<i>Totalt</i>	<i>1 351,7</i>	<i>100</i>	<i>10 735</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Anmärkningar: röda siffror för en grupp VC-fonder markerar lägre andelar än för den andra gruppen inom samma bransch på portfölj företagen. Tidsperioden för de regionala riskkapitalfonderna är 2009–juni 2015, för jämförelsegruppen 2009–14. På grund av avrundning summerar inte alltid andelar till exakt 100 %.

Källa: Tillväxtanalys, (2016), "Effekter och erfarenheter"

Jämförelsen visar på stora skillnader mellan de två grupperna när det gäller portfölj-företagens branschtillhörighet. Satsningens investeringar har en betydligt bredare branschprofil än jämförelsegruppens. Några exempel: Jämförelsegruppen riktar 80 procent av investeringarna mot IT/Telekommunikation och Life science medan motsvarande andel för de regionala fonderna bara är hälften så stor. Medan regionalfonderna satsar var femte krona på Industri/Transport stannar jämförelsegruppens andel på endast var tjugonde krona. Branschgruppen Handel nås bara av 2 procent av jämförelsegruppens investeringsvolym medan de regionala fonderna satsat närmare 16 procent.

Detta kan tolkas på flera sätt. Eftersom de regionala fonderna finns i hela landet möter de också en större heterogenitet i näringsstruktur jämfört med de "icke näringspolitiska" fonderna. Fondernas egen uppfattning om sin roll är en annan aspekt. Rimligen är privata aktörer helt fokuserade på avkastning, medan de regionala fonderna även kan ha mer eller mindre formulerade ambitioner om regional utveckling (se även diskussion i kapitel 5). En annan förklaring går att hämta i satsningens krav på att vara marknadskompletterande, en ansats som i sig motiverar till andra typer av investeringar än för de privata aktörerna. Oavsett bakomliggande orsaker kan vi slå fast en betydande skillnad i investeringsprofil.

Mikroföretag och tidiga skeden

Investeringar får enligt bestämmelserna endast ske i små- och medelstora företag, det vill säga i företag upp till 249 anställda. Så har också skett. Nio av tio fondkronor har investerats i små företag (upp till 49 anställda) Bland dem dominerar mikroföretagen (upp till 9 anställda) stort med en andel på drygt 70 procent. Investeringarna skulle ske i tidiga skeden, vilket definierades som "såddstadiet, uppstarts- eller expansionsfas".⁹⁹ Detta krav är också uppfyllt, dock med en dominans av de senare skedena inom definitionen.

⁹⁹ Tillväxtverket, (2010), "Förutsättningar för fondprojektens genomförande", s. 16. Enligt uppgift har Almi Invest internt använt sig av följande "tumregel" vid kategorisering: Startup/såddfas = "Power Point nivå", ingen omsättning; Tidig fas = Bolaget ska ha sålt till riktig kund utifrån sin affärsmodell; (Tidig) expansion = Har omsättning, ej kassapositiva, men skulle kunna dra ner sin omkostnadsnivå så de skulle kunna bli kassaneutrala; Expansion = Kassapositiva, begränsad "upside", men också begränsad risk.

Kompletterande roller för organiserat kapital och privatpersoner

Då saminvesteringsprincipen är ett utmärkande drag för insatsen är det intressant att titta närmare på vilka de privata medinvesterarna är. Tabell 11 nedan visar en fördelning på tre schematiska kategorier.

Tabell 11 Privata medinvesterare, fördelade efter antal investeringsbeslut och investeringsvolym

Kategori	Antal inv. beslut	Andel (%)	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)
Privatpersoner	783	35,3	331	16,5
Privata bolag	779	35,1	659	32,8
Organiserat kapital	473	21,3	747	37,2
Okänt	182	8,2	271	13,5
<i>Totalt</i>	<i>2 217</i>	<i>100</i>	<i>2 008</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser perioden 2009–30 juni 2015. Privatpersoner/informellt VC: Privatpersoner, i allmänhet aktiva eller före detta entreprenörer, som investerar delar av sin egen förmögenhet i utveckling av nya företag. Kan vara mer eller mindre aktiva. Här inkluderas även grupper/syndikat av informella investerare (affärsängelgrupper. Privata bolag/Corporate VC: Privata bolag/Corporate VC: Investeringar av bolag som inte har investeringar som primär uppgift. Organiserat kapital/Institutionellt VC: Bolag vars primära uppgift är att investera kapital.

