

Rapport 0195

Regionala riskkapitalfonder
Slututvärdering 2015



Tillväxtverkets publikationer

finns att beställa eller ladda ner som pdf på tillvaxtverket.se/publikationer. Där finns även material som gavs ut av Nutek

© Tillväxtverket

Stockholm, mars 2016
Produktion: Ordförandet AB
ISBN 978-91-87903-48-9
Rapport 0195

Har du frågor om denna publikation, kontakta:

Frida Andersson
Telefon, växel 08-681 91 00

Förord

För programperioden 2014–2020 har EU anvisat en ökad satsning på så kallade revolverande finansiella instrument. Närmare sexton procent av Regionalfondens budget satsas på riskkapital i form av åtta regionala investeringsfonder, ett fond-i-fond projekt och en grön fond. Om dessa fonder framgångsrikt lyckas investera sina medel i små och medelstora samt gröna företag kommer resurserna både bidra till tillväxt i portföljbolagen och till utvecklingen av en struktur för riskfinansiering samtidigt som de revolverar, dvs. återförs och blir tillgängliga för nya investeringar vid försäljning.

De senaste decennierna har ett flertal länder experimenterat med liknande insatser. Exempel finns i USA, Israel, Kanada, Storbritannien och Skottland. I syfte att öka privata aktörers och affärsänglars intresse för att gå in med ägarkapitalet i företag i tidiga utvecklingskedan har offentliga medel använts för riskkapitalförsörjning. God tillgång till ägarkapital har ansetts ha betydelse för kommersialisering av innovationer, som i sin tur ska bidra till strukturomvandling, och därmed ökad sysselsättning och ekonomisk tillväxt. Resultaten av den här typen av insatser kommer först på sikt. Enkel uppföljning ger inte svar på hur de bör utformas för att säkra långsiktiga effekter. Med hjälp av ett ambitiöst och systematiskt utvärderingsupplägg går det dock redan nu att konstatera att det finns indikationer på att insatserna har en positiv effekt – både i portföljbolagen och i den regionala strukturen för riskfinansiering.

Inom ramen för regionalfondsinsatserna i Sverige och i linje med EU:s uppmaning om "on-going evaluation" valde Tillväxtverket att tillsammans med Almi Invest genomföra löpande utvärdering av de elva investeringsfonderna som genomfördes under föregående programperiod (2007–2013) och där de sista investeringarna gjordes under 2015. Uppdraget gick till Ramböll Management som härmed presenterar sin slutrapport. Utgångspunkten i löpande utvärdering är en förändringsteori som undan för undan rekapituleras för att öka förståelsen för hur genomförandet har gått till för att gradvis förbättra insatsen. Denna löpande kunskapsbildning, kompletterad med uppföljningsdata har gett goda kunskaper om hur revolverande instrument kan genomföras inom ramen för Regionalfonden. Ramböll Management har också kontinuerligt stämt av sin utvärdering mot aktuell forskning och internationella erfarenheter inom området.

Ambitionen från Tillväxtverket är att ligga i framkant vad gäller kunskap kring införandet av revolverande instrument och kunna dela med oss av denna kunskap i politikutveckling och samhällsdebatt liksom till andra medlemsstater och EU Kommissionen. Denna slutrapport som Ramböll Management är ansvariga för, utgör ett konkret bidrag. Den sammanfattar erfarenheten från föregående programperiod och pekar på utvecklingsmöjligheter, såväl inom nationell politik för riskfinansiering som i nuvarande och kommande strukturfondsperioder.

Jens Heed
Analyschef Tillväxtverket

Frida Andersson
Handläggare, Analysenheten

Sammanfattning

Den svenska regionala tillväxtpolitiken har genomgått en tydlig förvandling under de senaste decennierna. Från en stödorienterad politik där fokus varit på att regioner skulle kompenseras för sin mindre attraktiva lokalisering eller sämre förutsättningar i andra avseenden har man gått till ett tydligt tillväxtorienterat tankesätt, där målet är att tillväxt ska genereras i landets alla regioner. Som ett led i detta har Sverige sedan 2005 börjat använda medel från Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) till att finansiera satsningar för bättre kapitalförsörjning till nya, innovativa, tillväxtorienterade företag. Den största satsningen hittills är elva regionala saminvesteringsfonder som kom igång 2009 och erhöll över 600 Mkr i ERUF-finansiering i programperioden 2007–2013.

Fonderna i denna satsning ska investera externt ägarkapital (riskkapital) i företag i uppstarts- och tidiga expansionsfaser i sina respektive regioner och investeringarna ska matchas med minst 50% kapital från privata medinvestorer som ska gå in på lika villkor. Fondernas verksamhet ska bidra till mer tillväxt i de bolag där de investerar och på sikt fler jobb, men även till att stärka regionala strukturer för riskfinansiering.

Fonderna har valt en saminvesteringsmodell där de är aktiva i urval och bedömning av investeringarna, i att förhandla investeringsvillkoren och skriva avtal, samt i förvaltning och avyttring av portföljbolagen. Sedan uppstarten har flera aktörer varit involverade i att driva fonderna, men sedan 2013 är det Almi Invest som driver tio av de elva fonderna, varav två tillsammans med Saminvest respektive Norrlandsfonden. Ytterligare en fond drivs av Inlandsinnovation.

En stor osäkerhet och viss skepticism rådde under satsningens första år angående om fonderna verkligen skulle lyckas investera ut sina medel, särskilt i sådana regioner som var kända för låga nivåer av tillväxtföretagande och frånvaro av kultur av extern ägarkapitalfinansiering. Även brist på aktiva privata ägarkapitalinvestorer innebar en stor risk, eftersom minst 50% privat extern medfinansiering krävdes i varje enskild investering.

Idag, 2015, kan man konstatera att satsningen överlag har fungerat väl. Den kom i en bra tid med tanke på det ekonomiska klimatet – särskilt vad gäller finansiering till unga, innovativa, tillväxtorienterade företag fanns det ett gap att fylla, och privata medinvestorer har varit positiva till det likviditetstillskottet som fondernas verksamhet skapat i regionerna. Samtliga fonder har kunnat investera ut sina medel och även i stort hålla sig inom de regler och riktlinjer som fanns uppställda för satsningen. Det finns vidare tydliga indikationer att fondernas verksamhet har bidragit till utveckling i de företag som har fått investeringar, att fonderna har medverkat till en ökad förståelse för externt ägarkapital som finansieringsform i regionerna och att privata medinvestorer har stärkt sin kompetens genom samarbete med fonderna.

Verksamheten har samtidigt inte varit oproblematisk. För det första har vissa aspekter av satsningens *konstruktion* upplevts som svåra att hantera och till viss del även kontraproduktiva. Dessa är framförallt kravet på att en stor del av den privata medinvesteringen ska komma från en oberoende aktör, att förvaltningskostnaderna är begränsade till 3% av kapitalbasen per år samt att fonderna haft

press på sig att investera ut större delen av sina medel redan under de första åren. Även själva faktumet att fonderna var finansierade och kommunicerade som projekt har upplevts som problematiskt eftersom det påverkat deras möjligheter att skapa legitimitet på marknaden negativt.

För det andra har fonderna – som befarat – fått tampas med *brister på lämpliga investeringsobjekt*, vilket har lett till en glidning i vissa regioner mot investeringar i mer traditionella företag i något senare faser eller/och att ribban för vad som ansetts vara en tillräckligt bra investering har sänkts.

Slutligen, *otydlighet om fondernas övergripande syfte och mål* har lett till otydlig styrning och olika tolkningar av sitt uppdrag mellan de olika fonderna. Medan vissa såg sig som framförallt professionella riskkapitalister med uppdrag att investera i bolag i tidiga faser, tog andra fasta på sin roll som regionala utvecklingsaktörer och tog därmed betydligt mer hänsyn till regional näringslivsstruktur, behov och strategier. Några av fonderna har vidare tagit sin roll i att stärka regionala strukturer för riskfinansiering på allvar och lagt resurser på att arbeta strukturbyggande, medan majoriteten av fonder inte har prioriterat detta.

Åtta av de elva fonderna kommer fortsätta sin verksamhet under programperioden 2014–2020 och har beviljats finansiering för att göra detta. Det finns en hel del lärdomar från den gångna perioden som kan stärka fondernas förmåga att verka och som kan ge verktyg för både regionala och nationella offentliga aktörer att stödja fonderna i deras uppdrag. Den här rapporten sammanfattar det vi vet idag om satsningens konstruktion, implementering, resultat och effekter, och lyfter fram ett antal lärdomar för fondernas fortsatta arbete och styrning.

Rapporten har författats av Ramböll Management Consulting (Ramböll) och är den sista i den löpande utvärderingen av satsningen på offentliga ERUF-finansierade riskkapitalfonder som genomförts under perioden 2009–2015.

Sammanfattande slutsatser

Föreliggande rapport är Ramböll Management Consultings slutrapport inom den löpande, lärande utvärderingen (följeforskningen) av satsningen på elva regionala riskkapitalfonder med finansiering från Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) tillsammans med nationella och regionala finansiärer. I detta avsnitt sammanfattas slutrapporten: bakgrunden till satsningen, Rambölls följeforskningsuppdrag och huvudsakliga slutsatser samt lärdomar inför programperioden 2014–2020 och för närliggande satsningar.

Inledning och bakgrund

Sedan 2009 drivs elva regionala riskkapitalfonder i Sverige som finansieras av Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) tillsammans med nationella och regionala finansiärer. Satsningen är nationell med en eller flera fonder i alla regioner och bygger på saminvestering: fonderna investerar externt riskkapital i SMF i tidiga skeden tillsammans med en privat partner, på lika villkor, där den privata parten står för minst halva investeringen. Men varför ska staten syssla med riskkapital? Bakgrunden till satsningen är en identifierad brist på kapital hos små och medelstora företag (SMF) med tillväxtambitioner i Sverige tillsammans med ett intresse från både EU-kommissionen och nationella och regionala aktörer att arbeta med revolverande finansieringsinstrument – insatser som bygger på återbetalning – i stället för bidrag, som har dominerat tidigare.

Vilka resultat och effekter ska satsningen uppnå?

Enligt utlysningstexten är målet för fonderna att fler företag ska starta och växa i de regionala programområdena genom en förbättrad kapitalförsörjning i tidiga skeden till små och medelstora företag.¹ Riskkapitalfonderna förväntas också bidra till utveckling och professionalisering av riskkapitalmarknaden i Sveriges regioner. Men vilka resultat fonderna förväntas ge utöver dessa övergripande beskrivningar visade sig vara otydligt när satsningen startade. Det fanns flera mål men det var oklart dels vad som avsågs med formuleringarna, hur de olika målsättningarna skulle uppnås och hur dessa skulle prioriteras. Vilka resultat och effekter satsningen på elva regionala saminvesteringsfonder förväntas uppnå har varit oklart från dess start och är det fortfarande.

Det första årets utvärdering fokuserade på att skapa samsyn kring frågan om resultat och effekter, samt den logiska kedjan fram till dessa. Tillväxtverket, regionala medfinansiärer, Ramböll och fonderna enades om en insatslogik med två olika spår: *utveckling i portföljbolagen* och *utveckling av regionala strukturer för riskkapital*. Genom att investera i företag förväntas fonderna bidra till utveckling och tillväxt i dessa genom det kapital och den kompetens eller nätverk som de tillför. Därefter ska fonderna sälja sin ägarandel och avkastningen ska sedan återinvesteras. Portföljbolagens utveckling och tillväxt förväntas också skapa nya arbetstillfällen.

1 <http://www.tillvaxtverket.se/download/18.74f57d0f1283a4f88ff800020468/M%C3%A5lindikatorerna+i+fondprojekten.pdf>

Satsningen förväntas även bidra till att utveckla regionernas respektive kapitalförsörjningsstrukturer, t.ex. genom att aktivera privat kapital och öka företags och andra aktörers kunskaper om riskkapital som finansieringsinstrument.

Löpande och lärande utvärdering av samtliga fonder 2009–2015

Externt riskkapital är ett smalt finansieringsinstrument som riktar sig till ett fåtal företag med mycket hög tillväxtpotential. Endast ett fåtal regioner (om några) i varje land har utvecklade riskkapitalmarknader. Kommer en offentlig satsning på elva regionala riskkapitalfonder i hela Sverige att kunna fungera? Finns det en efterfrågan på fondernas investeringar från SMF och privata investerare? Kan den här typen av fonder vara framgångsrika? När fonderna startade fanns inga entydiga svar på de här frågorna, även om det fanns förstudier och internationell erfarenhet och pilotverksamhet med liknande fonder i Sverige. ERUF syftar till att ge utrymme för experimentella sätt att arbeta med regional utveckling i medlemsländerna, på villkoret att de utvärderas.

Ramböll har haft uppdraget att genomföra en löpande, lärande uppföljning och utvärdering (följeforskning) av samtliga elva riskkapitalfonder mellan hösten 2009 och hösten 2015. Poängen med att löpande arbeta med utvärdering är att det ger större möjlighet för lärande och utveckling av en insats under dess genomförande.

Tillväxtverket, som är förvaltande myndighet för de åtta regionala struktur-fondsprogrammen i Sverige, valde att satsa extra medel för att upphandla löpande utvärdering gemensamt för de elva fonderna. Det ger möjlighet att göra jämförelser mellan fondernas upplägg, förutsättningar och resultat, och inte minst att låta utvärderingen vara en arena för erfarenhetsutbyte mellan fonderna och övriga aktörer som medverkar. Den löpande utvärderingen beskrivs i en rapport per år och denna slutrapport inom fölieforskningen sammanfattar det vi vet idag om satsningens konstruktion, implementering, resultat och effekter. Den lyfter också fram ett antal lärdomar för fondernas fortsatta arbete och styrning. Medan den löpande utvärderingen fokuserar på genomförande och resultat på kort sikt har myndigheten Tillväxtanalys uppdraget att studera långsiktiga effekter av satsningen. Däremot gör slutrapporten en bedömning av förutsättningar för satsningen att bidra till de långsiktiga effekterna.

Metodologiska utgångspunkter för utvärderingen

Den här utvärderingen är komplex. Det rör en stor satsning, i regioner med olika förutsättningar som syftar till effekter som uppstår på lång sikt. Vi väljer därför en teoribaserad ansats: frågeställningar och analys utgår från satsningens insatslogik. Utvärderingen bygger på att systematiskt följa insatslogiken för att besvara om önskade effekter har uppstått, om dessa effekter i så fall kan knytas till insatsen och hur insatsen bidragit till observerade effekter.

En teoribaserad utvärdering är metodneutral. Som så ofta är fallet har det varit omöjligt att genomföra en kontrollerad experimentstudie, och inte heller ett semi-experimentellt upplägg för att analysera satsningens effekter ingår i vårt uppdrag men har däremot genomförts i en studie inom Tillväxtanalys uppdrag att effektutvärdera satsningen. Denna studie bygger i stället på en bidragsanalys där vi har använt en stor mängd data och källor för att kunna uttala oss om fondernas genomförande och bidrag till önskade effekter. Ambitionen har varit att i största möjliga utsträckning triangulera källor – att ställa information från

flera källor mot varandra för att skapa ett vederhäftigt underlag för våra slutsatser.

Utvärderingens frågeställningar

De huvudsakliga frågor som slutrapporten ska besvara följer insatslogiken:

- Svarar satsningen mot ett behov hos företagen?
- Har satsningens konstruktion fungerat som den ska?
- Har fonderna investerat i enlighet med uppdraget?
- Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen?
- Hur har fonderna lyckats behålla kapitalet intakt?
- Hur har fonderna bidragit till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital?
- Vad kan vi lära oss inför programperioden 2014-2020 och för närliggande satsningar?

Våra svar på dessa frågor sammanfattas nedan.

Svarar satsningen mot ett behov hos företagen?

Företagens intresse för och efterfrågan på fondernas erbjudande har varit stor och graden av saminvestering med privata aktörer har överträffat förväntan. Därmed finns en efterfrågan på fondernas erbjudande.

Men en stor efterfrågan är inte nödvändigtvis synonymt med ett stort behov. Externt riskkapital är ett smalt finansieringsinstrument som per definition svarar mot ett behov hos ett fåtal företag, med mycket hög tillväxtpotential. Det finns problem för företag att söka och beviljas extern finansiering, inklusive riskkapital, men dessa beror inte enbart på ett bristande utbud. En stor del av finansieringsproblemen kan fortfarande relateras till efterfrågesidans tillväxtpotential, inställning och attityder till riskkapital. Begränsad kunskap om, inställning till och låg tradition av extern ägarfinansiering bland företag har varit en utmaning för samtliga fonder utanför storstadsregionerna.

Den stora efterfrågan på fondernas erbjudande (riskkapital) speglar därmed en allmän efterfrågan på kapital. Externt riskkapital är en pusselbit i kapitalförsörjningssystemet, hur väl satsningen på regionala saminvesteringsfonder lyckas svara mot företagens och näringslivets behov är därför avhängigt tillgängligheten till och ändamålsenligheten i andra delar i kapitalförsörjningssystemet. Vår bedömning är att andra pusselbitar och kompletterande satsningar för att främja efterfrågesidan har saknats i systemet.

Under programperioden 2014–2020 finns förutsättningar för att fondernas relevans för företagen och företagens relevans för fonderna kan stärkas. Investeringarna 2009–2014 har bidragit till en mer utvecklad tradition av extern ägarfinansiering hos företag i regionerna, företagens kännedom om fondernas erbjudande och kompetens har ökat, det faktum att fonderna fortsätter sin verksamhet stärker bilden av dem som en stabil, långsiktig aktör på marknaden och fondernas flexibilitet ökar på så sätt att de nu kan investera lägre belopp i tidigare skeden utan strikta krav på privat saminvestering.

Paletten av finansieringskällor i kapitalförsörjningssystemet har också utökats på senare tid och flera förslag på nya insatser ligger. Om förslagen blir verklighet finns därmed förbättrade möjligheter till kompletterande satsningar och fler

valmöjligheter för företagen. Ur den här satsningens perspektiv finns därför förutsättningar för saminvesteringsfondernas erbjudande och roll i kapitalförsörjningssystemet kan bli tydligare för företagen. Fler företag kan komma fram till ett skede när externt riskkapital är ett bra nästa steg och att färre företag som egentligen behöver annat kapital än externt riskkapital söker sig till fonderna.

Har satsningens konstruktion fungerat som den ska?

Fondernas konstruktion bygger inte på en optimal konstruktion för riskkapitalfonder, utan på en pragmatisk analys av vad som är möjligt utifrån ERUF. På kort sikt har den fungerat bra: fonderna har lyckats fullgöra sitt uppdrag att investera hela kapitalbasen trots begränsningar i konstruktionen. Det finns emellertid flera inbyggda risker, vars långsiktiga konsekvenser ännu är okända.

Under programperioden 2014–2020 får fonderna mer flexibilitet att investera i mycket tidiga skeden, men ett striktare regelverk vad avser möjligheterna att investera med befintliga ägare och ett fortsatt begränsat utrymme för förvaltningskostnader. Troliga konsekvenser av detta blir ett mindre aktivt ägarskap från fonderna i portföljbolagen och fortsatta utmaningar för satsningen att hantera de horisontella kriterierna.

Satsningens ägare och finansiärer bör tydliggöra vad som förväntas av fonderna, t.ex. vad avser rollen som aktiv ägare.

Har fonderna investerat i linje med uppdraget?

Fonderna har investerat i linje med uppdraget: hela kapitalbasen har investerats, investeringarna har fokuserat på tidiga skeden, graden av privat saminvestering motsvarar förväntan och det finns inga tydliga tecken på att de tränger undan privata investerare. Fonderna har därmed lyckats väl i att hantera ett komplext marknadskompletterande uppdrag. Vi kan dock inte på basis av dessa uppgifter uttala oss om i vilken utsträckning investeringarna är "högriskinvesteringar" eller i slutändan kommer bli ekonomiskt bärkraftiga, d.v.s. hur fondernas marknadskompletterande uppdrag förhåller sig till att de också ska verka på "kommersiella grunder"

Fonderna har balanserat mellan att agera som traditionella riskkapitalister (endast ta hänsyn till framtida avkastning i pengar knutna till avyttring av innehav i portföljbolagen) och att agera som regionala utvecklingsaktörer (ta regionala hänsyn utifrån en bredare syn på avkastning som att kunna behålla arbetstillfällen eller kompetens i regionen, att investera i sunda företag som dock inte är företag med exceptionell tillväxtpotential etc). Detta har lett till att investeringsbeslut har fattats utifrån olika logiker. Det finns idag ingen formaliserad fördelning av utpräglade tillväxtinvesteringar och investeringar med regionala hänsyn.

Det dubbla uppdraget traditionell riskkapitalist och regionalutvecklingsaktör kommer sannolikt att fortsätta under programperioden 2014–2020. Genom att föra en diskussion om prioritering av uppdragen kan fondernas balansakt underlättas och formaliseras.

Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen?

Fonderna har tillfört både kapital och icke-finansiella värden till portföljbolagen. Både portföljbolag och medinvesteringarna är generellt nöjda med samarbetet

med fonderna. Portföljbolagen bedömer att investeringen framförallt påverkat deras möjligheter till annan extern finansiering, påskyndat deras expansion och ökat möjligheterna till internationalisering.

Fonderna förväntas vara aktiva ägare av portföljbolagen, men rollen står i kontrast till utrymmet för förvaltningskostnader. Fondernas investment managers gör därför pragmatiska prioriteringar från fall till fall, utifrån portföljbolagens och medinvesterarnas behov, kompetens och erfarenhet. I programperioden 2014–2020 är utrymmet för förvaltningskostnader fortsatt begränsat, samtidigt som behovet av aktiva insatser kan förväntas öka med fler investeringar i tidig såddfas. För fonderna medför detta flera behov:

- Kommunikation av en balanserad förväntansbild till portföljbolag och medinvesterare
- Kompletterande insatser för att förstärka portföljbolags och medinvesterares kompetens (både i andra aktörers regi och insatser såsom Almi Invests eget styrelseordförandeprogram)
- En professionaliserad och systematisk portföljhanteringsstrategi för prioritering av vilka bolag och medinvesterare som ska få mest stöd och i vilka bolag fonden ska sitta i styrelsen, samt arbetssätt för att bygga strukturmodeller och uppnå skalfördelar (t.ex. få flera små bolag i samma bransch att dra nytta av varandra)

Satsningens insatslogik har vidare dubbla spår: utöver att bidra till utveckling i företagen ska fonderna även bidra till en framväxt av en långsiktig struktur för riskkapital i regionerna. Inför programperioden 2014–2020 bör satsningens ägare och finansiärer ta ställning till hur prioriteringen mellan fondernas strukturbyggande roll och deras roll som aktiva investerare ska se ut.

Hur har fonderna lyckats behålla kapitalet intakt?

Fonderna ska uppnå avkastning och återinvestera medlen genom att realisera sina innehav. Vilken avkastning fonderna ska generera är dock inte uppenbart. Varken EU-kommissionen eller Tillväxtverket har några formella avkastningskrav på fonderna. Ur Tillväxtverkets perspektiv används ERUF-medlen till en tidsbegränsad satsning vars eventuella fortsättning ska ställas i relation till marknadens behov. Tidigare erfarenheter från pilotprojekten 2005–2008 och från liknande satsningar i andra länder visar att en övervägande del av offentliga riskkapitalfonder har svårt att generera en positiv avkastning.

Medan privata investerare har som uppdrag att tjäna pengar har offentliga investerare som uppdrag att bidra till samhällsutveckling. Även om samtliga investeringar ska vara marknadsmässiga förväntas offentliga riskkapitalfonder ta högre risk än privata investerare totalt. Privata investerare har en riskspridning i sina portföljer för att säkra god avkastning. Offentliga riskkapitalfonder ska däremot bara investera i högriskinvesteringar, för att stimulera investering och företagsutveckling i ett segment som det privata kapitalet på grund av hög risk inte är villigt att gå in i på egen hand.

Om verksamheten ska vara långsiktigt hållbar måste fondernas kapital dock behållas intakt, vilket också är Almi Invests målsättning i egenskap av förvaltare av de flesta fonderna. Förutsättningarna för att uppnå målet varierar dock avsevärt mellan olika typer av regioner: tillgången till bra investeringsobjekt, kompetenta och kapitalstarka medinvesterare m.m. är störst i storstadsregionerna och minst i glesbygdsregionerna.

Fondernas värdeutveckling t.o.m. 2014 är negativ, vilket är i linje med riskkapitalbranschens praxis. Det finns en betydande tidsfördröjning i lönsamhet som gäller både fonder och portföljbolag: effekter av investeringarna blir märkbara först efter förhållandevis lång tid. Så här långt är värdeutvecklingen minst negativ i storstadsregioner och mest negativ i glesbygdsregioner.

Mot bakgrund av detta kommer satsningens finansiärer, troligen vid slutet av programperioden 2014–2020, behöva ta ställning till om verksamheten ska bedömas som framgångsrik (och på vilka grunder) och därmed övergå till regional/nationell finansiering, om den delvis eller helt ska läggas ner eller om den ska anses fortsatt experimenterade (och på vilka grunder) och därmed fortsätta finansieras av ERUF i ytterligare en programperiod.

Hur har fonderna bidragit till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital?

Satsningen förväntas inte enbart bidra till utveckling och tillväxt i företag, utan också till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital i regionerna. Det är en målsättning som hänger ihop med den förväntan om strukturpåverkan som finns inom ERUF-finansierade satsningar.

Satsningen har därmed ett uttalat strukturbyggande syfte, men är otydlig kring prioriteringar för och förväntningar på fonderna: ska de genomföra direkta strukturbyggande insatser eller indirekta insatser genom sin roll som saminvestorare och aktör på marknaden? Det finns även en otydlighet kring vilka strukturer som förväntas uppstå. I insatslogiken anges att verksamheten ska bidra till en långsiktig struktur för *riskkapital*, men den målsättningen bör breddas till att omfatta strukturen för riskfinansiering i en bredare bemärkelse.

Svag eller ingen styrning mot det strukturbyggande uppdraget har lett till att ett fåtal fonder har arbetat med direkta strukturbyggande insatser och dessa har i huvudsak varit behovsdrivna. Däremot har alla fonder indirekt påverkat de regionala kapitalförsörjningssystemen genom sin verksamhet, exempelvis genom att öka företags kunskap om och inställning till riskkapital och genom att bidra till ökad kunskap, kompetens och investeringsvilja hos privata investerare.

Satsningens ägare och finansiärer bör avgöra om det strukturpåverkande uppdraget ska prioriteras och i så fall formulera tydligare mål och förväntningar knutna till detta, och styra efter dem.

Executive summary

Final report from the on-going evaluation of 11 Swedish co-investment fund

Introduction

Since 2005 Sweden has begun to use funds from the ERDF to finance interventions aiming to improve capital procurement for new, innovative and growth-oriented enterprises. The biggest such intervention to date has been the 11 regional co-investment funds, which were initiated in 2009 and received over SEK 600 million in ERDF funding in the 2007–2013 programming period.

This is a national intervention, with one or more venture capital funds in all regions that are financed by national and regional co-financiers in addition to the ERDF. It is based on co-investment: the funds invest external venture capital in small and medium-sized enterprises (SMEs) in the early stages of their development along with a private partner, on equal terms, where the private sector party contributes at least half of the investment. The intervention was motivated by an identified dearth of capital in Swedish SMEs with an ambition to grow as well as an interest from the European Commission (EC) and national and regional stakeholders in working with revolving funding instruments instead of grants, which had predominated previously. The goal of the funds is for more enterprises to be able to start up and grow in the regional ERDF programme areas by improving the supply of capital to SMEs in their early stages of development. The venture capital funds are also expected to contribute to the development and professionalization of the venture capital market in Swedish regions.

On-going evaluation in all the funds 2009–2015

External venture capital is a narrowly focused funding instrument that targets only a small number of SMEs with very high growth potential. Only very few regions (if any) in any country have well-developed venture capital markets. Could public investment in 11 regional venture capital funds throughout Sweden work? When the funds started, there were no clear answers to this question. The ERDF aims to provide funding for experimental ways of working with regional development in Member States, on the condition that they are evaluated.

Ramböll was assigned the task of conducting on-going evaluation for all 11 venture capital funds between autumn 2009 and autumn 2015. The point of on-going evaluation is that it provides greater opportunities for learning and development of an intervention *during* its implementation. The Swedish Agency for Economic and Regional Growth, which is the managing authority for the eight regional Structural Fund programmes in Sweden, chose to invest additional funds to procure on-going evaluation for all of the 11 funds jointly. This allows for comparisons between the arrangements, conditions and outcomes of the funds, and in particular allows the evaluation to become an arena for an exchange of experience between the funds and the other participating stakeholders.

This on-going evaluation has been summarised in one report per year, and in addition to the above points, this research has focused on:

- Developing a common intervention logic for the funds
- Developing the intervention's monitoring system
- Contributing to the development of methodology by initiating development of more clearly defined intervention logics for each of the different funds/regions
- Contributing to public debate by communicating and feeding back the evaluation results to a wide circle of stakeholders.

This Final Report for the on-going evaluation summarises what we currently know about the intervention's design, implementation, results and impact. It also highlights some lessons learned for the funds' work and management in the future. Overall, its aim is to increase understanding of ERDF-funded co-investment funds as an instrument in the Swedish context, and of whether it is appropriate to invest in this type of fund in Sweden in the future.

Evaluation methods

The evaluation is based on a theory-based approach. It means systematically following the intervention logic in order to determine whether the desired effects had arisen, and in that case whether these effects could be linked to the intervention and how the intervention contributed to the effects observed.

This study is based on a contribution analysis in which we used a large number of data sources in order to be able to express an opinion on funds' implementation and their contribution to desired effects. The aim was to triangulate sources as far as possible – comparing information from multiple sources with each other to provide a reliable basis for our conclusions. The evaluation was based on quantitative data from monitoring, questionnaires to the fund investment managers and CEOs, their portfolio companies and private co-investors, telephone interviews and meetings with the funds' regional co-financiers, other venture capital investors in Sweden (who have/have not co-invested with the funds), and eminent experts and researchers in the field as well as workshops and seminars.

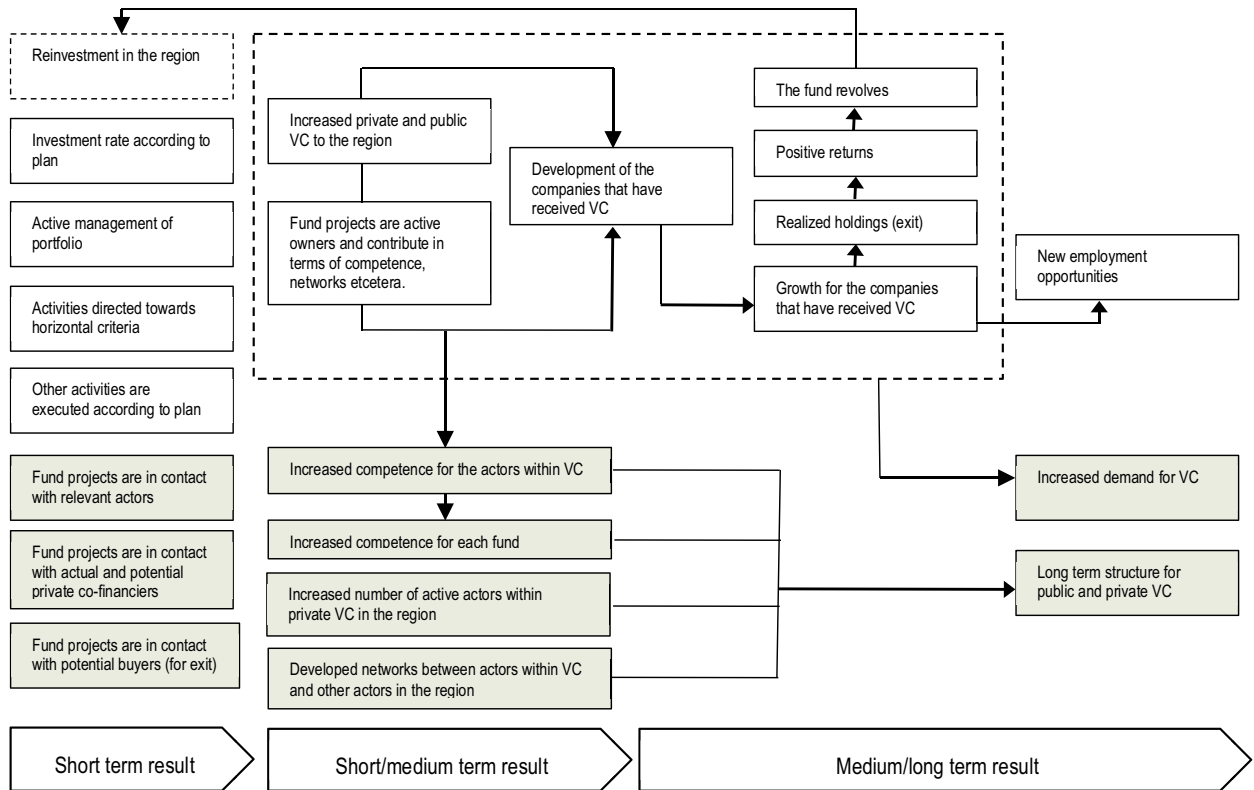
Intervention logic

In 2009 when the funds were initiated, the specific results that they were expected to generate in addition to their overall goals were unclear. Consequently, the first year's evaluation was focused on creating a consensus around the question of results and impacts, as well as the logical relation between them in terms of cause and effect.

The Swedish Agency for Economic and Regional Growth, regional co-financiers, Ramböll and the funds agreed on an intervention logic with two different tracks: 1) *the development in the portfolio companies* and 2) *the development of regional structures for venture capital*. By investing in SMEs, the funds are expected to contribute to their development and growth through the capital and skills or networks they bring to the SMEs. Subsequently, the intention is that the funds will sell their holdings and their ROI is then to be reinvested in new enterprises. The growth and development of portfolio companies is also expected to generate new jobs. The intervention is also expected to aid the development of each region's capital procurement structure, for example, by

activating private capital and increasing knowledge among enterprises and other stakeholders of venture capital as a funding instrument.

Figure 1 Intervention logic



Questions for the evaluation

The main questions that the Final Report is to answer follow the intervention logic:

- Does the intervention respond to a need among businesses?
- Did the design of the intervention function as intended?
- Did the funds invest in line with their mandate?
- How have the funds contributed to the development and growth of their portfolio companies?
- How well have the funds managed in keeping their capital intact?
- How have the funds contributed to the emergence of a structure for public and private venture capital in the long term?
- What can we learn for the 2014–2020 programming period and for related interventions?

Our answers to these questions are summarised below.

Does the intervention respond to a need among businesses?

There was great uncertainty and some scepticism during the first years of the intervention concerning whether the funds would actually manage to invest their money, particularly in regions that were known for their low levels of growth in companies and no tradition of external venture capital financing. The

lack of active private investors also entailed a big risk, since at least 50% private external co-financing was required for each individual investment. But as it turned out, the intervention arrived at a good time in relation to the economic climate in its first years. In particular, concerning the financing of young, innovative, growth-oriented companies, there was a gap to fill and private co-investors were positive to the liquidity injection that the activities of the funds provided in the regions.

On the other hand, SMEs' interest in and demand for what the funds offered was great, with all the funds being able to invest their funds and the level of co-investment with private actors exceeding expectations. Thus, there is a demand for what the funds are offering.

But high demand is not necessarily synonymous with great need. External venture capital is a narrow funding instrument that by definition responds to a need in only a small number of enterprises with very high growth potential. There *are* problems for SMEs in applying for and being granted external financing, including venture capital, but these problems are not only to do with a lack of offers. A large proportion of SMEs' financing problems can still be traced back to the growth potential of the demand side of the equation, and their attitudes to venture capital. Limited knowledge, negative attitudes and a weak tradition of external shareholder financing among SMEs constituted a challenge for all of the funds outside the metropolitan regions.

The high demand for the funds' offering (venture capital) thus reflects a general demand for capital. External venture capital is *one* piece of the puzzle in the capital procurement system: how well the investment in regional co-investment funds succeeds in responding to the needs of SMEs and economic partners is also dependent on the availability and suitability of other parts of the capital procurement system. In our (the evaluators) opinion, other pieces of the puzzle and complementary actions to promote the demand side were lacking in this system.

The evaluation reveals that the investments in 2009–2014 have helped to build a tradition of external shareholder financing among SMEs in the regions and the SMEs' knowledge of the funds' offering and skills has improved.

Did the design of the intervention function as intended?

Today (2015) it can be concluded that overall the intervention has worked well. But its activities have not been without their problems. Firstly, some aspects of the intervention's design were experienced as difficult to handle and to some extent also counter-productive. The design of the funds was not based on an optimal design for venture capital funds, but on a pragmatic analysis of what was possible based on the ERDF regulation, in particular, the requirements that a large proportion of the private co-investment has to come from an independent operator; that administrative costs are limited to 3% of own funds per year; and that the funds were under pressure to invest more than 50% of their money in their first years. The fact that the funds were financed and communicated as projects limited in time was also experienced as problematic because it had a negative impact on their credibility in the marketplace.

Nonetheless, up until now, the design has worked well. The funds have managed to fulfil their mandate to invest all of their own funds *in spite* of the intervention's design. However, there are several built-in risks whose long-term effects are not yet known.

Did the funds invest in line with their mandate?

The funds have invested in line with their mandate: all of their own funds have been invested, the investments have focused on early stages of development, the degree of private co-investment was as anticipated, and there are no apparent signs that they have crowded out private investors. The funds have thus succeeded well in handling a complex mandate designed to complement the market.

However, the funds' long-term objectives and mandate remain unclear. Should they act as traditional venture capitalists and invest only in innovative companies with high growth potential and aspire to gain maximum ROI? Or should they function as regional development actors and invest in sound businesses with moderate growth potential, but where skills and jobs can be kept in the region even after their exit, thus potentially limit ROI?

The funds have struck a balance between functioning as traditional venture capitalists and regional development actors. This has led to investment decisions having been made based on different sets of logic. There is currently no formalised division between distinctly growth-oriented investments and investments to foster the region. In addition – as was feared – the funds had to contend with a lack of suitable investment objects, which led to a shift in some regions towards investments in more traditional businesses in somewhat later phases of development, or/and that the bar for what was deemed to be a sufficiently good investment was lowered.

How have the funds contributed to the development and growth of their portfolio companies?

The funds have added both capital and non-financial value to their portfolio companies. Both the portfolio companies and co-investors were generally satisfied with their cooperation with the funds. In the opinion of the portfolio companies, the investment primarily affected their chances of getting other external financing, accelerated their expansion, and increased their opportunities for internationalisation.

The funds were expected to be active owners of the portfolio companies, but this role stands in stark contrast to the scope permitted for administration costs. The funds' investment managers therefore prioritised pragmatically from case to case according to the needs, skills and experience of the portfolio companies and their co-investors. In the 2014–2020 programming period, the scope for management costs remains limited, while the need for active efforts can be expected to rise with more investments in early seed phases. For the funds, this means additional needs for the future:

- Communication of a balanced picture of expectations to the portfolio companies and co-investors
- Complementary actions to strengthen the skills of portfolio companies and co-investors (through other actors as well as efforts such as Almi Invest's own chairperson programme)
- A professionalised and systematic portfolio management strategy for prioritising which companies and co-investors should receive the most aid, and which of the companies' Boards the fund should sit on, as well as ways of working to build structural models and achieve economies of scale (such as getting several small businesses in the same industry to benefit from each other).

Furthermore, the intervention logic has dual tracks: in addition to contributing to the development of SMEs, the funds are also to contribute to the growth of a long-term structure for venture capital in the regions. Looking to the 2014–2020 programming period, their balancing act in this regard ought to be facilitated and formalised through an open debate concerning the funds' priorities.

How well have the funds managed in keeping their capital intact?

The funds are to achieve an ROI and reinvest the money by converting their holdings into cash. However, what ROI the funds are to generate is not evident. Neither the EC nor the Swedish Agency for Economic and Regional Growth have any formal ROI requirements on the funds. From the perspective of the Swedish Agency for Economic and Regional Growth, these ERDF appropriations are being used for a time-limited investment whose potential continuation is to be viewed in relation to the needs of the market. Prior experience from the 2005–2008 pilot projects and from similar efforts in other countries shows that the vast majority of public venture capital funds find it difficult to generate a positive return.

While private investors are tasked with making money, public investors are tasked with contributing to social progress. Even if all investments are to be market-based, overall public venture capital funds are expected to take higher risks than private investors. Private investors spread the risk in their portfolios in order to secure a good ROI. On the other hand, public venture capital funds should only invest in high-risk investments in order to stimulate investment and business development in a segment that, due to its high risk, private capital is reluctant to go into alone.