Källa: Tillväxtanalys, (2016)

Tabellen ger flera intressanta uppgifter. Organiserat kapital (de formella VC-aktörerna) är i minoritet när det gäller *antalet* investeringar. Privatpersoner och privata bolag (som inte har investeringar som primär uppgift) är ungefär lika stora och svarar tillsammans för cirka 70 procent av alla investeringsbeslut. Genom att skifta fokus till *investerat belopp* förändras dock bilden. Det organiserade kapitalet ökar då sin andel av medfinansieringen (från 21 till 37 procent), medan privatpersonernas andel i princip halveras (från 35 till 16 procent). De privata bolagen är mer stabila och minskar bara marginellt (från 35 till 33 procent). Således, fondernas erbjudande har i större grad attraherat privatpersoner och privata bolag än organiserat kapital sett till antalet investeringar. Det organiserade kapitalet och privatpersonerna förefaller att ha kompletterande roller. Den förra kategorin gör färre, men större investeringar medan den senare investerar mer frekvent, men med mindre belopp.

Lite drygt hälften av investerarna kommer från samma region som fonden

Insatsens upplägg med geografiskt avgränsade fonder och krav på privat medfinansiering väcker även frågan om var de privata medinvesterarna kommer ifrån. Tillväxtanalys har undersökt detta. I lite drygt hälften av antalet investeringsbeslut kommer medinvesteraren från samma region som fonden, medan nästintill var tredje kommer från andra regioner i Sverige. Utländska investerares andel stannar på knappt 6,5 procent. Den enda större skillnaden som noteras om fördelningen istället görs på volymen investerat kapital är att de utländska investerarnas andel ökar till drygt 10 procent.¹⁰⁰

Exitstruktur

Genom fondernas investeringar blir staten delägare till ett antal portföljföretag över hela Sverige. Syftet är givetvis att dessa investeringar så småningom (normalt inom 5–7 år) ska omvandlas till likvida medel genom att fonden säljer sitt aktieinnehav – en så kallad exit (en särskild diskussion om exit och dess betydelse i policysammanhang förs i kapitel 5).

¹⁰⁰ Andelen ”okända” privata medinvesterare uppgår till ca 12 % av såväl andel investeringsbeslut som andel investerat kapital.

En naturlig följdfråga blir att intressera sig för vilken typ av exit som sker. Nedan i tabell 12 ger vi en översiktlig beskrivning av exitmönstret under perioden 2009 till tredje kvartalet 2016. På samma sätt som för investeringsstrukturen i tabell 10 har vi även här så långt som möjligt jämfört insatsens exit med den privata marknaden.

Tyvärr är exitkategorierna i de data vi haft till vårt förfogande inte definierade på samma sätt för de två grupperna. En ”översättningsnyckel” har därför utarbetats och stämts av med representanter för SVCA och Almi Invest. En fullständig jämförbarhet går inte att nå och det kvarstår vissa problem med gränsdragningar och överlappningar. Tabellen ska därför tolkas med viss försiktighet.

Tabell 12 Jämförande exitstruktur mellan de regionala riskkapitalfonderna (2009–Q3 2016) och privat VC-kapital i Sverige (2009–16)

Typ av exit	Exit i de regionala riskkapitalfonderna ^a		Exit i SVCA:s jämförelsegrupp ^b	
	Antal	Andel (%)	Antal	Andel (%)
Industriell försäljning	18 ^c	29	90 ^d	48
Återköp av grundare/entreprenör	12	20	29 ^e	15
Återbetalning av konvertibler	6 ^f	10	1 ^g	1
Börsintroduktion	5	8	20 ^h	11
Finansiell aktör	20 ⁱ	33	38 ^j	20
Övrigt	- ^k	-	11 ^l	6
<i>Totalt</i>	<i>60</i>	<i>100</i>	<i>189^m</i>	<i>100</i>

Anmärkning: röda siffror för en grupp VC-fonder markerar lägre andelar än för den andra gruppen inom samma exitkategori

a = Exit under tidsperioden 2009–Q3 2016

b = Jämförelsegruppen innehåller samtliga privata VC exit i Sverige under perioden 2009–16 som SVCA har registrerade

c = Inkluderar en kombinerad exit (1 x 0,5). Kombination av industriell försäljning och förs. till bef. ägare (n=1).

d = Trade Sale

e = Management (Buy-back)

f = Rubriceras som ”övrigt” i ursprungsdata, men domineras av återbet. av konvertibler

g = Repayment of Preference Shares/Loans

h = Public Offering

i = Inkl. 5 st bef. ägare (ej grundare/entrepr.) då Almi Invest menar att bef. externa ägare är närmare finansiella aktörer än grundare/entrepr. Inkl. även en kombinerad exit (1 x 0,5 = 0,5) mellan industriell försäljning och förs. till bef. ägare (n=1).

j = Financial Institution + Another Private Equity House Including Secondary Private Equity Funds

k = I ursprungsdata noterat till 6 st, antas dock huvudsakligen bestå av återköp av konvertibler och kategoriseras därför som sådana i denna tabell

l = Other means

m = Ursprungligen var totalsumman 242 men den minskas med 53 då kategorin ”Write-Offs Including Sales for a Nominal Amount” efter dialog med SVCA huvudsakligen antas bestå av konkurser som inte registreras i denna tabell. Det bör dock noteras att även försäljningar till mycket låga värden **kan** ingå.

Källa: Tillväxtverket, (2017), samt SVCA/Invest Europe, särskilt datautdrag 2018-03-16 (Tillväxtanalys bearbetning)

Tabellen indikerar att de regionala fonderna i jämförelse med de privata aktörerna har en *lägre* andel industriell försäljning, men en *nästan dubbelt så stor* andel exit som, på olika sätt, har skett tillbaka till portfölj företaget och dess ägare (återköp till ägare/grundare och återbetalning av konvertibler).¹⁰¹ Exit till finansiella aktörer är också större hos de regionala fonderna jämfört med de privata (se dock kommentarer under fotnot 101). Det ligger nära till hands att koppla dessa preliminära iakttagelser till geografin, det vill säga fondernas spelplan. De regionala fonderna verkar i hela Sverige, medan de privata aktörerna inte

¹⁰¹ Observera dock att fem stycken exit tillbaka till befintliga ägare (ej grundare/entrepr.) i denna tabell har kategoriserats som ”finansiella aktörer” då Almi Invest menar att befintliga externa ägare är närmare den gruppen än gruppen ”grundare/entreprenörer”.

har någon sådan ”närvaroplikt”. Detta innebär till exempel olikheter i *deal flow* samt i den regionala strukturen för riskvillig finansiering där inte minst utbudet av andra investeringsaktörer torde påverka exitmöjligheterna. Till det ska även läggas uppfattningen om den egna rollen där (vissa) fonders syn på sig själva som en regional utvecklingsaktör knappast har någon motsvarighet på den privata sidan.

Ovanstående förefaller som en rimlig bakgrund när exitstrukturen ska tolkas, men väcker sammantaget frågor om instrumentet riskkapital inom satsningen används på samma sätt över landet och om instrumentet alltid är den bästa finansieringsformen för dessa företag? Ett alternativ hade kunnat vara att anpassa insatsen utifrån de regionala förutsättningarna. Kanske hade till exempel ett verktyg som kreditgarantier varit ett väl så bra alternativ för de företag där exit skett i form av återköp? Vi återkommer till frågan i kapitel 5.