If this activity is to be sustainable in the long term, the funds' capital needs to remain intact, which is also Almi Invest's objective in its capacity as the manager of most of the funds. However, the conditions for achieving this objective vary significantly between different types of regions. Access to good investment objects, and to competent and financially strong co-investors etc., is greatest in metropolitan regions and least in sparsely populated regions.

The value of the funds up until 2014 trended negatively, which is in line with established practice in the venture capital industry. There is a considerable delay in profitability in both the funds and their portfolio companies. The impacts of these investments only become manifest after a relatively long period of time. Thus far, the value of the funds has trended the least negatively in metropolitan areas and the most negatively in sparsely populated regions.

How have the funds contributed to the emergence of a structure for public and private venture capital in the long term?

The intervention was expected not only to contribute to the growth and development of SMEs, but also to the emergence of a structure for public and private venture capital in the regions in the long term. This is a goal closely allied with the expectation of structural impacts from ERDF-funded interventions.

The intervention thus has an explicitly structure-building purpose, but the priorities for and expectations of the funds remain unclear: should they be implementing actions that are directly structural in nature, or only indirectly in their role as co-investors and players in the market? There is also a lack of clarity surrounding what structures are expected to arise. The intervention's programme

logic specifies that the activity is to help build a long-term structure for venture capital, but this objective ought to be broadened to include the structure for financing risk in a broader sense.

Weak control or no control at all of the structure-building purpose of the funds has led to only a few funds having worked with actions that are directly structure-building, and these have mainly been needs-driven. On the other hand, all the funds have indirectly influenced the regional capital procurement systems through their activity, for example by improving SMEs' knowledge of and attitudes to venture capital, and improving knowledge, skills and willingness to invest among private investors.

Conclusion

In summary, the evaluation concludes that the intervention comprising 11 regional co-investment funds in Sweden between 2009 and 2015 in the short term has worked well despite difficulties related to its design and geographical context. It is still too early to assess its long-term impacts. The results of the evaluation suggest that these are likely to vary depending on where in the country the funds were utilised. After six years, it remains unclear which objectives have priority. In order to assess and evaluate the results, in both the short and long term, the funds' intervention logic and objectives need further clarification.

Innehåll

Nyckelord	22
1 Inledning	23
1.1 Elva regionala riskkapitalfonder med finansiering från ERUF	23
1.2 Kort bakgrund till satsningen	24
1.3 Vilka resultat och effekter ska satsningen uppnå?	25
1.4 Löpande och lärande utvärdering av samtliga fonder 2009–2015	26
1.5 Tidigare rapporter i följeforskningen	28
1.6 Slutrapport 2015: fokus på förutsättningar för långsiktiga effekter och lärande inför programperioden 2014–2020	29
1.7 Metodologiska utgångspunkter för slutrapporten	29
1.8 Disposition	31
2 Insatslogik: Vilka resultat och effekter ska satsningen uppnå?	32
2.1 En gemensam insatslogik för alla fonder	32
2.2 Olika arbetssätt och effekter kan förväntas i olika regioner	34
3 Svarar satsningen mot ett behov hos företagen?	38
3.1 Sammanfattande analys	38
3.2 Ett kort svar: det finns en efterfrågan på fondernas investeringar	38
3.3 Ett längre svar: externt riskkapital svarar mot behoven hos ett fåtal företag med mycket hög tillväxtpotential	39
3.4 Det finns problem på efterfrågesidan	41
3.5 Avslutande diskussion: bättre förutsättningar för externt riskkapital 2014–2020?	43
4 Har satsningens konstruktion fungerat som den ska?	45
4.1 Sammanfattande analys	45
4.2 Saminvestering på lika villkor (pari passu) fungerar väl	46
4.3 Tolkningen av privata oberoende kommersiella aktörer är inte ändamålsenlig för verksamheten	47
4.4 Fondernas utrymme för förvaltningskostnader står i kontrast till aktivt ägande och uppsökande verksamhet	49
4.5 Begränsningen att investera i den egna regionen är en förutsättning för regional utveckling, men ett hinder för vinstmaximering	52
4.6 Satsningen styrs inte utifrån de horisontella kriterierna	54
4.7 Konstruktionen som projekt står i motsättning till Almi Invests långsiktiga mål	56

4.8	Avslutande diskussion: fortsatta utmaningar under programperioden 2014–2020	57
5	Har fonderna investerat i enlighet med uppdraget?	58
5.1	Sammanfattande analys	58
5.2	Fonderna har hållit investeringstakten enligt plan	59
5.3	Investeringarna är i linje med uppdraget	59
5.4	Graden av saminvestering med privat kapital är över förväntan	60
5.5	Fonderna har bidragit till ökade privata investeringar	61
5.6	Traditionell riskkapitalinvesterare eller regional utvecklingsaktör?	61
5.7	Avslutande diskussion: marknadskompletterande, men balansakt mellan roller som riskkapitalist och regional utvecklingsaktör	62
6	Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen?	64
6.1	Sammanfattande analys	64
6.2	Förväntningar på utveckling och tillväxt i portföljbolagen	65
6.3	Portföljbolag och medinvesterare är generellt nöjda med samarbetet	66
6.4	Fonderna tillför både kapital och kompetens samt nätverk till portföljbolagen	67
6.5	Portföljbolagens behov och upplevda nytta överensstämmer med investerarnas fokus	69
6.6	Investeringen har framförallt bidragit till ökade möjligheter till annan extern finansiering	70
6.7	Avslutande diskussion och lärdomar för programperioden 2014–2020	72
7	Hur har fonderna lyckats behålla kapitalbasen intakt?	73
7.1	Sammanfattande analys	73
7.2	Förväntningar på portföljernas utveckling	74
7.3	Beskrivning av fondernas portföljer	76
7.4	Fondernas arbetssätt: regionala förutsättningar och synen på roll och uppdrag varierar	78
7.5	Konsekvenser och förväntade effekter på lång sikt	83
7.6	Resultat och effekter hittills: exitfasen är inledd, men en utmaning att behålla kapitalbasen intakt, särskilt utanför storstadsområdena	84
7.7	Avslutande diskussion: lärdomar inför och efter programperioden 2014–2020	85
8	Bidrar satsningen till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital?	87
8.1	Sammanfattande analys	87
8.2	Förväntningar på fondernas bidrag till en långsiktig struktur	88
8.3	Olika arbetssätt och effekter kan förväntas i olika regioner	89

8.4	Fondernas arbetssätt: större grad av proaktiv, uppsökande verksamhet utanför storstadsregionerna	89
8.5	Exempel på resultat och effekter hittills: fonderna har bidragit till ökad tradition av och kunskap om ägarfinansiering hos företag och privata investerare	92
8.6	Avslutande diskussion och lärdomar framåt	94
9	Vad kan vi lära oss inför programperioden 2014–2020 och närliggande satsningar?	96
9.1	Satsningen på regionala riskkapitalfonder bör placeras i sitt sammanhang av alla offentliga satsningar på kapitalförsörjning	96
9.2	Behov av ökad styrning av satsningen på regionala riskkapitalfonder	97
9.3	Behov att förtydliga hur satsningen förväntas bidra till långsiktiga strukturer för riskfinansiering/kapitalförsörjning	99
9.4	Behov att ta ställning till hur länge fondernas verksamhet kan anses vara experimenterande och innovativ	100
	Referenser	102
	Bilagor	105
1	Bakgrund till satsningen på regionala riskkapitalfonder	105
2	Fondernas formalia och uppbyggnad	108
3	Om följeforskningens uppgift och funktion	109
4	Utvärderingens datakällor	111
5	Externa faktorer som har påverkat fondernas förutsättningar för framgång	117
6	Data om fondernas medinvestorerare	122
7	Fondernas portföljsammansättning t.o.m. Q3 2015	124
8	Kategorier av icke-finansiella värden i riskkapitalinvesteringar	127

Nyckelord

Tabell 1 Nyckelord

Nyckelord i rapporten
<ul style="list-style-type: none">• Den Europeiska regionala utvecklingsfonden kallas också Regionalfonden eller ERUF.
<ul style="list-style-type: none">• De elva regionala riskkapitalfonderna drivs som projekt och kallas därför ofta "fondprojekt" av Tillväxtverket. I denna rapport kallas de "fonder", "riskkapitalfonder" eller "saminvesteringsfonder".
<ul style="list-style-type: none">• Med riskkapital avses i denna rapport externt ägarkapital i onoterade företag i tidiga utvecklingsfaser. (sådd, start och expansion) (på engelska venture capital)
<ul style="list-style-type: none">• Med formellt riskkapital avses investeringar i onoterade företag som görs av riskkapitalfonder som i egenskap av huvudmän förvaltar enskilda personers eller institutioners medel eller interna medel.
<ul style="list-style-type: none">• Med informellt riskkapital avses investeringar i onoterade företag som görs av privatpersoner eller affärsänglar.
<ul style="list-style-type: none">• Affärsänglar/privatpersoner investerar en del av sin förmögenhet direkt i nya och växande onoterade företag (vanligen i sådd- och startfas) utan familjeanknytning och står till tjänst med rådgivning, i regel som ersättning för en andel i företaget.
<ul style="list-style-type: none">• Portföljbolag är de företag fonderna har investerat i.
<ul style="list-style-type: none">• En nyinvestering är riskkapitalinvesterares första investering i ett företag (portföljbolag) och en följdinvestering innebär ytterligare en investering.
<ul style="list-style-type: none">• En exitstrategi är en strategi genom vilken en riskkapitalinvesterare avvecklar innehav enligt en plan för att uppnå avkastning. Avvecklingen kan ske på flera sätt:<ul style="list-style-type: none">- <i>Industriell försäljning</i>: innehavet säljs till en industriell köpare- <i>Börsintroduktion</i>: innehavet säljs genom att aktierna börjar säljas eller distribueras till allmänheten för första gången- <i>Sekundär/finansiell försäljning</i>: försäljning till annan investerare, dock ej befintliga medinvesterare- <i>Försäljning till befintliga ägare</i>: försäljning till befintliga ägare i portföljbolaget, inklusive befintliga medinvesterare men ej grundare/entreprenör- <i>Återköp av grundare/entreprenör</i>: innehavet säljs tillbaka till portföljbolagets grundare/entreprenör- Andra typer av avveckling är återbetalning av konvertibler eller preferensaktier/preferenslån och avskrivningar av investeringar

1 Inledning

1.1 Elva regionala riskkapitalfonder med finansiering från ERUF

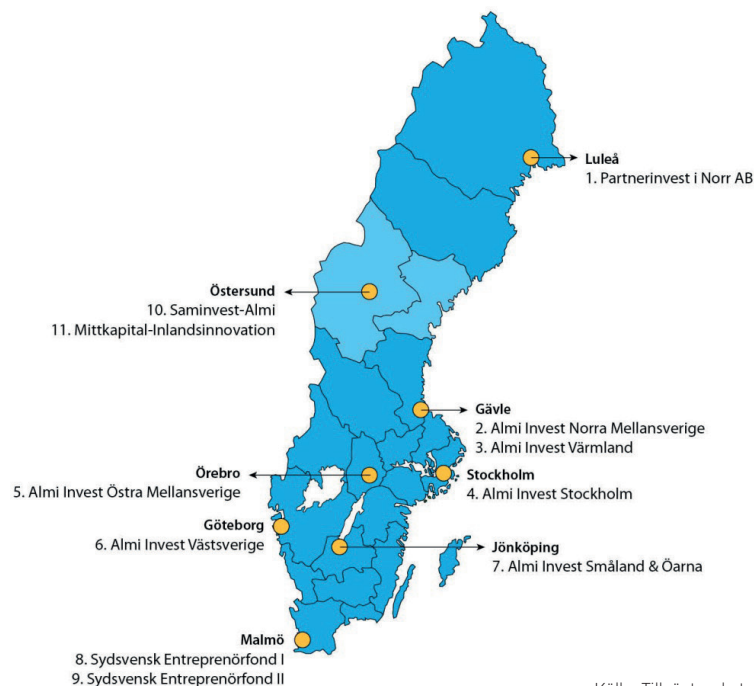
Sedan 2009 drivs en satsning på elva regionala riskkapitalfonder i Sverige. Riskkapitalfonderna finansieras av den Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) tillsammans med nationella och regionala medfinansierare i Sverige inom ramen för strukturfondsperioden 2007–2013. De har under perioden 2009–2015 haft en sammanlagd offentlig kapitalbas (ERUF-medel och nationell/regional medfinansiering) motsvarande 1,2 miljarder kronor.

Fonderna drivs som projekt. Deras uppdrag är att investera riskkapital i små och medelstora företag i tidiga utvecklingsfaser, investeringar som den privata marknaden inte anses hantera i tillräckligt stor utsträckning. Syftet är alltså att brygga över ett kapitalgap, eller ett marknadsmisslyckande, i investeringskedjan för små och medelstora företag i tidiga utvecklingsfaser och göra högriskinvesteringar i företag som behöver tillskott av kapital och kompetens för att utvecklas. När portföljbolagen har utvecklats ska ägarandelarna avyttras och säljas vidare till privata aktörer, genom s.k. exit.

Fonderna är så kallade saminvesteringsfonder: de investerar tillsammans med privata partners, på lika villkor, där den privata parten står för minst halva investeringsbeloppet. Inklusivt den privata medfinansieringen har satsningen tillfört små och medelstora företag cirka 3,4 miljarder kronor.

Fondernas geografiska lokalisering illustreras i figuren nedan.

Figur 1 Karta över de regionala saminvesteringsfonderna 2009–2015



Den nuvarande konstruktionen av fondsatsningen är ett resultat av ett flerårigt arbete och de beslut som har tagits under vägen. En kort bakgrund till satsningen presenteras nedan i avsnitt 1.2. och en beskrivning av den historiska processen fram till nuvarande konstruktion återfinns i bilaga 1 och i bilaga 2 finns en redogörelse för grundstenarna i fondernas konstruktion.

Den typ av ägarkapitalinvesteringar som fonderna arbetar med bygger på långsiktighet, vilket står i kontrast till att de är riggade som elva fristående projekt och därmed har ett projektslut år 2015. Fonderna startade 2009, investeringarna kom igång under 2010 och de sista genomförs 2015. Perioden oktober 2015 – augusti 2020 är en "förvaltningsperiod": fonderna får använda medel till följdinvesteringar i befintliga portföljbolag och ska avyttra samtliga ägarintressen i portföljbolag senast sista augusti 2020.

Fondernas livscykel riskerar att bli för kort för att vara effektiv. Den följeforskningsrapport som publicerades år 2013¹ framhöll att fonderna investerar genom ägarkapital: de äger delar av företag, men att det fanns oklarheter kring vem som är ägare när projektet slutar. Mot bakgrund av detta har det funnits starkt stöd för en fortsättning av verksamheten, såväl hos fonderna själva som hos deras regionala medfinansierare och Tillväxtverket. Almi Invest har under 2015 beviljats fortsatt ERUF-finansiering för en fortsättning av verksamheten under programperioden 2014–2020. Åtta av elva fonder kommer därmed fortsätta sin verksamhet och samtliga drivs av Almi Invest.²

1.2 Kort bakgrund till satsningen

ERUF ska arbeta för att stärka den ekonomiska och sociala sammanhållningen i EU genom att utjämna regionala skillnader. Genom ERUF har en rad former av stöd distribuerats under åren; olika typer av finansieringsinstrument, direkta finansieringsstöd till företag, stöd till infrastruktursatsningar med mera. Under programperioden 1994–1999 växte andelen strukturfondsmedel som användes till riskkapitalfonder i Europa från att ha varit i det närmaste obefintlig. Bakgrunden var bedömningen att det rådde brist på riskkapital för små och medelstora företag med tillväxtambitioner. Inför programperioden 2000–2006 ökade satsningarna på ERUF-finansierade riskkapitalfonder. EU-kommissionen uppmanade också medlemsländerna att omorientera de företagsinriktade finansieringsinsatserna från traditionella bidrag till s.k. revolverande (återbetalningsbara) finansieringsformer, såsom riskkapital. Några av argumenten för denna omorientering var brist på riskkapital, att upplägg med revolverande riskkapitalfonder både kan ge mindre konkurrenssnedvridning och öppna för ett återflöde av kapital (riskkapitalfonderna kan ge avkastning som i sin tur kan återinvesteras).

I Sverige startade de första ERUF-finansierade riskkapitalfonderna 2005. Initiativet togs bl.a. efter att den Europeiska kommissionen i en rapport från 2002 pekade ut Sverige som ett av fyra länder som fortfarande endast tillämpade direkta bidrag i sina olika strukturfondsprogram. Under 2006 gjorde Europeiska investeringsfonden (EIF) en analys av behov av och möjligheter att stärka SMF:s kapitaltillgång med strukturfondsmedel i Sverige inom det s.k. JEREMIE-initiativ-

¹ Tillväxtverket (2013) *Följeforskning 2012 – Regionala riskkapitalfonder*, Rapport 0149

² Mittkapital i Jämtland/Västernorrland fortsätter inte verksamheten, utan innehaven ligger inom Inlandsinnovations förvaltningsuppdrag. I Skåne-Blekinge, som under perioden 2009–2015 haft två fonder (SEF I och SEF II), görs istället en fond. Almi Invest Västsverige Värmland och Almi Invest Norra Mellansverige slås ihop till en fond.

vet (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises).³ Som alternativ till JEREMIE gav strukturfondspartnerskapet i de åtta programområdena och Tillväxtverket (i egenskap av förvaltande myndighet för ERUF) finansieringsaktörer möjligheten att ansöka om ERUF-medel för delfinansiering av garanti- eller riskkapitalfonder. Upplägget syftade liksom JEREMIE-initiativet till att skapa revolverande finansieringsinstrument för investeringar i SMF med tillväxtambitioner. Utlysningen resulterade i att de elva regionala saminvesteringsfonderna bildades.

Under programperioden 2007–2013 satsades mer medel än någonsin på riskkapital för SMF. EU-kommissionen har fortsatt att uppmana medlemsländerna att öka användningen av revolverande finansieringsinstrument och under programperioden 2014–2020 fördubblar Sverige sin andel, från åtta till sexton procent av de totala ERUF-medlen. Samtliga ERUF-medel som avsätts till revolverande finansieringsinstrument under 2014–2020 satsas i form riskkapital.⁴

1.3 Vilka resultat och effekter ska satsningen uppnå?

Enligt utlysningstexten är målet för fonderna att fler företag ska starta och växa i de regionala programområdena genom en förbättrad kapitalförsörjning i tidiga skeden till små och medelstora företag.⁵ Riskkapitalfonderna förväntas också bidra till utveckling och professionalisering av riskkapitalmarknaden i Sveriges regioner. Men vilka resultat fonderna förväntas ge utöver dessa övergripande beskrivningar var otydligt när satsningen startade. Det fanns flera mål men det var oklart dels vad som avsågs med formuleringarna, hur de olika målsättningarna skulle uppnås och hur dessa skulle prioriteras. Vilka resultat och effekter satsningen på elva regionala saminvesteringsfonder förväntas uppnå har varit oklart från dess start och är det fortfarande.

Det första årets utvärdering fokuserade därför på att skapa samsyn kring frågan om resultat och effekter, samt den logiska kedjan fram till dessa. Tillväxtverket, regionala medfinansiärer, Ramböll och fonderna enades om en insatslogik med två olika spår: *utveckling i portföljbolagen* och *utveckling av regionala strukturer för riskkapital*. Nedan följer en kort beskrivning av dessa målsättningar, insatslogiken diskuteras sedan mer utförligt i kapitel 2 och i respektive efterföljande kapitel.

Utveckling och tillväxt i portföljbolagen

Insatsens ena spår beskriver fondernas kärnverksamhet. Genom att investera i företag förväntas fonderna bidra till utveckling och tillväxt i dessa genom det kapital och den kompetens eller nätverk som de tillför. Därefter ska fonderna sälja sin ägarandel och avkastningen ska sedan återinvesteras i nya företag. Portföljbolagens utveckling och tillväxt förväntas också skapa nya arbetstillfällen.

Utveckling av regionala strukturer för riskkapital

Insatsens andra spår beskriver fondernas uppdrag att (direkt eller indirekt) bidra till utveckling av respektive regions struktur för riskkapital. Detta förväntas ske genom att fonderna på *kort sikt* genomför aktiviteter för att rekrytera företag, medinvestera och potentiella tagare/köpare. På *medellång* sikt ökar utbudet

³ JEREMIE var ett gemensamt initiativ från Europeiska kommissionen och Europeiska Investeringsfonden som presenterades i oktober 2005.

⁴ Andra exempel på revolverande finansieringsinstrument är lån och kreditgarantier.