Den gröna fonden

Saminvesteringar för minskad klimatpåverkan

Den gröna fonden är en nationell fond som kan investera i hela Sverige. Några ytterligare geografiska inriktningar finns inte. Fonden ska investera riskkapital i onoterade små och medelstora företag. Företagen ska ha stor tillväxtpotential, erbjuda innovativa varor och tjänster som direkt eller indirekt minskar klimatpåverkan (reducerar koldioxidutsläpp). Målgruppen är brett formulerad, vilket innebär att de portföljföretag som fonden investerar i kan finnas i ett spann från ITK-relaterade tjänster till kapitalintensiv teknik. Exempel på områden där investeringar kan ske är förnyelsebar energi, smarta nät, biogas, agritech, avancerade miljövänliga material och sensornätverk. Vidare ska företagen vid första investeringen vara i någon av faserna sådd, start eller expansion.¹⁰² Tyngdpunkten ska ligga på start och expansion.¹⁰³

Fonden är direktinvestering och i varje investering ska det finnas en privat medfinansiering på minst 50 procent. Fonden har 650 miljoner kronor till sitt förfogande och avsikten är att investeringar ska kunna ske med upp till 20 miljoner kronor per företag. Uppskattningsvis skulle det alltså kunna innebära investeringar i mellan 30–50 företag under hela investeringsperioden (20 oktober 2016–30 juni 2023). Fondens första investering skedde december 2017. Tillväxtverket har efter upphandling utsett Almi Invest som operativ utförare.¹⁰⁴

650 miljoner kronor i offentlig finansiering

Fonden har 650 miljoner kronor till sitt förfogande, vilket tillsammans med privat medfinansiering innebär att den totala investeringssumman beräknas överstiga en miljard

¹⁰² I EU-kommissionens förordning om det s.k. allmänna gruppundantaget för stöd för små och medelstora företags tillgång till finansiering (651/2014, Artikel 21, §5) beskrivs faserna så här: ”Stödberättigade företag ska vara företag som vid tidpunkten för den första riskfinansieringsinvesteringen är onoterade små och medelstora företag och uppfyller minst ett av följande villkor: *i*) de har inte varit verksamma på någon marknad; *ii*) de har varit verksamma på en marknad mindre än sju år efter sin första kommersiella försäljning; *iii*) de kräver en första riskfinansieringsinvestering som, på grundval av en affärsplan som utarbetats i avsikt att gå in på en ny produktmarknad eller geografisk marknad, är högre än 50 % av deras genomsnittliga årliga omsättning under de senaste fem åren.” Såddfasen kan approximeras som punkt *i*); startfasen som *ii*) och expansion som *iii*).

¹⁰³ Tillväxtverket, (2015), ”Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020”. Dvs. punkt *ii*) och *iii*) i gruppundantagstexten i fotnoten ovan.

¹⁰⁴ Avtalet slöts i oktober 2016.

kronor. Finansieringen utgörs till hälften av medel från Eruf och till hälften av nationella offentliga medel (Almi Företagspartner, Almi Invest samt Energimyndigheten).

Klimat och tillväxt

Problembakgrunden uppges vara ett kapitalförsörjningsbehov inom energitekniksektorn som marknaden inte förmår att hantera. Offentliga insatser bedöms därför som viktiga för att bidra till klimatrelaterade målsättningar såväl nationellt som internationellt. En första observation är att målen endast beskrivs övergripande i styrdokumentet. Varierande formuleringar finns i olika dokument, men en sammanfattande tolkning är att det handlar om att öka:

- sannolikheten att affärsmässiga investeringar som bidrar till klimatrelaterade målsättningar kan genomföras
- kompetens och erfarenheter i de företag som utgör målgruppen.