⁵ <http://www.tillvaxtverket.se/download/18.74f57d0f1283a4f88ff800020468/M%C3%A5lindikatorerna++fondprojekten.pdf>

av både privat och offentligt riskkapital. Privat kapital aktiveras genom att riskkapitalfondernas erbjudande om saminvestering sänker risken. I vissa regioner beskrivs också riskkapitalfondernas erbjudande som erfarenhet och kompetens av investeringar utöver riskdelning, vilket ska göra det möjligt att locka nya investerare att arbeta med riskkapital. På *medellång* sikt förväntas det ökade privata och offentliga riskkapitalet och samarbete mellan aktörers saminvestering ge större kompetens och erfarenhet kring ägarkapital hos privata och offentliga aktörer. Fler aktörer eller individer förväntas vara aktiva i regionen, dels genom rekrytering av förstagångsinvesterare och att investerare från andra regioner och länder attraheras till investeringar i regionen. På *lång sikt* är förhoppningen att efterfrågan på riskkapital ska öka från företag p.g.a. större erfarenhet, utbud och goda exempel.

1.4 Löpande och lärande utvärdering av samtliga fonder 2009–2015

Externt riskkapital är ett smalt finansieringsinstrument som riktar sig till ett fåtal företag med mycket hög tillväxtpotential. Endast ett fåtal regioner (om några) i varje land har utvecklade riskkapitalmarknader. Kommer en offentlig satsning på elva regionala riskkapitalfonder i hela Sverige att kunna fungera? Finns det en efterfrågan på fondernas investeringar från SMF och privata investerare? Kan den här typen av fonder vara framgångsrika? När fonderna startade fanns inga entydiga svar på de här frågorna, även om det fanns förstudier och internationell erfarenhet och pilotverksamhet med liknande fonder i Sverige. ERUF syftar till att ge utrymme för experimentella sätt att arbeta med regional utveckling i medlemsländerna, på villkoret att de utvärderas.

Ramböll har haft uppdraget att genomföra en löpande, lärande uppföljning och utvärdering (följeforskning) av samtliga elva riskkapitalfonder mellan hösten 2009 och hösten 2015. Poängen med att löpande arbeta med utvärdering är att det ger större möjlighet för lärande och utveckling av en insats under dess genomförande. Ett problem som EU-kommissionen, Tillväxtverket och andra aktörer har noterat är att utvärderingar ofta görs för sent för att rekommendationer ska kunna användas till att utveckla och förbättra insatser.⁶

Tillväxtverket, som är förvaltande myndighet för de åtta regionala struktur-fondsprogrammen i Sverige, valde också att satsa extra medel för att upphandla löpande utvärdering *gemensamt* för alla fonderna. Jämfört med en enskild löpande utvärdering av varje riskkapitalfond för sig ger det gemensamma angreppssättet ökade möjligheter till en samlad utvärdering och ett samlat erfarenhetsutbyte mellan utvärderarna (inkl. myndigheten Tillväxtanalys), Tillväxtverket, fonderna och deras finansörer. Det öppnar också för jämförelser mellan fondernas upplägg, förutsättningar och resultat. I komplexa satsningar är det särskilt viktigt att ha detaljerad kunskap om implementeringen. Den gemensamma och löpande utvärderingsansatsen har gett möjlighet att samla in data under hela satsningens livstid, vilket är avgörande för möjligheten att dra väl underbyggda slutsatser.

⁶ I vägledningen för utvärdering av strukturfonderna för perioden 2007–2013 uttrycker Tillväxtverket att det övergripande målet för fölieforskning är att skapa förutsättningar för ett kontinuerligt lärande i projekten och att fölieforskningen skall ha en framåtsyftande och utvecklingsstödande ansats.

Följeforskningen har haft flera uppgifter:

- Att ge *löpande uppföljning av fondernas verksamhet* med avseende på flöde av förfrågningar från företag, investeringsbeslut, utbetalda medel samt portföljsammansättning.
- Att studera *på vilket sätt verksamheten drivs*: hur verksamhetens processer har utformats (t.ex. samarbete mellan förvaltande myndighet och fonder, värdering av företag, samarbete med medinvestorare, samarbete med portföljbolag m.m.)
- Att studera fondernas *effektivitet*: leder de till önskade resultat och effekter på kortare sikt?
- Att bidra till *offentlig debatt*:⁷ de insikter och erfarenheter som utvärderingen ger ska inte bara återföras till utvärderingsobjektet; fondernas ledning, styrelse, medarbetare och finansärer. Följeforskningen ska också aktivt bidra till en bredare diskussion i samhället kring finansieringsfrågor genom att rikta sig mot aktörer som företagare, privata investerar, Näringsdepartementet, myndigheten för Tillväxtanalys, regionala aktörer, forskare inom företagsfinansiering, med flera.

Följeforskningen har sammanfattats i en rapport per år (se vidare nedan) och har utöver punkterna ovan fokuserat på att:

- *Utveckla en gemensam insatslogik för fonderna*: det första årets utvärdering fokuserade på att skapa samsyn bland satsningens intressenter kring frågan om vilka resultat och effekter verksamheten ska leda till samt den logiska kedjan fram till dessa
- *Utveckla satsningens uppföljningsstruktur*: med utgångspunkt i insatslogiken har den löpande utvärderingsansatsen möjliggjort att icke-relevanta indikatorer för verksamheten tagits bort och att ett nytt och för alla fonder gemensamt webbaserat uppföljningssystem utvecklats och implementerats (för såväl investeringar och exits som fondernas budgetrapportering)
- *Påbörja utvecklingen av preciserade insatslogiker* för olika fonder/regioner: en slutsats av utvärderingsarbetet är att fondernas förutsättningar, arbetssätt och därmed effekter varierar i olika regioner. I föreliggande slutrapport presenteras en början till mer preciserade insatslogiker
- *Påbörja utvecklingen av ett analytiskt ramverk för en långsiktig struktur för riskfinansiering*: enligt insatslogiken ska satsningen bidra till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital. En slutsats av denna slutrapport och Tillväxtanalys preliminära effektutvärdering är att målsättningen både är otydlig och bör breddas. I föreliggande slutrapport presenteras också ett förslag till en modell i syfte att tydliggöra vad en sådan struktur innefattar (se kapitel 2)

Följeforskningens ambition är att bidra med kunskap och analys som kan användas för att utveckla fonderna under projektperioden och att utvärdera satsningen, dvs. värdera den utifrån vissa kriterier som relevans, effektivitet m.fl. Följeforskningen ska inte studera långsiktiga effekter, det är ett uppdrag som regeringen har gett Tillväxtanalys, som vid sidan om fölieforskningen arbetar på uppdrag av Näringsdepartementet med en vidare utvärdering där bl.a. forskningsöversikter, internationella erfarenheter av riskkapitalsatsningar och effektutvärdering ingår. Tillsammans ska denna fölieforskning och utvärderingen som bedrivs av Tillväxtanalys öka förståelsen för ERUF-finansierade saminveste-

⁷ Det som kallas *public debate* på engelska.

ringsfonder som ett instrument i den svenska kontexten samt förståelsen för om det även i fortsättningen är lämpligt att satsa på denna typ av fonder i Sverige.

Lärandeprocesser har varit centrala i följeforskningens upplägg och personer med relevanta teoretiska och praktiska erfarenheter har löpande bidragit till lärande och nya perspektiv. Vetenskaplig expertis och samarbete med Tillväxtanalys har löpande knutits till genomförandet.

1.5 Tidigare rapporter i följeforskningen⁸

Inom ramen för denna följeforskning har utöver föreliggande slutrapport fyra rapporter levererats:

Den första rapporten *Start av regionala riskkapitalfonder – Uppdrag och lärdomar* levererades i mitten av 2010 när fonderna precis hade kommit igång med sin verksamhet. Denna inledande rapport fokuserade på fondernas uppdrag i stort, deras utformning och målstruktur och den inledande fasen i deras verksamhet. I rapporten framkom bl.a. att det fanns en otydlighet kring målen för verksamheten och tolkning av både nationella och europeiska regelverk. Det framkom även att fonderna hade olika förutsättningar att bedriva sin verksamhet i respektive region avseende tillgång till lämpliga investeringsobjekt, tillgång till medinvestorer och deras erfarenhet och kompetens. I rapporten uttrycktes det också att de skilda förutsättningarna för fondernas verksamhet var något som bör tas i beaktande vid utvärdering av fonderna.

Den andra rapporten *Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder – implementering och lärdomar* levererades under hösten 2011. I rapporten konstaterades att riskkapitalfonderna hade kommit igång med verksamheten på ett bra sätt. Investeringsakten låg vid detta skede i linje med eller nära den planerade investeringsakten, även om det fanns frågetecken kring ett fåtal fonder vad gäller deras förutsättningar att investera ut sina medel innan projektens slut. Det kunde också konstateras att majoriteten av investeringarna träffade det segment av företag som satsningen avsåg att träffa. Vidare så framgick det att satsningen bidrog till att locka fram privat kapital (snarare än att tränga undan det).

Den tredje rapporten *Följeforskning 2012 – Regionala riskkapitalfonder* levererades i slutet av 2012. Där framkom att fonderna har ett brett stöd i regionerna och att både medinvestorer och portföljbolag uttryckte förtroende för fondernas verksamhet. Fonderna bedömdes även ha ökat tillgången på riskvilligt kapital och attraherat en bred grupp privata medinvestorer, och den privata medfinansieringen bedömdes vara över förväntan.

Den fjärde rapporten *Följeforskning regionala riskkapitalfonder – Årlig rapportering 2014* kom i mitten av 2014 och innehöll främst en kvantitativ uppföljning av fondernas investeringstakt, efterfrågan från företagen samt fondernas portföljsammansättning avseende portföljföretagens utvecklingsfas, branschtillhörighet samt storleksklass. Sammanställningen baserades främst på data inrapporterade från fonderna.

⁸ Denna sammanställning baseras delvis på motsvarande avsnitt i Tillväxtanalys kommande rapport om effekter av fondernas investeringar i företagen.

1.6 Slutrapport 2015: fokus på förutsättningar för långsiktiga effekter och lärande inför programperioden 2014–2020

Den här rapporten är den femte och sista i detta följeforskningsuppdrag. Syftet med rapporten är att sammanfatta kunskapen om satsningens relevans, utformning och resultat så här långt, samt bidra till lärande inför programperioden 2014–2020 och för närliggande satsningar.

De huvudsakliga frågorna som slutrapporten ska besvara följer insatslogiken:

- Svarar satsningen mot ett behov hos företagen?
- Har satsningens konstruktion fungerat som den ska?
- Har fonderna investerat i enlighet med uppdraget?
- Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen?
- Hur har fonderna lyckats behålla kapitalet intakt?
- Hur har fonderna bidragit till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital?
- Vad kan vi lära oss inför programperioden 2014–2020?

Slutrapporten studerar inte långsiktiga effekter, dels är det ännu för tidigt att fullt ut besvara hur fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen, i vilken utsträckning de kommer generera avkastning och bidra till en långsiktig struktur för riskkapital (eller riskfinansiering) i regionerna och dels åligger det myndigheten Tillväxtanalys att genomföra effektutvärdering. Däremot gör slutrapporten, på basis av all tidigare följeforskning och den datainsamling som genomförts under 2015, en bedömning av förutsättningar för satsningen att bidra till de tilltänkta långsiktiga effekterna. Dessutom söker den bidra i metodutvecklingen genom att presentera förslag till preciserade insatslogiker och ett ramverk för att tydliggöra viktiga faktorer i en långsiktig struktur för riskfinansiering.

Rapportens målgrupper/intressenter är flera. Den riktar sig primärt till politiker och beslutsfattare i EU och Sverige, Tillväxtverket, riskkapitalfonderna (genomförare) och deras regionala medfinansiärer. Den riktar sig även till andra berörda intressenter, t.ex. riskkapitalbranschen och andra regionala tillväxt- och företagsfrämjande aktörer (t.ex. inkubatorer och science parks).

1.7 Metodologiska utgångspunkter för slutrapporten

Teoribaserad utvärdering och triangulering

Den här utvärderingen är komplex. Det rör en stor satsning, i regioner med olika förutsättningar som syftar till effekter som uppstår på lång sikt. Bärande begrepp i satsningen är ”kapitalgap” och ”marknadsmisslyckanden”, som inte har entydiga definitioner. Vad som är ett problem för företag behöver inte vara ett problem för samhället. Ett kapitalgap kan bero på att aktörer agerar rationellt på marknader som är små eller outvecklade. Men, om företag som har goda förutsättningar att växa eller som av andra anledningar kan anses vara viktiga för samhället och ekonomin inte får finansiering kan det betraktas som ett samhällsproblem, som marknaden ej förmår adressera.⁹

⁹ Se t.ex. Tillväxtanalys (2010) *Staten och riskkapitalet, Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt*, Rapport 2010:01, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Denna utvärdering har en teoribaserad ansats: frågeställningar och analys utgår från satsningens insatslogik. Utvärderingen bygger på att systematiskt följa insatslogiken för att besvara om önskade effekter har uppstått, om dessa effekter i så fall kan knytas till insatsen och hur insatsen bidragit till observerade effekter.

En teoribaserad utvärdering är metodneutral. Som så ofta är fallet har det varit omöjligt att genomföra en kontrollerad experimentstudie, och inte heller ett semi-experimentellt upplägg för att analysera satsningens effekter ingår i vårt uppdrag men har däremot genomförts i en studie inom Tillväxtanalys uppdrag att effektutvärdera satsningen. Denna studie bygger i stället på en bidragsanalys där vi har använt en stor mängd data och källor för att kunna uttala oss om fondernas genomförande och bidrag till önskade effekter. Ambitionen har varit att i största möjliga utsträckning triangulera källor – att ställa information från flera källor mot varandra för att skapa ett vederhäftigt underlag för våra slutsatser.¹⁰ För en sammanställning av källor och data, se bilaga 4.

Analys av utveckling och tillväxt i portföljbolagen och i fondernas kapitalbas

För att svara på om fonderna har bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen och i sina portföljer undersöks ett flertal frågor: fondernas investeringstakt, investeringarnas fördelning i olika branscher och faser; fondernas värde 2014 jämförs med deras värde 2009; fondernas medinvestorare och portföljbolag tillfrågas om utvecklingen och investeringens bidrag till detta; antal och typer av exit beskrivs och analyseras.

Analys av bidrag till utveckling av regionala strukturer för riskkapital

För att svara på om satsningen har bidragit till framväxten av regionala strukturer för riskkapital undersöks flera saker. Först söker vi identifiera vilka faktorer som ingår i en struktur för riskkapital, då detta inte varit tydligt i satsningen. Därefter undersöker vi hur fonderna har påverkats av förändringar i yttre faktorer, hur de har påverkats av satsningens konstruktion och regelverk och hur fonderna själva har påverkat aktörer som är centrala för deras verksamhet.

En viktig slutsats av denna och Tillväxtanalys (kommande) effektutvärdering¹¹ är att målsättningen om regionala strukturer för riskkapital bör breddas till att innefatta strukturer för riskfinansiering i bredare bemärkelse. Detta utvecklas i kapitel 2 där vi presenterar en modell för att visualisera en regional struktur för riskfinansiering.

Analys av regiongrupper, inte enskilda regioner

Denna slututvärdering behöver balansera behovet av att å ena sidan utvärdera satsningen som ett sammantaget policyinstrument och å andra sidan av att utvärdera enskilda fonder. Därför görs analysen av satsningens bidrag till önskade resultat och effekter utifrån tre typer av regioner (regiongrupper) med likartade utmaningar och förutsättningar för att bedriva riskkapitalverksamhet. Indelningen av regionerna och fonderna i dessa regiongrupper bygger på en sammanvägd bedömning av förutsättningarna för riskkapital och tillväxtföre-

¹⁰ Se t.ex. Riché, Marielle (2012) "Theory Based Evaluation: A wealth of approaches and an untapped potential", European Commission och Leeuw, Frans. L (2012) "Linking theory-based evaluation and contribution analysis: Three problems and a few solutions", *Evaluation*, 18(3), s. 348–363

¹¹ Tillväxtanalys (kommande) *Effekter och erfarenheter, bilaga 2: utveckling av regionala kapitalförsörjningssystem*, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser. Östersund

tagande utifrån de faktorer vi identifierat som viktiga i en struktur för regional riskfinansiering, baserat på slututvärderingens intervjuer, de tidigare årens följeforskning, regionernas operativa strukturfondsprogram, andra studier och statistik på hur riskkapitalinvesteringar fördelas i Sveriges regioner.

Tabell 2 Indelning av regionerna

Regiongrupp	Regioner	Berörda fonder
Glesbygdsregioner	Norra Mellansverige	Almi Invest Norra Mellansverige Almi Invest Västsverige Värmland
	Mellersta Norrland	SamInvest Mittkapital
	Småland med öarna	Almi Invest Småland & Öarna
Större regioncentra	Övre Norrland	Partnerinvest
	Östra Mellansverige	Almi Invest Östra Mellansverige
Storstadsregioner	Västsverige	Almi Invest Västsverige
	Skåne-Blekinge	SEF I SEF II
	Stockholm	Almi Invest Stockholm

Ställda i relation till varandra har glesbygdsregionerna svagast förutsättningar för riskkapitalverksamhet, större regioncentra näst svagast eller näst starkast förutsättningar och storstadsregionerna starkast förutsättningar. Detta innebär i sin tur att fondernas arbetssätt och bidrag till satsningens övergripande mål kommer att variera.

1.8 Disposition

I nästa avsnitt diskuteras och problematiseras insatslogiken. Därefter består rapporten av följande kapitel som också följer insatslogiken och den tidigare följeforskningens huvudsakliga frågeställningar:

- Svarar satsningen mot ett behov hos företagen? (kapitel 3)
- Har satsningens konstruktion fungerat som den ska? (kapitel 4)
- Har fonderna investerat i enlighet med uppdraget? (kapitel 5)
- Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen? (kapitel 6)
- Hur har fonderna lyckats behålla kapitalet intakt? (kapitel 7)
- Hur har fonderna bidragit till en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital i regionerna? (kapitel 8)
- Vad kan vi lära oss inför programperioden 2014–2020 och för närliggande satsningar? (kapitel 9)

Till rapporten hör följande bilagor:

- Bakgrund till satsningen (bilaga 1)
- Fondernas formalia och uppbyggnad (bilaga 2)
- Följeforskningens uppgift och funktion (bilaga 3)
- Utvärderingens datakällor (bilaga 4)
- Externa faktorer som har påverkat fondernas förutsättningar för framgång (bilaga 5)
- Data om fondernas medinvestorerare (bilaga 6)
- Data om fondernas portföljsammansättning (bilaga 7)
- Kategorier av icke-finansiella värden i riskkapitalinvesteringar (bilaga 8)

2 Insatslogik: Vilka resultat och effekter ska satsningen uppnå?

Enligt utlysningstexten är målet för fonderna att fler företag ska starta och växa i de regionala programområdena genom en förbättrad kapitalförsörjning i tidiga skeden till små och medelstora företag.¹² Riskkapitalfonderna förväntas också bidra till utveckling och professionalisering av riskkapitalmarknaden i Sveriges regioner. Vilka resultat fonderna förväntas ge utöver dessa övergripande beskrivningar var otydligt när satsningen startade och är det än idag. Det finns flera mål men det är oklart dels vad som avses med formuleringarna, hur de olika målsättningarna ska uppnås och hur dessa ska prioriteras. Det finns inget tydligt svar på frågan utifrån vilka resultat framgång för fonderna ska bedömas.

I detta kapitel diskuterar och problematiserar vi insatslogiken, vi presenterar en modell som visualiserar viktiga faktorer i regionala strukturer för riskfinansiering och på basis av denna föreslår vi utvecklingen av tre preciserade insatslogiker för fonder i olika typer av regioner.

2.1 En gemensam insatslogik för alla fonder

Det första årets utvärdering fokuserade på att skapa samsyn kring vilka resultat och effekter fonderna ska generera. Tillväxtverket, Ramböll och fonderna enades om att fonderna ska generera resultat i två olika spår. Det primära uppdraget handlar om kärnverksamheten: att öka antalet ägarkapitalinvesteringar i hela Sverige samt att professionalisera och utveckla företagen de investerar i och sedan gå ur investeringarna när bolagen blir attraktiva för privata investerare. Men fonderna syftar också till att lägga grunden för en bredare struktur för ägarkapital i hela Sverige och aktivera privat kapital, både riskkapitalbolag och affärsänglar. Sammanfattningsvis förväntas satsningen leda till följande resultat:

- De företag fonderna investerar i förväntas utvecklas genom tillskott av kapital och aktivt ägande.¹³ Fonderna förväntas sälja vidare sina ägarandelar i de företag som utvecklas väl till privata köpare som kan stå för nya investeringsrunder och fortsatt företagsutveckling. Detta ska på längre sikt leda till nya arbetstillfällen och regional utveckling.
- På sikt förväntas marknaden för riskkapital växa i Sverige och därmed underlätta för företag som har tillväxtpotential och tillväxtvilja att hitta finansiering. Det ska ske genom:
 - Ökad efterfrågan på riskkapital: förväntas öka från företag på grund av större erfarenhet, utbud och goda exempel.
 - Ökat utbud av riskkapital: genom att nya privata aktörer börjar investera och att befintliga privata investerare blir mer aktiva. Detta ska ske genom fondernas erbjudande om riskdelning och/eller kompetensstöd

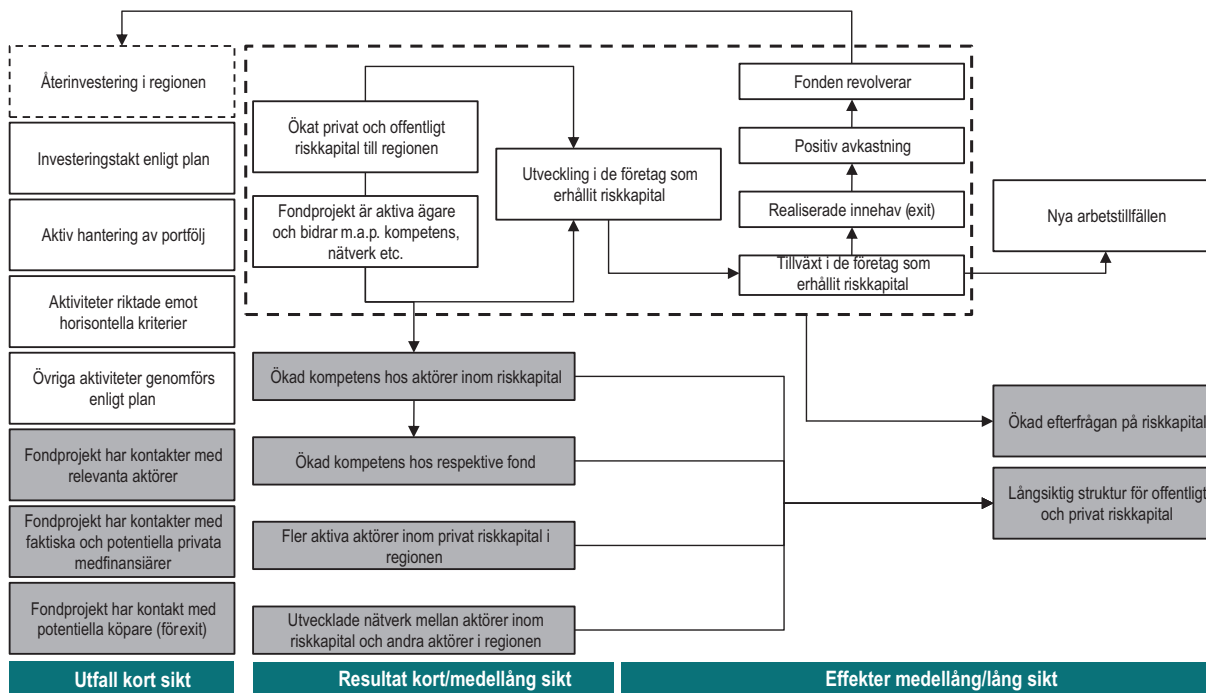
¹² <http://www.tillvaxtverket.se/download/18.74f57d0f1283a4f88ff800020468/M%C3%A5lindikatorerna+++fondprojekten.pdf>

¹³ Aktivt ägande kan innebära att fonden ger stöd kring företagande i sig (professionalisering av styrelsearbete, tillsättning av styrelseledamöter, marknadsföringsstrategier m.m.) och/eller branschkunskap samt inte minst tillgång till nätverk företagen behöver.

- Privata och offentliga aktörer som varit en del av satsningen förväntas fungera som en grund för en långsiktig struktur för ägarkapitalinvesteringar i hela landet genom att erfarenhet, kompetens och nätverk som satsningen gett leder till fortsatta investeringar över tid.

Satsningens syften och mål sammanfattas i den insatslogik som utarbetades under följeforskningens första år. Bilden nedan illustrerar de två spår inom vilka satsningens resultat ska genereras. Det vita, som illustrerar de resultat och effekter som riskkapitalfonderna förväntas skapa i företag och det grå, som illustrerar de resultat och effekter som riskkapitalfonderna förväntas skapa avseende en struktur för riskkapital i regionerna.

Figur 2 Satsningens insatslogik



Insatslogiken är en förenklad, översiktlig beskrivning av hur insatsen är tänkt att genomföras och fungera. Den ger fortfarande utrymme för tolkningar och delvis olika arbetssätt och prioriteringar. Den besvarar t.ex. inte frågan om vilka företag fonderna ska investera i. Ska de främst agera som traditionella riskkapitalister eller främst som regionala tillväxtaktörer? Om fonderna främst ska agera som en traditionell riskkapitalist ska investeringarna göras i innovativa företag med mycket hög tillväxtpotential i syfte att skapa lönsamma exits. Detta innebär att fonderna i vissa investeringar kan gå ifrån regionala målsättningar. Fonderna behöver då inte ta regionala hänsyn vid exit. Om fonderna däremot förväntas agera som regionala tillväxtaktörer kan de investera också i sunda företag som vill utöka verksamheten något men som inte är ett tillväxtföretag med mycket hög innovationshöjd eller tillväxtpotential. En investering som återbetalas kan vara en högst relevant investering för en regional aktör: kompetens och arbetstillfällen behålls i regionen, men är ointressant för traditionellt riskkapital.

Alla program och projekt som finansieras av ERUF ska ta hänsyn till de s.k. horisontella kriterierna jämställdhet mellan kvinnor och män, integration och mång-

fald samt en miljömässigt hållbar utveckling. Men hur de här fonderna ska verka för detta är otydligt (se vidare kapitel 4). En annan fråga är vilken avkastning fonderna ska generera? Varken EU-kommissionen eller Tillväxtverket har några formella avkastningskrav på fonderna, medan Almi Invests målsättning är att skapa en självförsörjande verksamhet. Och hur ska fonderna bidra till att bygga upp en struktur för riskkapital, aktivt med särskilda mål och strategier för detta eller indirekt genom rollen som saminvesterare på marknaden? Vilken typ av struktur som förväntas uppstå är också otydligt: är satsningen främst ett verktyg för att stärka efterfrågesidan eller privata investerare? Om det senare, vilka typer av privata investerare? Förstagångsinvesterare, professionella affärsänglar eller formella riskkapitalfonder?

Mål och uppdrag är alltså fortfarande otydligt för de här fonderna. Är framgång att investera ut medel, göra ekonomiskt framgångsrika investeringar, göra regionalt betydelsefulla investeringar, stärka miljö- mångfald- och jämställdhetsarbete, eller att förbättra regionala strukturer för kapitalförsörjning? Sammantaget är det otydligt vad framgång för fonderna är och vilka förväntningar som är rimliga att ha på dem.

Det här är en satsning på ett smalt instrument men i alla Sveriges regioner. Hur instrumentet används och vilka resultat och effekter det får påverkas av de olika förutsättningarna i regionerna. Den övergripande insatslogiken preciseras i praktiken genom hur fonderna drivs och styrs. Nedan diskuterar vi förutsättningarna för de olika fonderna att verka och uppnå satsningens övergripande mål om en långsiktig struktur för riskkapital, eller riskfinansiering, i regionerna. I samband med detta presenterar vi även en modell för att visualisera en regional struktur för riskfinansiering samt introducerar en start till preciserade insatslogiker för fonder i olika typer av regioner.

2.2 Olika arbetssätt och effekter kan förväntas i olika regioner

Som Tillväxtanalys (kommande) framför har vi sedan satsningen startade år 2009 lärt oss att möjligheterna att genom offentliga insatser bygga upp livskraftiga *riskkapitalmarknader* i verkligheten är ganska små därför att det är så många faktorer som bidrar, många av dessa helt utanför statens kontroll. Internationella erfarenheter visar framförallt att:

1. Många yttre faktorer (i omvärlden) är starkt bidragande till att riskkapital-system växer fram
2. Stater som har lyckats har arbetat mycket långsiktigt och med en bred palett av kompletterande insatser, t.ex. inom forskning, utbildning, inkubation samt ett gynnsamt regelverk

Tillväxtanalys (kommande) framhåller också att möjligheterna att genom offentliga insatser bygga upp *regionala* riskkapitalmarknader är sannolikt ännu mindre. I USA, som är känt för sin välfungerande riskkapitalmarknad, är investeringsaktiviteten i realiteten starkt koncentrerad till en handfull delstater. Livskraftiga riskkapitalmarknader kräver specifika förutsättningar och strukturer samt en kritisk massa av aktörer och kan nästan per definition bara finnas på ett fåtal platser. Utifrån det regionala näringslivets perspektiv är de flesta regioner troligen inte heller i behov av just starka regionala riskkapitalmarknader, därför att riskkapital är ett mycket smalt instrument som bara möter ett fåtal företags finansieringsbehov under specifika perioder i deras utveckling. Däremot är tillgången till lämplig riskvillig finansiering i bredare bemärkelse av stor betydelse för utveckling av det regionala näringslivet.

Med bakgrund av detta föreslår Tillväxtanalys (kommande) och vi dels att satsningens målsättning bör breddas till att omfatta en struktur för *riskfinansiering* snarare än en struktur för *riskkapital*, dels att det finns ett behov av att tydliggöra vad som ingår i en sådan struktur. Ett bidrag från denna utvärdering och Tillväxtanalys kommande kvalitativa effektutvärdering är att påbörja definitionen av en sådan struktur. Vi utgår här från de nyckelkomponenter som har framkommit i den löpande utvärderingen 2009–2015, framförallt utifrån fondernas och deras regionala medfinansiärens egna definitioner av de huvudsakliga utmaningarna för fondernas verksamhet. Med vissa variationer mellan regioner kan dessa sammanfattas som följande:

1. *Efterfrågesidan*: i vilken utsträckning finns det lämpliga företag att investera i? Vad har de för tillväxtpotential? Vad har de för kunskap om och intresse för riskkapital? Vad har de för kompetens att arbeta med riskkapital som finansieringsinstrument?
2. *Medinvesterare*: i vilken utsträckning finns andra riskvilliga finansiärer i tidigare faser (för att skapa ett investeringsflöde) och i samma fas som fonderna (för att medfinansiera bolag)? Är finansiärerna kompetenta/lämpliga för att finansiera tillväxtbolag?
3. *Regionala tillväxtaktörer/kompletterande satsningar*: vilka kompletterande tillväxtfrämjande aktörer och insatser finns det i regionen? I vilken utsträckning sker samverkan?
4. *Tagare/köpare*: finns det investerare som är beredda att ta över i nästa led?

Fonderna är beroende av att det finns ett flöde av objekt som håller tillräcklig kvalitet och av tillgång till medinvesteringskapital för att kunna investera. Fonderna är också beroende av att det finns riskvilligt kapital i både tidigare och senare faser för att finansieringskedjan ska hänga ihop. Fonderna agerar vidare inte ensamma utan i en flora av andra aktörer och satsningar och huruvida dessa är konkurrerande, kompletterande eller parallella kommer påverka fondernas möjligheter att verka.

Men det är inte bara ensidigt som denna påverkan sker. Fonderna kan också genom sin verksamhet, direkt eller indirekt, påverka aktörerna ovan och genom detta bidra till framväxten av långsiktiga strukturer genom ökad kompetens bland aktörer, samverkan dem emellan m.m. Fondernas möjligheter att göra detta påverkas dock även av yttre faktorer (i omvärlden) och av satsningens konstruktion. Vi väljer här att definiera fyra yttre faktorer, detta utifrån forskning och expertintervjuer:

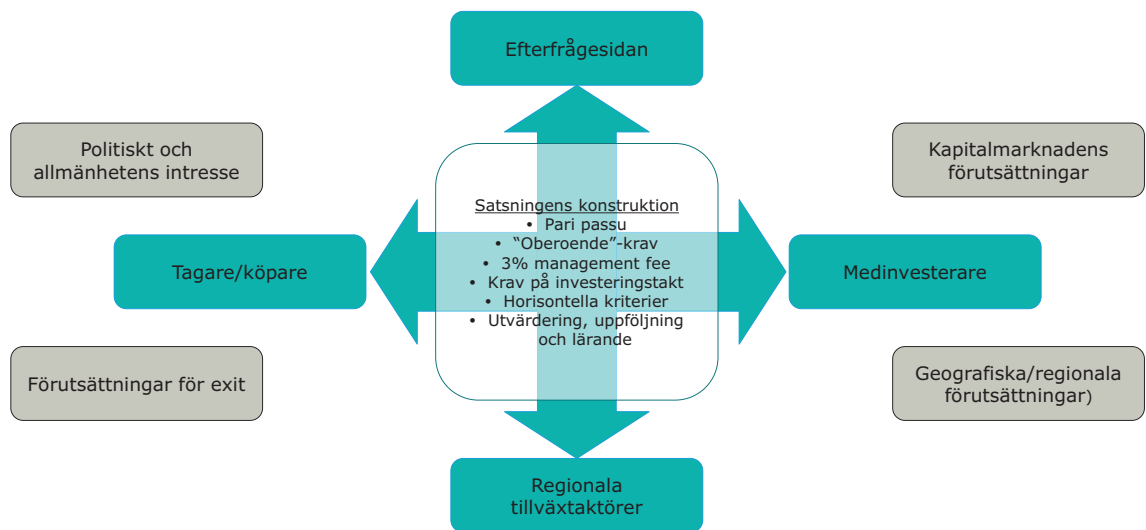
1. *Politiskt och allmänhetens intresse för riskfinansiering*: i Sverige finns en lång tradition av offentliga satsningar på kapitalförsörjningsområdet och i skrivande stund finns förslag på både resursförstärkning av befintliga som tillkomsten av nya initiativ, vilket kan förväntas påverka såväl de här saminvesteringsfondernas och deras samarbetsaktörers förutsättningar för sin verksamhet
2. *Exitmarknadens förutsättningar*: börsklimatet och den globala aktiviteten hos t.ex. industriella investerare är exempel på faktorer som kan förväntas påverka de här saminvesteringsfondernas och deras potentiella och befintliga medinvesterares förutsättningar för sin verksamhet
3. *Kapitalmarknadens förutsättningar*: konjunkturen, förändrade regelverk och likviditeten på riskkapitalmarknaden är exempel på faktorer som påverkar både företagets efterfrågan på olika finansieringskällor och privata aktörers

investeringsvilja, vilket kan förväntas påverka de här saminvesteringsfondernas och deras samarbetsaktörers förutsättningar för sin verksamhet

4. Regionala förutsättningar: regionernas näringslivsstruktur, entreprenörskapsklimat, attraktivitet, tillgång till aktörer, kompetens/utbildningsnivå och finansieringstradition hos SMF påverkar efterfrågesidans kvalitet och volym, tillgången till medinvestorare, tagare/köpare m.m. och kan förväntas påverka de här saminvesteringsfondernas förutsättningar för sin verksamhet

En illustration av modellen för det regionala systemet för riskvillig finansiering (eller kapitalförsörjningsstrukturen) ser enligt denna definition ut enligt nedan:

Figur 3 Regional struktur för riskvillig finansiering



De grå rutorna innehåller de yttre faktorerna, som påverkar fondernas förutsättningar att själva påverka för dem viktiga aktörer (blå rutor). I arbetet med att påverka dessa aktörer gynnas eller hämmas fonderna av satsningens konstruktion (se vidare kapitel 4): krav på privat medfinansiering om minst 50 procent (pari passu), det s.k. "oberoendekravet", begränsningen att maximalt tre procent av kapitalbasen per år får avsättas till förvaltningskostnader, kravet att de ska investera ut sina medel inom en given tidsperiod, riktlinjen att verka för de horisontella kriterierna samt den utvärdering, uppföljning och lärande som finns knuten till satsningen.

Baserat på modellen ovan har vi genom slututvärderingens intervjuer, de tidigare årens följeforskning, studier av operativa strukturfondsprogram, andra studier och statistik på hur riskkapitalinvesteringar fördelas i Sveriges regioner delat in de åtta regionerna i tre regiontyper, där förutsättningarna för att bedriva riskkapitalverksamhet går från relativt svagast till relativt starkast. Ställda i relation till varandra har glesbygdsregionerna svagast förutsättningar för riskkapitalinvesteringar, större regioncentra näst svagast eller näst starkast förutsättningar och storstadsregionerna starkast förutsättningar. Detta innebär i sin tur att fondernas arbetssätt och påverkan på den regionala strukturen för riskfinansiering kommer att variera. Detta presenteras i tabellen nedan, som kan ses som preciserade insatslogiker för fonder i de olika typerna av regioner.

Tabell 3 Förutsättningar, förväntade arbetssätt och effekter i olika typer av regioner

Regiontyp	Regioner	Kännetecken (exempel)	Förväntade arbetssätt (exempel)	Förväntade effekter (exempel)
Glesbygdsregioner	Norra Mellansverige (inkl. Värmland) Mellersta Norrland Småland med öarna	Lägre befolkningstäthet, längre geografiska avstånd: färre innovationsmiljöer Starka näringar i regionerna attraherar i lägre utsträckning privat riskkapital (t.ex. besöksnäring, industri/tillverkning) Lägre tradition av och kunskap om ägarfinansiering hos SMF	Mer proaktiv, uppsökande verksamhet gentemot företag, medinvestorare och regionala tillväxtaktörer för att skapa förutsättningar för verksamheten Rådgivare och mäklare till SMF i kapitalförsörjningssystemet Fler investeringar med regionala hänsyn samt investeringar som inte är traditionella riskkapitalinvesteringar relativt övriga regiontyper	Ökad kunskap om och inställning till riskkapital bland SMF Ökad kunskap bland privata aktörer om investeringsmöjligheter i regionen Ökad kompetens hos privata medinvestorare för genomförande av investeringar Färre traditionella riskkapitalexits relativt övriga regiontyper
Större regioncentra	Övre Norrland Östra Mellansverige	Stora inomregionala skillnader mellan länen och kust-inland: större städer finns med relativt utvecklad tradition av ägarfinansiering, förekomst av starka näringar som attraherar privat riskkapital (t.ex. Life Science) och tillgång till innovationsmiljöer (Linköping och Uppsala samt Umeå och Luleå) Sämre förutsättningar utanför de större städerna	Mindre proaktiv, uppsökande verksamhet än i glesbygdsregioner, men stora inomregionala skillnader Rådgivare och mäklare i kapitalförsörjningssystemen utanför större städer Splittring i investeringar: fler traditionella riskkapitalinvesteringar i de större städerna	Ökad kunskap om och inställning till riskkapital bland SMF utanför större städer Ökad investeringsaktivitet bland privata aktörer Fler traditionella riskkapitalexits i de större städerna i regionen och fler än i glesbygdsregionerna
Storstadsregioner	Västsverige Skåne-Blekinge Stockholm	Hög befolkningstäthet, tillgång till storstäder och god tillgång till innovationsmiljöer Starka näringar som attraherar privat riskkapital (t.ex. ITC, Life Science) Större tradition av och kunskap om ägarfinansiering än i övriga regioner	Mindre av aktivt uppsökande verksamhet I mindre utsträckning rådgivare och mäklare till SMF Funktion som kontaktyta mot det formella privata riskkapitalet för övriga regionala fonder Större andel traditionella riskkapitalinvesteringar än i övriga regioner	I mindre utsträckning ökad kunskap om och inställning till riskkapital bland SMF, i mindre utsträckning ökad kompetens hos privata medinvestorare. Övriga regionala fonder får ökad kontakt med det formella riskkapitalet Fler traditionella riskkapitalexits relativt övriga regiontyper

I det följande undersöker vi hur satsningens implementering och resultat så här långt motsvarar insatslogiken.

3 Svarar satsningen mot ett behov hos företagen?

I detta kapitel återvänder vi till själva grundfrågan för fondernas existens: finns ett behov av externt riskkapital hos små och medelstora företag i tidiga skeden i Sverige?

3.1 Sammanfattande analys

Finns det ett behov av fondprojektens verksamhet? Ett kort svar är ja. Eftersom företag söker kapital för att kunna växa och privata investerare väljer att investera tillsammans med fonderna kan vi sluta oss till att det finns en efterfrågan på fondernas erbjudande.