En målsättning är att fonden ska vara revolverande, vilket innebär att även avkastningsnivåer kommer in i bilden. Det är oklart hur viktningen i praktiken kommer att ske mellan förväntningar på ekonomisk tillväxt och miljöeffekter i samband med investeringsbedömningar. I delrapportens intervjuer med insatsens olika intressenter framkommer en delvis varierande bild av detta. Fondens ledning pekar på en mer avkastningsmaximerande strävan, där den klimatreducerande effekten inte prioriteras lika högt. De menar att det är viktigt att det enskilda företaget lyckas, men inte primärt om företaget stannar i Sverige eller i vilken omfattning ny teknik sprids och bidrar till utveckling i andra företag. Energimyndigheten å sin sida lyfter mera ett intresse för ny, innovativ teknik och om den kan leda till ytterligare sysselsättning eller teknikutveckling i Sverige.

Investeringsstruktur¹⁰⁵

Fram till februari 2019 har 6 investeringar gjorts. Totalt har cirka 86 miljoner kronor investerats varav fondens andel uppgår till cirka 26 miljoner kronor (30 procent). Som förväntat har de flesta investeringarna (4 stycken) skett inom ”Energi/Miljöteknik”, men en investering vardera har även genomförts inom ”Industri/Transport” samt IT/Telekommunikation”, se tabell 13.

Tabell 13 Fondens investeringar fördelat på bransch

Bransch	Antal	Andel %	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)
Informations- och kommunikationsteknik (IKT)	1	16,7	7,0	26,6
Industri/Transport (IND)	1	16,7	6,3	23,9
Energi/Miljöteknik (CL)	4	66,7	13,0	49,5
<i>Totalt</i>	<i>6</i>	<i>100</i>	<i>26,3</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser perioden 2017-12-15–2019-02-14. Branschindelning följer EVCA-standard. P.g.a. avrundning summerar inte alltid andelarna till 100 %.

Källa: Almi Invest, 2019

Fyra av de sex investeringarna har skett i mikroföretag och hälften i sådd- respektive startfas. Ingen investering har således skett i den senare expansionsfasen.

¹⁰⁵ Investeringsdata baseras på särskilt utdrag från Almi Invest, (2019).

I jämförelse med de regionala saminvesteringsfonderna framträder framförallt två större skillnader när det gäller kategorier av privata medinvesterare. Dels en större andel privata bolag (56 procent jämfört med 33 procent), dels en mycket låg del organiserat kapital (2,5 procent jämfört med 37 procent).

Tabell 14 Privat medfinansiering fördelat på investerarkategorier

Kategori	Inv. volym (mkr)	Andel %
Privatpersoner/Informellt VC	13,2	22,2
Privata bolag/Corporate VC	33,4	56,1
Organiserat kapital/ Institutionellt VC	1,5	2,5
Övrigt	11,4	19,2
<i>Totalt</i>	<i>59,5</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser perioden 2017-12-15–2019-02-14. Privatpersoner/informellt VC: Privatpersoner, i allmänhet aktiva eller före detta entreprenörer, som investerar delar av sin egen förmögenhet i utveckling av nya företag. Kan vara mer eller mindre aktiva. Här inkluderas även grupper/syndikat av informella investerare (affärsängelgrupper). Privata bolag/Corporate VC: Investeringar av bolag som inte har investeringar som primär uppgift. Organiserat kapital/Institutionellt VC: Bolag vars primära uppgift är att investera kapital.

Källa: Almi Invest, 2019

Geografiskt har investeringarna skett i Mälardalen och Sydsverige, se tabell 15. Fonden har som nämndes ovan inga geografiska restriktioner utan kan investera i hela landet.

Tabell 15 Investeringar fördelade geografiskt (Nuts 2)

Nuts 2	Antal	Andel %
Stockholm (SE 11)	4	66,7
Östra Mellansverige (SE 12)	1	16,7
Sydsverige (SE 22)	1	16,7
<i>Totalt</i>	<i>6</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser perioden 2017-12-15–2019-02-14. P.g.a. avrundning summerar inte andelarna till 100 %.