Men en stor efterfrågan är inte nödvändigtvis synonymt med ett stort behov. Externt riskkapital är ett smalt finansieringsinstrument som per definition svarar mot ett behov hos ett fåtal företag, med mycket hög tillväxtpotential. Det finns problem för företag att söka och beviljas extern finansiering, inklusive riskkapital, men dessa beror inte enbart på ett bristande utbud. En stor del av finansieringsproblemen kan fortfarande relateras till efterfrågesidan: majoriteten av de företag som sökt sig till fonderna lämpar sig inte för denna finansieringsform. Bland de företag som fått en investering av fonderna (portföljbolag) var externt riskkapital förstahandsvalet för drygt hälften. Begränsad kunskap om, inställning till och låg tradition av extern ägarfinansiering bland företag har varit en utmaning för samtliga fonder utanför storstadsregionerna.

Företag efterfrågar en bred palett av finansieringsinstrument och kombinerar vanligen olika sådana. Hur väl satsningen på regionala saminvesteringsfonder lyckas svara mot företagets behov är avhängigt hur väl andra delar i riskfinansieringsstrukturen fungerar och är tillgängliga för företagen.

Under programperioden 2014-2020 finns förutsättningar för att fondernas relevans för företagen och företagets relevans för fonderna kan stärkas. Verksamheten 2009-2014 har bidragit till en mer utvecklad tradition av extern ägarfinansiering hos företag i regionerna, företagets kännedom om fondernas erbjudande och kompetens har ökat, fonderna upplevs som en stabil, långsiktig aktör på marknaden och fondernas flexibilitet ökar på så sätt att de kan investera lägre belopp i tidigare skeden utan strikta krav på privat saminvestering. Paletten av finansieringsinstrument har också utökats med tillkomsten av ett nytt tillväxtlån för innovativa företag och i den senaste utredningen av statlig riskfinansiering föreslås såväl resursförstärkning av befintliga satsningar som inrättande av nya initiativ, t.ex. lånegarantier.

3.2 Ett kort svar: det finns en efterfrågan på fondernas investeringar

Det korta svaret är att fonderna behövs. Företagens intresse för fondernas erbjudande har överstigit förväntan i samtliga regioner: från totalt 445 inkomna investeringsförslag från företag under år 2009 hade nära 4 400 investeringsför-

slag inkommit till fonderna och med andra kvartalet 2015. Av dessa har fonderna gått vidare med och investerat i 339 företag (8%):

Tabell 4 Fondernas totala dealflow 2009–2015

Fond	Antal inkomna investeringsförslag	Andel positiva*, %
Almi Invest Norra Mellansverige	256	11%
Almi Invest Småland och öarna	334	12%
Almi Invest Västsverige Värmland	167	7%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	216	7%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	271	14%
Fonder i glesbygdsregioner	1 244	11%
Almi Invest Östra Mellansverige	467	10%
Partnerinvest i Norr	536	8%
Fonder i större regioncentra	1 003	9%
Almi Invest Stockholm	839	4%
Almi Invest Västsverige	619	8%
Sydsvensk Entreprenörfond I	421	5%
Sydsvensk Entreprenörfond II	259	7%
Fonder i storstadsregioner	2 138	6%
Totalt	4 385	8%

Källa: fondernas rapportering till Tillväxtverket och Ramböll (2015)

Vidare väljer privata investerare att saminvestera med fonderna: graden av privat saminvestering är över förväntan och utgör 60 procent av de totala investeringarna. Av 100 medinvesterare som besvarat vår enkätundersökning uppger fler än hälften (53%) att de inte skulle ha genomfört någon investering alls, alternativt en mindre investering, om inte fonden hade saminvesterat med dem. Sammanfattningsvis finns stöd för att fondernas erbjudande efterfrågas av företag och att det finns privata investerare som är villiga att investera om deras ekonomiska risk kan delas.

3.3 Ett längre svar: externt riskkapital svarar mot behoven hos ett fåtal företag med mycket hög tillväxtpotential

För att entreprenörer eller företag i tidiga faser ska kunna starta och utveckla sin verksamhet krävs det i de flesta fall kapital i någon form. Storleken på kapitalinsatsen och källan till kapitalet kan dock variera stort mellan olika typer av företag. Det är också vanligt att företag kombinerar olika typer av finansieringskällor. För de flesta nystartade företag utgör olika former av kapital från ägarna den viktigaste källan till finansiering, men tillgången till externt kapital är viktig, framför allt för företag som vill expandera sin verksamhet.¹⁴ Det finns ett flertal tänkbara finansieringskällor för företag i tidiga skeden. Kapitelltillskott från ägare/grundare eller närstående, alltså olika former av eget kapital eller ”interna” medel, är den vanligaste. Den absolut vanligaste källan till extern finansiering är skuldfinansiering, d.v.s. lån och krediter från banker eller andra kreditinstitut. Andra exempel på finansieringskällor är lån och krediter från offentliga aktörer (t.ex. Almi), externt ägarkapital från affärsänglar (s.k. informellt riskkapital), externt ägarkapital från riskkapitalfonder (s.k. formellt riskkapital).¹⁵

¹⁴ Tillväxtanalys (2011a) *Kapitalförsörjningen i små och medelstora företag – En inventering av statistik över riskkapitalmarknaden*, Working paper/PM 2011:32, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund, s. 9

¹⁵ Söderblom, Anna (2012) *The Current State of the Venture capital Industry*, Entreprenörskapsforum, Näringspolitiskt Forum rapport #2

De små och medelstora företagen (SMF) har stor betydelse för ekonomin men tillgången till extern finansiering beskrivs ofta utgöra ett särskilt stort problem för dessa, särskilt i tidiga skeden av sin utveckling, då kommersiella banker och investerare upplever att det är mer riskfyllt att finansiera denna typ av företag än större och mer etablerade företag. I och med finanskrisen 2008/2009 har bankerna överlag blivit mer restriktiva i att låna ut pengar till SMF, vilket har lett till försämrade lånetillgång för vissa typer av företag. De som har berörts mest är nystartade företag, företag i nya branscher och företag med stor andel immateriella tillgångar.

Vad som är ett problem för företag behöver dock inte vara ett problem för samhället. Det är naturligt att det finns företag som upplever att det är svårt att få finansiering och marknaden kan ha gjort en fullt rationell bedömning: risken kan vara för hög eller företaget bedöms ha små överlevnadsmöjligheter. Därför är det problematiskt att avgöra om det råder brist på finansiering för att en del företag uppger att det är svårt att finna finansiering och i vilken utsträckning det finns livskraftiga företag som borde få finansiering men inte får det på grund av att marknaden inte fungerar perfekt.¹⁶ Det saknas dock statistik och metoder för att avgöra om företag som nekats finansiering "borde" ha fått finansiering. Vad vi kan konstatera är att det finns svårigheter för företag att finna extern finansiering och att detta kan vara ett samhällsproblem: Sverige riskerar att gå miste om lovande och växande företag som kan spela stor roll för sysselsättning, tillväxt eller innovationer. I den meningen finns ett "finansieringsgap" och det kan då vara politiskt motiverat att främja företagets tillgång till extern finansiering.

I och med den försämrade lånetillgången har efterfrågan på alternativa finansieringskällor, inklusive riskkapital, från vissa segment av SMF ökat.¹⁷ Externt riskkapital avser investeringar i företags egna kapital, det vill säga investeraren blir i någon utsträckning delägare i företaget. Investeringarna görs i onoterade företags egna kapital (aktier) och karaktäriseras av ett aktivt och tidsbegränsat engagemang i företagen: efter ett antal år (ofta 3–7 år) kommer investeraren att gå ur företaget (avyttring eller "exit") genom att det noteras på börsen eller säljs till någon annan intressent, t.ex. en industriell eller finansiell aktör. Externt riskkapital är en nischad finansieringsform som riktar sig till företag som kan och vill växa, som har förmåga och vilja att ta in externa investerare som ställer krav och att säljas vidare till ett annat företag eller annan aktör i samband med exit. Finansieringsformen riktar sig framförallt till innovativa företag med hög tillväxtpotential i tidiga skeden, där risken i samband med produkten, tjänsten eller marknadsefterfrågan är hög. Sådana företag har ofta låg likviditet och hög andel immateriella tillgångar vilket gör det svårt för banker att bedöma återbetalningsförmågan och därmed riskfyllt att låna ut. Företagen har dessutom ofta behov av både kapital och kompetens för att utvecklas. Till skillnad från traditionella banker är aktörerna på riskkapitalmarknaden specialiserade på nya verksamheter och de tidiga faserna i ett företags utveckling: det handlar om investeringar i relativt tidiga skeden av ett företags utveckling, då företaget går från en utvecklingsfas till att starta försäljning eller expandera vidare. Utöver att investera i form av pengar är investeraren aktiv i företaget och tillför icke-finansiella värden (kompetens, nätverk m.m.) som kan bidra till en värdeutveckling i företaget. De icke-finansiella värdena kan exempelvis bestå av professionalisering av företagets styrelsearbete, rekrytering av ny, kompetent personal till företaget

¹⁶ Tillväxtanalys (2011a) s. 15–16

¹⁷ Se vidare bilaga 5.

och hjälp med kontakter med andra externa investerare som kan tänka sig att investera i företaget. Investeraren gör detta också för att kontrollera att företaget sköter sig och investerar i regel i flera rundor, där fortsatta investeringar villkoras mot att företaget uppnår olika målsättningar ("milstolpar"), t.ex. kopplat till försäljning.

Knappt en procent av alla nya företag i Sverige uppskattas ha tagit in externt riskkapital. Internationella studier visar att även bland snabbväxande företag, s.k. "gaseller", är finansieringsformen relativt ovanligt förekommande. Bland de snabbast växande företagen i USA har mindre än en femtedel sådan finansiering.¹⁸

Externt riskkapital är således ett smalt finansieringsinstrument som per definition svarar mot ett behov hos ett fåtal företag. Men på samhällsnivå kan riskkapitalinvesteringar i tidiga skeden ha stor betydelse för kommersialisering av innovationer, som i sin tur kan bidra till strukturomvandling, ökad sysselsättning och ekonomisk tillväxt. Styrkan med instrumentet är att det söker identifiera idéer och innovationer med hög tillväxtpotential.¹⁹ En välutvecklad riskkapitalmarknad spelar därför en central roll för den industriella dynamiken och förnyelsen inom näringslivet.²⁰

3.4 Det finns problem på efterfrågesidan

Privata riskkapitalfonder investerar enbart i ett fåtal procent av alla företag som vänder sig till dem. Investeringsaktiviteten på den svenska marknaden har också minskat sedan 2008, mätt i investerade belopp (även om en viss uppgång kan noteras 2013), antalet aktiva aktörer har blivit färre, särskilt de privata, och investeringarna är koncentrerade till storstäderna.²¹ Det senare gäller även informella investeringar gjorda av privatpersoner/affärsänglar. Nio procent av småföretagen i Sverige uppger att tillgången till externt riskkapital är ett hinder för deras tillväxt.²² Beror problemen på ett bristande utbud, en bristande efterfrågesida eller på något annat?

Det finns en viss grad av polarisering mellan å ena sidan de som hävdar att det finns för lite tillgängligt kapital i relation till efterfrågan och å andra sidan de som menar att "bra idéer får alltid finansiering".²³ De som företräder den förra åsikten menar att företagens problem är rent utbudsorienterat: det finns för lite resurser på marknaden, investerarna är för ovilliga att ta risk eller så har de inte kompetensen att bedöma de finansieringsfärdiga företagens idéer. Enligt den senare åsikten fungerar istället utbudsaktörerna rationellt på så vis att de finansierar de företag som uppfyller finansiärernas rimliga krav. De företag som har problem med sin finansiering saknar enligt detta synsätt tillväxtpotential, har för dåliga affärsidéer eller är inte finansieringsfärdiga av andra skäl.²⁴

¹⁸ Söderblom (2012), s. 18–19

¹⁹ Se t.ex. Tillväxtanalys (2012) *Privat riskkapital och Cleantech – Förutsättningar och hinder utifrån investerarnas perspektiv*, Rapport 2012:10, s. 6

²⁰ Braunerhjelm, Pontus (1999) "Venture capital, mångfald och tillväxt", *Ekonomisk debatt*, årg 27, nr 4

²¹ Se t.ex. Söderblom (2012) och Tillväxtverket (2014a) *Behovet av venture capital i Sverige under EU:s programperiod 2014–2020*, Info 0558

²² I den senaste undersökningen *Företagens villkor och verklighet* (Tillväxtverket, 2014b) uppger 12 procent av småföretagen (0–49 anställda) att tillgången till lån och krediter är ett stort tillväxthinder, motsvarande andel för externt riskkapital är 9 procent.

²³ Tillväxtanalys (2010)

²⁴ Tillväxtanalys (2011b) Bilaga 5. *Fördjupad kapitalförsörjning till rapporten Utvecklingskraft i kommuner och regioner* (2011), Rapport 2011:01, s. 57–58

De som menar att problemet är utbudsorienterat använder ofta begreppet "marknadsmislyckande", men litteraturen lyfter flera till synes rationella förklaringar till riskkapitalmarknadens utveckling sedan "IT-kraschen": riskkapitalfonder som investerar i tidiga skeden har uppvisat låg avkastning vilket resulterat i minskad kapitalanskaffning, exitmarknaderna har krympt och riskkapital dras av naturliga skäl till tillväxtregioner med god tillgång till entreprenörer, potentiella saminvesterare m.m. Antalet företag som får riskkapital är också relativt konstant över tid, vilket innebär att den minskande investeringsaktiviteten mätt i pengar översatts i lägre genomsnittsinvesteringar per företag. En orsak till detta är lägre kapitalbehov hos företagen till följd av digitaliseringen, nya affärsmodeller och ökad produktivitet.²⁵

Detta innebär att företagens problem att finna riskkapital varken är renodlat utbuds- eller efterfrågeorienterade. Utöver bra företag och bra investerare krävs ett fungerande ekosystem för investeringar, som bl.a. innefattar likvida exitmarknader, välfungerande kapitalmarknader, skatter och regelverk som gynnar investeringar m.fl. faktorer som vi i denna utvärdering sammanfattat i en modell för en långsiktig struktur för riskfinansiering (se kap. 2).

En del av finansieringsproblemen, både för extern finansiering i allmänhet och för riskkapital i synnerhet, kan alltså relateras till efterfrågesidan. Externt riskkapital riktar sig alltså till ett fåtal företag med mycket hög tillväxtpotential, men företagets intresse för och efterfrågan på de här fondernas erbjudande har överstigit förväntan i samtliga regioner. I genomsnitt har fonderna investerat i åtta procent av företagen (men med stora regionala variationer). Andelen är betydligt högre än i formella privata fonder som investerar i ett fåtal procent av alla förfrågningar de får. Resterande 92 procent består av följande typer av företag (utan inbördes rangordning):

- Företag i mycket tidiga skeden där riskkapital inte ännu bedöms vara lämpligt: annan typ av såddfinansiering är mer lämplig, t.ex. offentliga villkorlån, Almis innovationslån och olika bidrag
- Företag som vill skala upp men inte bedöms ha tillräcklig tillväxtpotential/skalbarhet: lånefinansiering är mer lämplig
- Företag som inte har tillräckligt god kunskap om/inställning till externt riskkapital (t.ex. oförståelse för och ovilja att ge upp ägande)
- Företag som fondprojekten bedömer vara lämpliga för en investering men som inte lyckas hitta den privata medfinansiering som krävs eller där investerare/investerare-entreprenörer inte kommer överens om värderingen

Det stora intresset för fondernas erbjudande speglar därmed en allmän efterfrågan på kapital i regionerna. Fonderna är konstruerade för att investera riskkapital, ett instrument som alltså lämpar sig för ett fåtal företag med mycket stor potential, men har i stor utsträckning fått rollerna som rådgivare till en bredare krets av företag och mäklare i de regionala kapitalförsörjningssystemen (genom att slussa efterfrågan vidare). Bristande tradition av ägarfinansiering och låg kunskap om vad externt riskkapital är och innebär hos företag är en utmaning i alla regioner utanför storstadsområdena och större städer.

Bland de företag som fått en investering av fonderna (portföljbolagen) uppger hälften av dem som besvarat vår enkätundersökning att externt riskkapital var förstahandsvalet för just denna investering. En knapp femtedel bedömer att andra finansieringskällor fanns, men att de innebar sämre villkor/möjligheter

²⁵ Tillväxtverket (2014a)

eller inte bedömdes kunna erbjuda ett tillräckligt stort belopp. Strax under en tredjedel anger att ingen annan finansieringskälla bedömdes vara tillgänglig eller möjlig. Detta visar både att erbjudandet svarar mot ett behov, men att det också bland portföljbolagen finns företag som har undersökt och/eller inte funnit några alternativ.

Externt riskkapital är *en* pusselbit i systemet för riskfinansiering, hur väl satsningen på regionala saminvesteringsfonder lyckas svara mot företagets och näringslivets behov är därför avhängigt tillgängligheten av och ändamålsenligheten i andra delar i systemet är. Vår bedömning är att andra pusselbitar och kompletterande satsningar för att främja efterfrågesidan har saknats i systemet.

3.5 Avslutande diskussion: bättre förutsättningar för externt riskkapital 2014–2020?

Genom satsningen har företag fått externa riskkapitalinvesteringar som de annars inte skulle ha fått, alternativt skulle de ha fått en mindre investering.²⁶ Ett syfte med satsningen, framförallt för regionala medfinansiärer, har varit just att sprida riskkapitalinvesteringar utanför storstäderna. Denna typ av saminvesteringsmodell kan förväntas locka framförallt mindre investerare, affärsänglar/privatpersoner (s.k. informellt riskkapital) och utvärderingar genom åren visar också att inslaget av dessa är betydande i satsningen. I de flesta fall befinner de sig i samma region som fonden och portföljbolaget.²⁷ Till skillnad från formella riskkapitalbolag arbetar informella investerare ofta med enklare kontrakt, har en mindre formaliserad investeringsprocess, de utövar vanligen mindre strikt kontroll än privata riskkapitalbolag och även om avkastning på investeringen är viktigt spelar även andra faktorer in: affärsänglar/privatpersoner är ofta själva entreprenörer som brinner för att stödja företag med idéer eller nya innovationer och de investerar huvudsakligen i den egna regionen.²⁸ Upplägget med regionala saminvesteringsfonder har därmed gjort instrumentet riskkapital tillgängligt för fler företag. Ur ett företagsperspektiv kan detta göra extern riskkapitalfinansiering mer (eller tillräckligt) attraktivt, även om företaget inte är ett typiskt riskkapital-case eller inte hade finansieringsformen som sitt förstahandsval. Ur ett investerarperspektiv har det blivit mer attraktivt för privatpersoner att investera i onoterade bolag (se rapportens bilaga om kapitalmarknadens förutsättningar).

Under programperioden 2014–2020 finns förutsättningar för att fondernas relevans för företagen och företagens relevans för fonderna kan stärkas. Investeringarna 2009–2014 har bidragit till en mer utvecklad tradition av extern ägarfinansiering hos företag i regionerna, företagens kännedom om fondernas erbjudande och kompetens har ökat, det faktum att fonderna fortsätter sin verksamhet stärker bilden av dem som en stabil, långsiktig aktör på marknaden och fondernas flexibilitet ökar på så sätt att de nu kan investera lägre belopp i tidigare skeden utan strikta krav på privat saminvestering.

²⁶ I de fall fondernas medinvesterare ändå skulle ha investerat fullt ut eller en mindre andel av det de faktiskt investerat.

²⁷ För mer information om vilka typer av medinvesterare fonderna samarbetat med och deras geografiska belägenhet, se bilaga 6

²⁸ Se t.ex. Avdeitchikova (2008) "Close-ups from afar: the nature of the informal venture capital market in a spatial context", Doktorsavhandling, Lund University Press; Tillväxtanalys (2010) och (2013b) *Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer*; Rapport 2013:08; Crowdcube blog (2013) "Vad definierar affärsänglar och equity crowdfunding?", <http://blog.crowdcube.se/affarsanglar-equity-crowdfunding/>

Paletten av finansieringskällor i systemet för riskfinansiering har också utökats på senare tid, och flera förslag ligger.²⁹ Om förslagen blir verklighet finns alltså förbättrade möjligheter till kompletterande satsningar och fler valmöjligheter för företagen. Ur den här satsningens perspektiv finns därför förutsättningar för saminvesteringsfondernas erbjudande och roll i strukturen för riskfinansiering kan bli tydligare för företagen. Fler företag kan komma fram till ett skede när externt riskkapital är ett bra nästa steg och att färre företag som egentligen behöver annat kapital än externt riskkapital söker sig till fonderna.