Källa: Almi Invest, 2019

Holdingsfonden

Tre underfonder – ett extraled mellan staten och portföljföretagen

På samma sätt som för den gröna fonden är även denna insats nationell. Regelverket medger dock även vissa investeringar utomlands; kravet är att minst 85 procent av kapitalet ska investeras i Sverige. Inga särskilda branschriktningar pekats ut. Till skillnad mot både de regionala saminvesteringsfonderna och den gröna fonden är denna insats inte direktinvestering. Principen för en holdingfond (kallas även fond-i-fond) innebär istället ett extraled (underfonder) mellan staten och portföljföretagen.

Tillväxtverket har i sin roll som förvaltande myndighet gett Europeiska Investeringsfonden (EIF) i uppdrag att genomföra och förvalta fonden som officiellt kallas ”Swedish Venture Initiative” (SVI).¹⁰⁶ Fonden finansieras med 600 miljoner kronor i offentligt kapital.¹⁰⁷

¹⁰⁶ Avtalet slöts i slutet av april 2016.

¹⁰⁷ Tre lika stora delar från Eruf, Tillväxtverket och EIF.

EIF har genom ett utlysningförfarande sökt lämpliga investmentbolag som genom nystartade såddfonder kommer att ta del av SVI:s finansiering. I december 2017 meddelades att EIF hade valt tre fondförvaltare: Moor (sedermera namnbyte till Brightly Ventures), Luminar Ventures och Spintop Ventures.¹⁰⁸ De nybildade såddfonderna kompletterar sin offentliga finansiering med minst lika mycket privata medel och är alltså de aktörer som sen genomför de faktiska investeringarna.

Investeringarna förväntas befinna sig i intervallet 0,2–30 miljoner kronor per bolag. Underfonden Luminar avviker möjligen något då den har en acceleratorstrategi och därmed gör lite mindre investeringar. Målgruppen är små och medelstora företag som bedöms ha hög tillväxtpotential. På samma sätt som för den gröna fonden ska företagen vid första investeringen vara i någon av faserna sådd, start eller expansion, men med ”tyngdpunkt i start”.¹⁰⁹ Förvaltande myndighet uppger att det inte finns någon särskild branschbegränsning. Företrädare för holdingfonden uppger dock att alla tre underfonder verkar inom ”IKT-sektorn” (”Informations- och kommunikationsteknik”).

Investeringsperioden sträcker sig fram till 31 december 2027. Efter 31 december 2023 kan enbart följdinvesteringar utföras. Den första investeringen skedde 31 januari 2018.

600 miljoner kronor i offentlig finansiering

Fonden har 600 miljoner i offentligt kapital, vilket tillsammans med privat medfinansiering innebär att den totala investeringssumman beräknas överstiga en miljard kronor. Den offentliga finansieringen fördelas på 200 miljoner kronor var från Eruf, Tillväxtverket och EIF.

Öka systemets dynamik och mångfald samt signaleffekt till privata investerare

Problembakgrunden uppges vara ett minskat utbud av privat riskkapital. I insatsens bakomliggande styrdokument argumenteras för flera aspekter av detta. Många privata VC-fonder har lämnat de tidigaste faserna. Antalet privata, nystartade VC-fonder bedöms ha minskat kraftigt samtidigt som institutionella investerares intresse att investera i svenska VC-fonder har minskat. En förklaring som ges är att relationen mellan risk och avkastning är för dålig.

Målet för fonden kan på en övergripande nivå sägas vara att öka mångfalden på utbudssidan. Insatsen ska främja tillkomsten av nya förvaltare inom VC-segmentet i Sverige. De nya förvaltarteamen ska investera i små- och medelstora företag i tidig fas. Insatsen ska även stimulera ett intresse för segmentet bland institutionella placerare. Det innebär alltså både en marknadskompletterande effekt när det gäller fas samt ett mål som handlar om signaleffekt till privata aktörer.

För att uppnå additionalitet blir då valet av portföljföretag (utvecklingsfaser och marknadssegment) viktigt. Investeringar i faser och branscher där privata aktörer redan har en hög närvaro väcker frågetecken om additionalitet. Att uppnå målet om demonstrationseffekt kräver också (framgångsrika) investeringar där de privata aktörer man vill påverka idag

¹⁰⁸ Själva såddfondernas formella namn är: Brightly Ventures I AB, Luminar Ventures AB, Spintop Investment Partners III AB.

¹⁰⁹ Tillväxtverket, (2015), ”Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020”, s. 9. Vilket innebär punkt *ii*) i EU-kommissionens förordning om det s.k. allmänna gruppundantaget (se fotnot 102).

inte redan är aktiva. Det är svårt att se styrkan på signalvärdet om investeringar genomförs på ”heta” delmarknader (som till exempel IKT), där det privata kapitalet redan har en stark närvaro.

Investeringsstruktur¹¹⁰

Fram till 31 december 2018 har tio investeringar gjorts. Totalt har cirka 72 miljoner kronor investerats varav holdingfondens andel uppgår till cirka 20 miljoner kronor (28 procent). Som väntat, utifrån underföndernas inriktning, dominerar investeringar inom ”IKT” (nio stycken), men en investering har även gjorts inom ”Life science”, se tabell 16.

Tabell 16 Holdingfondens investeringar fördelat på bransch

Bransch	Antal	Andel %	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)
Informations- och kommunikationsteknik (IKT)	9	90	18,2	89,5
Life science (LS)	1	10	2,1	10,5
<i>Totalt</i>	<i>10</i>	<i>100</i>	<i>20,4</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser perioden 2018-01-31–2018-12-27. Branschindelning ursprungligen enligt NACE, nycklad till Invest Europe:s klustergruppindelning för att vara jämförbar med övriga investeringsdata i rapporten. P.g.a. avrundning avviker delsummorna något från totalsumman.

Källa: European Investment Fund, 2019

Fyra av de tio investeringarna har skett i mikroföretag och resterande i små företag. Sju investeringar har utförts i företag i såddfas och resterande tre i startfas. Det finns inga uppgifter om hur den privata medfinansieringen har fördelats på olika investerarkategorier.¹¹¹

Geografiskt är investeringarna mycket koncentrerade, alla utom en har skett i Stockholmsområdet, se tabell 17.

Tabell 17 Investeringar fördelade geografiskt (Nuts 2)

Nuts 2	Antal	Andel %
Stockholm (SE 11)	9	90
Sydsverige (SE 22)	1	10
<i>Totalt</i>	<i>10</i>	<i>100</i>

Anmärkning: Avser perioden 2018-01-31–2018-12-27

Källa: European Investment Fund, 2019

¹¹⁰ Investeringsdata baseras på särskilt utdrag från EIF, (2019).

¹¹¹ EIF uppger att den privata medfinansieringen kommer från ”Institutioner, Family Offices, Business Angels och privatpersoner” (mailkorrespondens 2019-03-28).

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser, Tillväxtanalys, utvärderar och analyserar svensk tillväxtpolitik. Vi ger regeringen och andra aktörer inom tillväxtpolitiken kvalificerade kunskapsunderlag och rekommendationer för att effektivisera och utveckla statens arbete för hållbar tillväxt och näringslivsutveckling.

I vårt arbete fokuserar vi särskilt på hur staten kan främja Sveriges innovationsförmåga, på investeringar som stärker innovationsförmågan och på landets förmåga till strukturomvandling. Dessa faktorer är avgörande för tillväxten i en öppen och kunskapsbaserad ekonomi som Sverige. Våra analyser och utvärderingar är framåtblickande och systemutvecklande. De är baserade på vetenskap och beprövad erfarenhet.

Sakkunniga medarbetare, unika databaser och utvecklade samarbeten på nationell och internationell nivå är viktiga tillgångar i vårt arbete. Genom en bred dialog blir vårt arbete relevant och förankras hos de som berörs.

Tillväxtanalys finns i Östersund (huvudkontor) och Stockholm.

Du kan läsa alla våra publikationer på www.tillvaxtanalys.se. Där kan du också läsa mer om pågående och planerade projekt samt prenumerera på våra nyheter. Vi finns även på LinkedIn och Twitter.