Nedan sammanfattas tre centrala lärdomar från kapitlet:

Lärdom 1	Lärdom 2	Lärdom 3
Externt riskkapital är ett smalt finansieringsinstrument som per definition lämpar sig för och svarar mot ett behov hos ett fåtal företag, med mycket hög tillväxtpotential	Företagens problem att finna riskkapital beror på flera saker. En del av problemen kan relateras till deras tillväxtpotential, förståelse för och attityder till riskkapital	Efterfrågan på fondernas erbjudande har varit oväntat stor, vilket är ett uttryck för ett allmänt behov av kapital. Externt riskkapital är en pusselbit i riskfinansieringssystemet, som för att fungera väl förutsätter andra välfungerande pusselbitar Satsningen har bidragit till en mer utvecklad tradition av ägarfinansiering och under 2014–2020 finns förutsättningar för en mer heltäckande riskfinansieringsstruktur

²⁹ Se det nya tillväxtlånet för innovativa företag i Almis regi och i den senaste utredningen av statlig riskfinansiering föreslås både resursförstärkningar av befintliga initiativ som tillkomsten av nya: Almi föreslås få möjligheter att öka sin utlåning i form av innovationslån upp till 300 miljoner kronor. Vinnovas verifieringsmedel till innovationskontor och inkubatorer föreslås öka. Ett ny statligt garantisystem föreslås för att stödja bankernas utlåning till små företag. Inom ramen för ERUF planeras en nationell saminvesteringsfond för riskkapitalinvesteringar inom energi- och miljöteknik och en nationell fond-i-fondsatsning.

4 Har satsningens konstruktion fungerat som den ska?

Fonderna ska investera i intervallet 1–10 miljoner kronor i SMF i tidiga skeden som befinner sig i sådd-, uppstarts- eller expansionsfaser. Fonderna är dock inte fria att göra detta hur som helst. Det finns både regler (tvingande) och riktlinjer (vägledande) för hur fonderna ska agera. Nedan presenteras centrala aspekter i satsningens regelverk och riktlinjer,³⁰ huruvida fonderna levt upp till dessa givet förutsättningarna, följt av en diskussion kring vilka konsekvenser detta har fått och kan förväntas få framöver givet fondernas uppdrag och mål.³¹

4.1 Sammanfattande analys

Fondernas konstruktion bygger inte på en optimal konstruktion för riskkapitalfonder, utan på en pragmatisk analys av vad som är möjligt utifrån ERUF. På kort sikt har den fungerat bra: fonderna har lyckats fullgöra sitt uppdrag att investera hela kapitalbasen inom ramen för befintlig konstruktion. Det finns emellertid flera inbyggda risker i denna:

- Tolkningen av kravet på att saminvestera med privata, *oberoende* kommersiella aktörer innebär en begränsning av möjligheterna att genomföra nyinvesteringar tillsammans med befintliga ägare, t.ex. styrelseledamöter. Detta medför utspädning och en risk för att satsningen missar vanliga investeringsituationer för riskkapital. I teorin innebär begränsningen också att fondernas investeringsmöjligheter skjuts mot tidiga uppstartsfaser snarare än expansion, vilket i sin tur ökar sannolikheten att fondernas medinvesterar är oerfarna och inaktiva informella investerare. Detta kräver mer arbete av fonderna, samtidigt som utrymmet för förvaltningskostnader är begränsat.
- Fondernas utrymme för förvaltningskostnader står i kontrast till aktivt ägande i portföljbolagen och försvårar viktiga insatser vid sidan av själva investeringarna, såsom uppsökande verksamhet och insatser för att främja de horisontella kriterierna.
- Fonderna ska beakta de horisontella kriterierna men styrs inte utifrån dessa. Detta innebär inte per automatik att satsningen motverkar dem, men den arbetar inte för dem.
- Upplägget med regionala, d.v.s. geografiskt begränsade, fonder innebär lägre avkastning (RoI) för satsningen som helhet.
- Konstruktionen som tidsbegränsade projekt med krav på hög investeringstakt medför att kapitalbasen investeras utifrån projektcykler och inte konjunkturcykler. En risk med upplägget är att fonder genomför investeringar som de under andra förutsättningar inte skulle ha gjort.

I programperioden 2014–2020 kommer bl.a. tolkningen av oberoende-kravet medföra ytterligare begränsningar av möjligheten att nyinvestera tillsammans

³⁰ Se även Tillväxtverket (2010a) Info 0212 Rev A: *Förutsättningar för fondprojektens genomförande*, från vilken vi hämtat definitioner och förklaringar som används i detta kapitel

³¹ En del av satsningens konstruktion är också upplägget med gemensam, löpande utvärdering (följeforskning). Vi väljer dock att avstå från att själva bedöma hur detta har fungerat och konsekvenser av den löpande utvärderingen.

med befintliga ägare, å andra sidan får fonderna möjlighet att investera lägre belopp i tidigare faser utan samma strikta krav på privat medfinansiering. En trolig konsekvens är att fonderna kommer genomföra fler och mindre investeringar i tidigare faser, samtidigt som utrymmet för förvaltningskostnader är fortsatt begränsat under 2014–2020. Detta i sin tur kan medföra mindre aktivt ägarskap från fonderna i portföljbolagen och fortsatta utmaningar för satsningen att hantera de horisontella kriterierna.

Dessa är risker som följer av valet att använda ERUF som finansjär. Hur verksamheten skulle ha fungerat med en annan konstruktion kan vi inte uttala oss om. Vi känner heller ännu inte till de reella, långsiktiga konsekvenserna av dessa risker.

4.2 Saminvestering på lika villkor (pari passu) fungerar väl

Grundprinciperna för investeringarna är att de ska vara marknadskompletterande och göras på marknadsmässiga villkor. En av grundförutsättningarna för fonderna är att det inte får förekomma något inslag av statligt stöd. Det ska säkerställas genom att investeringarna ska ske på *”marknadsmässiga kommersiella villkor”*, vilket i sin tur regleras genom flera av de krav som ställs på fondernas arbetssätt: att varje investering sker på lika villkor och med minst lika mycket kapital från fonderna (offentligt) som från privat(a) kommersiella aktör(er) som inte har tidigare kopplingar till portföljbolaget. Viktiga undantag från kravet på saminvestering är lånedelen av Sydsvensk Entreprenörfond (SEF) I och Mittkapital. Sjätte AP-fonden som tidigare förvaltade Mittkapital ligger under ett annat regelverk än övriga aktörer.

Nedan diskuteras kravet att saminvestera på lika villkor, därefter i nästa stycke kravet på att de privata kommersiella aktörerna inte får ha tidigare kopplingar till portföljbolaget (det s.k. ”oberoendekravet”).

Regelverk/riktlinje	Definition	Uppfyllt?	Konsekvenser	Programperioden 2014-2020
Pari passu	Saminvestering med privat kommersiell aktör på lika villkor, där den privata parten står för minst halva investeringen (50-50)	Ja	Positivt: borgar för strikt kommersiella investeringar Negativt: uteblivna investeringar	Avsteg i såddfasen Kan innebära fler investeringsmöjligheter, men längre tid till exit Ökad avkastning för privata investerare

Vid satsningens start var kravet på privat medinvestering en källa till oro hos fonderna: tillgången till privat kapital var en bristvara i många regioner, detta var ju ett argument bakom satsningen. Fondernas investeringar skulle alltså ha så hög risk att privata investerare inte ville gå in men ändå vara så bra att de kunde göras på kommersiella grunder.

Fonderna har emellertid infriat och överträffat kravet på minst 50 procent privat medfinansiering, inklusive Mittkapital och SEF I. Det råder stor samstämmighet bland fondernas VD:ar om att kravet på privat saminvestering är positivt.

Under årens lopp har fonderna och andra intressenter (t.ex. regionala medfinansierare och andra investerare) kommit att betrakta kravet på saminvestering på lika villkor som positivt. Det ses som en garant för marknadsmässiga investeringar och fungerar som en inbyggd broms mot den risk att investera ”fel” som uppstår till följd av kravet på en given investeringstakt. Att investeringarna sker på lika villkor (pari passu) lyfts också fram som en klar styrka: upplägget är

enkelt, de privata medinvesterarna vet vad som gäller och det borgar för kommersiella investeringar.

Enkätundersökningen bland privata medinvesterare visar att majoriteten inte skulle ha investerat alls eller investerat ett mindre belopp om inte fonderna hade saminvesterat med dem. Detta kan dels tolkas som att fonderna bidrar till att attrahera eller mobilisera privat kapital, vilket är positivt och ett argument bakom verksamheten. Intervjuer med investerare och intressenter utanför satsningen styrker också bilden av att fonderna inte tränger undan privat kapital. Fonderna saminvesterar dock i stor utsträckning med oerfarna medinvesterare. En annan tolkning är därför att det finns en risk för att fonderna drar med sig investerare i affärer som de annars inte skulle ha gjort. Att investeringarna görs pari passu minskar dock denna risk då de offentliga medlen inte täcker upp för förluster och avkastningen delas lika. Våra enkätundersökningar visar vidare att de privata investerarna och portföljbolagen är dem som i störst utsträckning identifierat möjligheten att genomföra en investering.³² Fonderna menar vidare att de bör och måste informera om och marknadsföra sitt erbjudande, men vara försiktiga med att "sälja in" och driva beslutet att investera.

Kravet på saminvestering har i vissa fall resulterat i att enskilda fonder tvingats avstå från investeringar som de bedömt som bärkraftiga, på grund av att ingen privat aktör velat saminvestera. Problemet tycks dock inte ha varit särskilt stort.

Under programperioden 2014–2020 förväntas fonderna genomföra fler investeringar i såddfasen. Kravet på saminvestering mjukas upp så att 50–50 inte gäller strikt för investeringar i mycket tidig fas. Ur fondernas perspektiv kan detta både innebära ökade möjligheter att genomföra fler, mindre investeringar och förlängd tid till exit. En indirekt konsekvens kan förväntas bli att de privata investerare som kommer in i senare rundor ökar sin avkastning då deras investeringshorisont minskar.³³

4.3 Tolknigen av privata *oberoende* kommersiella aktörer är inte ändamålsenlig för verksamheten

Kravet på saminvestering på lika villkor förutsätter vidare att vid den första gemensamma riskkapitalinvesteringen (nyinvesteringen) ska minst 25 procent av nyemissionens totala belopp investeras av en eller flera privata kommersiella riskkapitalaktörer som är fullständigt oberoende i förhållande till det blivande portföljföretaget. Med privat oberoende kommersiell medinvesterare avses i normalfallet ett formellt riskkapitalbolag eller en informell investerare, d.v.s. en privatperson/affärsängel som investerar egna medel mot en ägarandel i företaget eller ett företag som vill investera ägarkapital i andra företag (privat bolag eller s.k. "corporate venture").

Definitionen har dock varit otydlig och ställde till problem under de första åren. Förtydliganden och avgränsningar behövde göras under satsningens första år.³⁴

³² Enligt portföljbolagen är det i huvudsak dem själva (61%) som identifierat möjligheten att investera i företaget, i andra hand fonden (22%) och i tredje hand en annan extern investerare (13%). Enligt de privata medinvesterarna är det i första hand dem själva som identifierat möjligheten (43%), i andra hand portföljbolaget (28%) och i tredje hand fonden (17%).

³³ Tillväxtanalys (2010), s. 44

³⁴ För mer information se följeforskningens första rapport: Tillväxtverket (2010b) *Start av regionala riskkapitalfonder – Uppdrag och lärdomar*, Rapport 0072 Rev B

Regelverk/riktlinje	Definition	Uppfyllt?	Konsekvenser	Programperioden 2014-2020
Oberoende-krav	Vid den första gemensamma riskkapitalinvesteringen (nyinvesteringen) ska minst 25 procent av nyemissionens totala belopp investeras av en eller flera privata kommersiella riskkapitalaktörer som är fullständigt oberoende i förhållande till det blivande portfölj företaget.	Ja Otydligt i början Ställde till problem Investeringar underkändes	Positivt: borgar för strikt kommersiella investeringar Negativt: underkända investeringar Uteblivna investeringsmöjligheter Oklart: investeringar skjuts mot tidiga faser → stimulerar oerfarna och inaktiva änglar 3% management fee en motkraft	Vissa offentliga aktörer räknas som privat, oberoende kommersiell aktör → Fler saminvesteringsmöjligheter Minst 50 procent av nyemissionens totala belopp ska investeras av en eller flera privata kommersiella aktörer som är fullständigt oberoende → Färre investerings-situationer täcks in av satsningen

Fondernas VD:ar förstår tanken bakom utformningen av oberoendekravet, men menar att *tolkningen* inte är ändamålsenlig. I många fall diskvalificerar den de bästa medinvesterarna, då befintliga styrelsemedlemmar som är villiga att investera och som har djupgående kunskap om bolagets förutsättningar och behov inte kvalificeras som oberoende. Då regelverket har varit tvingande och samtliga investeringar som fonderna har gjort har granskats av Tillväxtverket har fonderna anpassat sig till och levt upp till Tillväxtverkets tolkning.

Ett antal investeringar som genomfördes de första åren underkändes av Tillväxtverket. Begränsningen i att investera tillsammans med befintliga ägare betyder att relativt vanliga investerings-situationer inte täcks av den här satsningen: företagare som vill investera i sitt företag för att expandera men behöver skala upp sin egen investering för att få tillgång till tillräckligt med kapital eller investerare som gått in i mycket tidiga skeden som vill göra följdinvesteringar för att fortsätta utvecklingen av företaget. Det senare exemplet är en vanlig situation i riskkapitalsammanhang.

Riskkapitalinvesteringar sker vanligen i rundor och olika riskkapitalaktörer specialiserar sig på olika utvecklingsfaser i företag. Det är inte ovanligt att en riskkapitalist går in i ett företag som nått en viss mognadsgrad och investerar tillsammans med en befintlig ägare som investerat i ett tidigare skede och nu vill skala upp sin investering och ta företaget till nästa utvecklingsfas. Den första rundan kan komma väldigt tidigt i ett företags utveckling. Ur fondernas perspektiv har tolkningen av oberoendekravet också i praktiken i flera fall diskvalificerat de bästa medinvesterarna. Fonderna har förvisso möjlighet att investera tillsammans med befintliga ägare i följdinvesteringar, men då en ny oberoende part i vilket fall måste in har detta lett till att företag valt att tacka nej till investeringar på grund av utspädning.

I teorin innebär begränsningen att investera med befintliga ägare att fondernas investeringsmöjligheter skjuts mot tidiga uppstartsfaser snarare än expansion. Både gapanalyser och intervjuer tar dock upp att finansieringsbehov finns både i tidiga skeden och i senare expansionsfaser. Kravet på tre procents förvaltningskostnader fungerar dock som en motvikt, det skjuter investeringarna mot senare faser.

Investeringar i tidigare skeden ökar i teorin sannolikheten att fondernas medinvesterare i stor utsträckning är oerfarna vilket stimulerar inaktiva informella investerare. Det kräver dock mer av fonderna. Sannolikheten för fler och mindre investeringar i mer omogna företag med mer oerfarna medinvesterare ska ställas i relation till fondernas begränsade utrymme för förvaltningskostnader och möjlighet att vara aktiva ägare. Att vara aktiv i tidiga skeden påverkar också fondernas risk och förväntad tid till avkastning. I praktiken menar fonderna att

de också i stor utsträckning har kommit att saminvestera med oerfarna investerare (det finns ingen statistik som kan belägga omfattningen).

Följderna avgränsas dock av att fonderna faktiskt har möjlighet att investera tillsammans med befintliga ägare, om det har tillkommit ytterligare en ny oberoende privat aktör. I vilken utsträckning begränsningen i möjlighet att investera tillsammans med befintliga ägare beror också på hur fonderna prioriterar olika faser och hur de ser på sin egen roll. Almi Invest gjorde det i ansökan, affärsplaner och projektbeskrivning tydligt att fonderna planerat att vara relativt aktiva ägare och inte investera i mycket tidiga skeden. Givet näringslivsförutsättningarna bedömde Almi Invest Småland och öarna det som ursprungligen intressant att investera i generationsskiften, vilket dock i praktiken visat sig svårt givet regelverket och efterfrågan. Efterfrågan har istället kommit från bolag i tidigare faser än vad som ursprungligen förväntades, med följden att genomsnittsinvesteringen blivit lägre och antalet bolag i portföljen fler. Detta i sin tur minskar fondens möjlighet att vara aktiv ägare och förlänger förväntad tid till avkastning. Saminvest såg däremot inte befintliga ägare som potentiella medinvestorer vid satsningens start och har som partnerskapsfond arbetat som "sleeping partner" till privata aktörer med vilka man tecknat samarbetsavtal.

I programperioden 2014–2020 kommer tolkningen av oberoende-kravet att förändras, framförallt mot en riktning som försvårar investeringar i tidig expansionsfas. Å ena sidan kommer vissa offentliga aktörer att räknas som oberoende privat, kommersiell medinvestor och styrelseledamöter i portföljbolagen som inte är delägare räknas också som oberoende.³⁵ Å andra sidan stramas regelverket åt: mot tidigare minst 25 procent ska nu minst 50 procent av nyemissionens totala belopp investeras av oberoende privata kommersiella investerare. Begränsningen av möjligheten att investera med befintliga ägare har inneburit att relativt vanliga investeringssituationer inte täckts av den här satsningen under förra programperioden. 2014–2020 kan antalet investeringssituationer förväntas bli ännu färre. Dock mjukas kravet på saminvestering (och därmed på oberoende) upp för investeringar i mycket tidiga skeden. En trolig konsekvens av allt detta är att fonderna kommer genomföra fler och mindre investeringar i tidigare faser. Detta i sin tur kan medföra flera saker, t.ex. längre tid till exit alternativt ökat fokus på snabba (s.k. "strategiska") exits och mindre aktivt ägarskap i portföljbolagen från fondernas sida på grund av det begränsade utrymmet för förvaltningskostnader, vilket medför ökat ansvar för befintliga ägare och privata externa medinvestorer.

4.4 Fondernas utrymme för förvaltningskostnader står i kontrast till aktivt ägande och uppsökande verksamhet

Enligt gällande förordning får fondernas förvaltningskostnader (management fee) uppgå till högst tre procent i årsgenomsnitt av kapitalbasen.

I Sverige genomfördes 2005–2008 en pilotsatsning på ERUF-finansierade riskkapitalfonder, vars upplägg byggde på att vara en passiv partner till en aktiv privat medinvestor baserat på en modell för saminvesteringsfonder som utvecklats i Skottland. De fonder som denna utvärdering avser beskriver i sina ansökningar rollen som investerare på olika sätt, där Almi Invest och SEF beskriver sig som mer aktiva än Saminvest och Sjätte AP-fonden som beskriver sig

³⁵ En offentlig aktör som investerar pengar på "eget ansvar" (i meningen att aktören satt upp ett bolag och delegerat förvaltningen) kommer räknas som privat och oberoende, men inte en offentlig aktör som arbetar med exempelvis förlusttäckning

Regelverk/riktlinje	Definition	Uppfyllt?	Konsekvenser	Programperioden 2014–2020
3% management fee	Fondernas förvaltningskostnader (management fee) får uppgå till högst tre procent i årsgenomsnitt av kapitalbasen.	Ja	<p>Positivt: frambringar effektiva arbetsätt och ett behov av att sätta privata medinvestorer i förarsätet</p> <p>Neutralt: satsningen är beroende av andra kompletterande insatser som kan stärka efterfrågesidan och privata investorer (de regionala strukturerna för riskfinansiering)</p> <p>Negativt: står i kontrast till att vara aktiv ägare</p> <p>Begränsar möjligheten till uppsökande verksamhet (inkl. aktiviteter gentemot horisontella kriterier)</p>	Fortsatt lågt utrymme, samtidigt som fonderna kan förväntas investera mer i såddfas där behovet av aktiva ägare är stort samtidigt som privata investorer i hög grad är oerfarna

som mer passiva då det gäller arbete för att utveckla portföljbolagen. De flesta av de elva fonder som denna utvärdering avser har kommit att inta en aktiv roll i urval och bedömning av investeringarna, i att förhandla investeringsvillkoren och skriva avtal, samt i förvaltning och avyttring av portföljbolagen.³⁶ Att det blivit så beror både på de enskilda fondernas syn på sin roll och på att Sverige är ett land som historiskt har kännetecknats av en relativt outvecklad riskkapitalmarknad. Liksom i Frankrike och Tyskland har Sveriges finansiella system varit dominerat av lånefinansiering, medan t.ex. USA och Storbritannien har en längre tradition av riskkapitalfinansiering. Detta har inneburit att tillgång till både formellt (fonder) och informellt riskkapital (affärsänglar) har varit relativt begränsad.³⁷

Upplägget med saminvesteringsfonder mobiliserar i stor utsträckning informella medinvestorer och fonderna beskriver att de i hög grad är oerfarna och behöver fondens stöd inom olika områden. Det har alltså ur fondernas perspektiv visat sig svårt att för fonderna att vara en passiv partner till sina medinvestorer. Våra enkätundersökningar bland portföljbolag och medinvestorer visar vidare att dessa efterfrågar aktiva fonder. Ett aktivt ägande genom tillförsel av kompetens och nätverk till portföljbolagen är en av förutsättningarna för att satsningen ska bidra till utvecklingen av långsiktiga strukturer för riskfinansiering. Utvecklingen av portföljbolagen är en del i detta och ett aktivt ägande är inte minst viktigt i tidiga skeden, som alltså denna satsning har fokuserat på och kommer att fokusera på 2014–2020. Aktiviteter vid sidan av själva investeringarna, såsom dialog och möten med entreprenörer/företag som söker sig till fonderna (oavsett om det sedan blir en investering eller ej), marknadsföring och uppsökande av potentiella bolag, privata medinvestorer och tagare/köpare är en annan del i fondernas bidrag till den regionala strukturen. I detta ingår också aktiviteter kopplade till de horisontella kriterierna jämställdhet mellan kvinnor och män, integration och mångfald samt en miljömässigt hållbar utveckling.

Fonderna är små och gör många investeringar, vilket innebär många portföljbolag per ansvarig investment manager. En konsekvens av det begränsade utrymmet för förvaltningskostnader är att fonderna har anpassat sina arbetsätt och gjort pragmatiska prioriteringar. Portföljbolagens status, utveckling och behov samt de privata medinvesternas erfarenhet och kompetens har i hög grad styrt hur fonderna har agerat. SamInvest har varit en partnerskapsfond, d.v.s. i större utsträckning än övriga fungerat som en passiv partner till aktiva privata medinvestorer med vilka man upprättat samarbetsavtal, baserat på den skotska modellen för saminvesteringsfonder. Det innebär bland annat att fonden i regel inte suttit i portföljbolagens styrelser. SamInvest upplever därför att nivån utgjort ett mindre problem än övriga fonder, som i större utsträckning suttit i

³⁶ Fonderna beskriver i sina ansökningar rollen som investorer på olika sätt, där Almi Invest och SEF beskriver sig som mer aktiva än Saminvest och Sjätte AP-fonden som beskriver sig som mer passiva då det gäller arbete för att utveckla portföljbolagen.

³⁷ Tillväxtverket (2010b) *Start av regionala riskkapitalfonder – Uppdrag och lärdomar*, Rapport 0072 Rev B

portföljbolagens styrelser. Mittkapital har skiljt sig genom att för investeringar i tidiga skeden investerat indirekt i s.k. tillväxtkassor och i direkta investeringar satsat på större investeringar i färre och mer mogna bolag, med relativt erfarna befintliga och andra externa ägare.

Taket för förvaltningskostnader har därmed fungerat, i bemärkelsen att fonderna hanterat det och anpassat sina insatser därefter. Konsekvensen är att fonderna inte är så aktiva i portföljbolagen som de skulle önska.³⁸ Det finns inget egenvärde i att fonderna ska vara aktiva ägare och det finns argument för att de privata medinvesterarna bör ta det största ansvaret i såväl urval och bedömning av investeringarna samt i förvaltning och avyttring av portföljbolagen. Men portföljbolag och medinvesterare uttrycker i enkäterna önskemål om att fonderna ska ta en mer aktiv roll. Framförallt dem som investerar i egenskap av privatpersoner är i behov av fondernas erfarenhet och kunskap för att investera.³⁹ Konstruktionen med små fonder med krav på hög investeringstakt och begränsat utrymme för förvaltningskostnader står i kontrast till att vara en aktiv ägare. För att nå framgång är den här satsningen med andra ord beroende av andra kompletterande insatser som kan stärka de regionala strukturerna för riskfinansiering.

Vad avser aktiviteter vid sidan av själva investeringarna (dialog/möten med entreprenörer/företag, marknadsföring och uppsökande verksamhet) har fonderna haft mycket olika förutsättningar vad avser tillgången till investeringsbara företag, kompetenta och kapitalstarka investerare etc. men samma relativa utrymme för förvaltningskostnader. I storstadsregioner, där företagens efterfrågan varit relativt stor, har taket för förvaltningskostnader inneburit att fonder av resursskäl valt att tacka nej till möten med entreprenörer/företag. Detta har lett till besvikelse hos entreprenörer som förväntat sig att Almi Invest som offentlig aktör alltid ska ha tid till möten och stöd. Sådan besvikelse kan minska fondernas legitimitet och trovärdighet. I glesbygdsregioner, med mindre tradition av ägarfinansiering och kunskap om riskkapital, har flera fonder fått ägna mycket tid åt information och marknadsföring samt åt att ge stöd och råd till företag kring andra finansieringslösningar som är bättre lämpade. De har varit riggade för att investera, men har även fått missionerande, utbildande samt mäklande roller i systemet för riskfinansiering.

En annan konsekvens är att fonderna prioriterat ned insatser riktade gentemot de horisontella kriterierna (se vidare nedan). Detta beror dock också på bristande styrning och vägledning från EU-kommissionen, Tillväxtverket och de regionala finansiärerna.

Det finns också fördelar med ett begränsat utrymme för förvaltningskostnader: det ställer krav på fonderna att hitta effektiva arbetsätt och ger incitament att sätta de privata medinvesterarna i förarsätet vid utveckling och avyttring av portföljbolagen. Vad avser fondernas verksamhet 2014–2020 har de nu uppar-

³⁸ 41 procent av portföljbolagen som besvarat vår enkät anser att fonden varit passiva eller mycket passiva. Mindre än 1/3 uppger att den varit aktiv eller mycket aktiv. De senare är också dem som sammantaget är mest nöjda med beslutet att ta in fonden som extern delägare i företaget. Av 45 portföljbolag som uppger att fonden varit passiv eller mycket passiv i utvecklingen av företaget uppger 27 (60%) att de är nöjda/mycket nöjda med beslutet att ta in fonden som extern delägare. Av 32 företag som uppger att fonden varit ganska aktiv i utvecklingen av företaget uppger 28 (88%) att de är nöjda/mycket nöjda. Av 35 företag som uppger att fonden varit aktiv eller mycket aktiv i utvecklingen av företaget är samtliga (100%) nöjda/mycket nöjda.

³⁹ Enkätundersökningen till medinvesterare visar att fondernas *kapital* är den främsta orsaken till att saminvestera med dem och fondernas *långsiktighet* eller *investeringsansvarigas egenskaper* den näst viktigaste. Affärsänglar som investerar i egenskap av privatpersoner skiljer sig däremot från övriga genom att ange fondens *erfarenhet och kunskap* som tredje viktigaste orsak. Ingen av övriga investerartyper (affärsänglar som investerar via syndikat, privata bolag s.k. corporate venture och fondbaserade investerare) har angett detta bland de tre viktigaste orsakerna.

betade rutiner, personal på plats och nätverk i regionerna och bör därför kunna arbeta mer effektivt. Men, under 2014–2020 kan fonderna förväntas göra fler investeringar i såddfasen (se ovan om förändringen av kravet på saminvestering/pari passu och oberoendekravet). Detta kan förväntas leda till fler och beloppsmässigt mindre investeringar, i kombination med ett ökat behov av stöd och personella resurser från investerarnas sida, då bolag i mycket tidig fas i många fall saknar ett team eller en fungerande styrelse. Detta driver fonderna mot ett mer passivt ägarskap, samtidigt som möjligheten att lämna över ansvaret till privata investerare sannolikt är mindre i de tidigaste faserna.

4.5 Begränsningen att investera i den egna regionen är en förutsättning för regional utveckling, men ett hinder för vinstmaximering

Fonderna är bundna till investeringar i den egna regionen: investeringar ska göras inom den region där medel beviljats. Här avses de åtta programområdena enligt EU:s NUTS II-indelning:

- Övre Norrland (Norrbottnens och Västerbottens län)
- Mellersta Norrland (Jämtlands och Västernorrlands län)
- Norra Mellansverige (Dalarnas, Värmlands⁴⁰ och Gävleborgs län)
- Östra Mellansverige (Uppsala, Västmanlands, Örebro, Södermanlands och Östergötlands län)
- Stockholm (Stockholms län)
- Småland med öarna (Jönköpings, Kalmar, Kronobergs och Gotlands län)
- Västsverige (Västra Götalandsregionen)
- Sydsverige (Skåne och Blekinge län)

Regelverk/riktlinje	Definition	Uppfyllt?	Konsekvenser	Programperioden 2014–2020
Investera i den egna regionen	Fonderna är bundna till den egna regionen: investeringar ska göras inom den region där medel beviljats.	Ja	Positivt: förutsättning för regional utveckling Negativt: lägre avkastning för satsningen som helhet Företagens geografiska placering påverkar sannolikheten att få investering	Ökade förväntningar på vissa fonder att uppvisa geografisk spridning inom regionen

Forskning visar att riskkapitalfonder som är begränsade att investera i specifika branscher, faser och regioner uppvisar sämre avkastning än de som inte har sådana begränsningar.⁴¹ Om målet med satsningen är hög finansiell avkastning är fondernas geografiska begränsning kontraproduktiv. Men om målet är regional utveckling är den en absolut nödvändighet. Oavsett är konstruktionen en utmaning, då riskkapital dras till tillväxtregioner men inte själv kan skapa dem.⁴²

Fördelar är att det regionala engagemanget för fonderna bland regionala utvecklingsaktörer stärks tack vare den nära, geografiska anknytningen och att upplägget skapar möjligheter att experimentera med regionala modeller utifrån behov på den regionala marknaden. Det är nödvändigt att vara geografiskt nära

⁴⁰ Värmland ingick under programperioden 2007-2013 i Västsverige, men med egen fond benämnd Almi Invest Västsverige Värmland. I programperioden 2014-2020 ingår Värmlands län i Almi Invest Norra Mellansveriges investeringsområde.

⁴¹ Söderblom (2012), s. 47 ff.

⁴² Tillväxtanalys (2010), s. 75

företagen för att kunna ha en tät och löpande kontakt med såväl potentiella som befintliga portföljbolag. Ett argument bakom satsningen är just att det finns bra investeringsobjekt i hela landet, men som den privata marknaden inte tar hand om. Den regionala förankringen avdramatiserar också riskkapital, som av många förknippas med en bild av otäcka kostymmän från Stureplan som inte är intresserade av företagen de investerar i utan endast av avkastning.

Givet målsättningen att bidra till att öka privata investeringar är den regionala närvaron en styrka utifrån hur affärsänglar investerar. Tillväxtanalys (2011) lyfter att investerare i stor utsträckning arbetar lokalt och forskning på svenska förhållanden visar att 70 procent av affärsängelinvesteringar är lokala, det vill säga äger rum i den arbetsmarknadsregion där investeraren bor/arbetar.⁴³ Liknande erfarenheter finns också i andra länder, såsom Norge. Som Tillväxtanalys påpekar är orsakerna intuitivt lätta att begripa: en nära geografisk anknytning gör det lättare att finna case och lättare att sköta och övervaka dem. Betydelsen av geografisk närhet tycks vara särskilt stor i tidiga faser.⁴⁴ Givet det fokus mot tidiga skeden nuvarande och kommande satsning har finns således goda skäl för fondernas regionala närvaro.

På lite längre sikt är upplägget alltså en nackdel för förutsättningarna att uppnå finansiell avkastning. På kort sikt har fonderna lyckats hålla sin investeringstakt och saminvestera med privat kapital över förväntan. Utmaningen för många fonder har snarare varit att uppnå en acceptabel geografisk spridning inom den egna regionen, som ju för de flesta består av flera län och många kommuner. Nästan samtliga länsstyrelser/regionförbund/regioner med regionalt utvecklingsansvar har avsatt medel till medfinansiering av fonderna. De förväntar sig därför investeringar i företag i det egna länet/regionen i gengäld. För fonderna innebär detta två utmaningar:

- NUTS II-regionerna är geografiskt stora områden. Fonderna har regional närvaro via kontor i någon av NUTS-områdets större städer, men begränsat resursutrymme att proaktivt uppsöka företag och andra relevanta aktörer i andra delar av regionen
- Även om fonderna hade alla möjligheter att hantera stora geografiska avstånd varierar marknadens mognad inom de olika NUTS II-områdena. Tillgången till kompetens, universitet, inkubatorer, investeringsobjekt, privat kapital med mera skiljer sig markant mellan exempelvis Göteborg och Fyrbodalen (Västsverige), Luleå-Umeå och övriga Norrbottens-Västerbottens inland (Övre Norrland) eller Uppsala/Linköping och Södermanlands län (Östra Mellansverige)

För vissa fonder har målkonflikten mellan att göra bra investeringar (generera avkastning) och uppfylla medfinansiärernas önskemål om investeringar i länet (regional utveckling) medfört åtminstone två saker:

- De har lagt ner tid och resurser på uppsökande verksamhet, trots att goda och kända investeringsmöjligheter funnits runt knuten
- De har genomfört investeringar som de annars inte skulle ha gjort

Vi kan dock inte uttala oss om omfattningen av dessa konsekvenser. Ur företagens perspektiv innebär upplägget att deras geografiska belägenhet spelar roll för sannolikheten att få en investering. Många företag i eller strax utanför stor-

⁴³ Tillväxtanalys (2011c) *Kompetent kapital? Tre länder, tre försök*, Rapport 2011:05, s. 80; Avdeitchikova, Sofia (2008)

⁴⁴ Tillväxtanalys (2011c), s. 80

stadsområdena som nekats en investering skulle sannolikt ha fått en investering av en annan fond i en annan del av landet.

Att fonderna finansieras av Regionalfonden har också medfört att regioner med utvecklade riskkapitalmarknader har haft relativt sett stor kapitalbas, medan en storstadsregion som Stockholm, där efterfrågan på riskkapital är stor, haft relativt små resurser. Är detta ändamålsenligt? Här finns inget givet svar. Å ena sidan går det att argumentera för att fonder i storstadsregioner borde ha större kapitalbas, å andra sidan att satsningen ska bidra till en struktur för riskkapital i hela landet, vilket kräver mer resurser i glesbygdsregioner. Alla fonder är dock i huvudsak riggade för att investera, i mindre utsträckning för information/utbildning, marknadsföring och uppsökande verksamhet. En möjlig lösning vore att öka utrymmet för förvaltningskostnader i glesbygdsregioner, såsom gjorts i Norge.⁴⁵

Vissa regionala medfinansiärer har också noterat att aktuell fond i hög grad investerat i företag i andra län inom det gemensamma NUTS II-området. I samband med beslut om medfinansieringen av fonden för perioden 2014–2020 har de därför uttryckt önskemål om att en ökad andel av investeringarna 2014–2020 ska ske i det egna länet. Fonderna har ansökt om strukturfondsmedel och måste därför förhålla sig till denna regionala utvecklingslogik. Berörda fonder har också utlovat en starkare närvaro i samtliga län under perioden 2014–2020. Men deras utrymme för uppsökande verksamhet och proaktiva insatser begränsas av taket för förvaltningskostnader. Således ligger ett stort ansvar också på de regionala medfinansiärerna, som har kännedom om näringslivets förutsättningar och andra pågående regionala utvecklingsinsatser samt i de flesta fall har adjungerad representation i fondernas styrelser, att skapa förutsättningar för investeringar. Det kan t.ex. handla om att hjälpa till att identifiera potentiella investeringsobjekt och initiera kompletterande satsningar som främjar tillväxtföretag och privat kapital. Vi kan konstatera att synen på den egna rollen och ansvaret skiljer sig mellan olika medfinansiärer.

4.6 Satsningen styrs inte utifrån de horisontella kriterierna

Alla program och projekt som finansieras av ERUF ska ta hänsyn till de s.k. horisontella kriterierna jämställdhet mellan kvinnor och män, integration och mångfald samt en miljömässigt hållbar utveckling. Erfarenheterna av arbetet med de horisontella kriterierna i programperioden 2007–2013 talar dock för att det finns betydande utmaningar som behöver hanteras i den programperioden 2014–2020. Tillväxtverket beskriver problemen runt arbetet med de horisontella kriterierna i Regionalfondens verksamhet i sin rapport "Horisontella kriterier i de regionala strukturfondsprogrammen" från 2012.⁴⁶ Vad arbete med de horisontella kriterierna kan innebära i praktiken eller definitioner av begreppen är otydliga i strukturfondsprogrammen. Även om det finns guider som Tillväxtverket har tagit fram för att ge vägledning i ansökningsprocessen och inte minst för handläggarna som bereder dem ger ansökningar ofta mycket vaga beskrivningar av hur de avser att arbeta med de horisontella kriterierna. Tillväxtverket pekar också ut att det saknas en analys av hur de horisontella kriterierna kan bidra till utveckling av programmen och projekten framförallt hur jämställdhet, integration, mångfald och miljömässigt hållbar utveckling påverkar regional tillväxt.

⁴⁵ Enligt uppgift från Tillväxtanalys får de s.k. "distriktsrettade" fonderna, som investerar i specifika regioner, i den norska Säkorn-satsningen ett extra årligt tillskott på en miljon NOK per fond till förvaltningskostnader

⁴⁶ Tillväxtverket (2012) *Horisontella kriterier i de regionala strukturfondsprogrammen*, Info 0424 Rev A

Regelverk/riktlinje	Definition	Uppfyllt?	Konsekvenser	Programperioden 2014–2020
Horisontella kriterier	Alla program och projekt som finansieras av ERUF ska ta hänsyn till de s.k. horisontella kriterierna jämställdhet mellan kvinnor och män, integration och mångfald samt en miljömässigt hållbar utveckling.	Svårt att bedöma, troligen nej Arbetet med de horisontella kriterierna inte varit styrande heller för verksamheten i de elva riskkapitalfonderna, varken från fondernas perspektiv, Tillväxtverkets eller de regionala finansiärernas	Att satsningen inte styrs utifrån horisontella kriterier innebär inte per automatik att den motverkar dem. Däremot arbetar den inte <i>för</i> dem utifrån vår bedömning	Utmaningarna kan förväntas kvarstå

Vi kan konstatera att arbetet med de horisontella kriterierna inte varit styrande heller för verksamheten i de elva riskkapitalfonderna, varken från fondernas perspektiv, Tillväxtverkets eller de regionala finansiärernas. Enskilda fonder har genomfört lovvärda punktinsatser, t.ex. genom uppsökande verksamhet i nätverk för kvinnors företagande eller i nätverk för affärsänglar som är kvinnor. Men ingen av fonderna har format löpande arbetsätt utifrån något av de horisontella kriterierna. Varken urval och värdering av portföljbolag eller förvaltning av dessa genomförs utifrån de horisontella kriterierna.

Tillväxtverket styr fonderna framförallt genom investeringstakt. De regionala finansiärerna ställer inga tydliga krav på fondernas arbete med de horisontella kriterierna. Den enda indikatorn för de horisontella kriterierna som fonderna ska rapportera in till Tillväxtverket handlar om ägarstrukturen i de portföljbolag för vilka investeringsbeslut finns, uppdelad på "mixat ägande", "ägda av kvinnor" och "ägda av män". Varför ägarstrukturen är viktig att följa med avseende på kön är oklart. Vad informationen ska användas till är oklart. Ingen uppföljning görs utifrån kriterierna integration och mångfald samt en miljömässigt hållbar utveckling. "Vi har investerat i ett antal cleantech-bolag", säger några av fondernas VD:ar.

De horisontella kriterierna är således inte tvingande, utan riktlinjer. Liksom i tidigare rapporter vill vi ställa frågan om rimligheten i att fonderna ska kunna hantera dessa stora och komplexa områden? Utifrån vår bedömning är det inte rimligt att tro att fonderna ska kunna rekrytera personer som förutom att de är drivna och kompetenta investerare med regionala nätverk bland investerare och företagare också kan arbeta aktivt med miljö, integration och jämställdhet. Den typen av kompetens är en bristvara i samhället. Fondernas konstruktion motverkar dessutom aktivt arbete med dessa frågor av tidigare nämnda skäl.⁴⁷

Att satsningen inte styrs utifrån horisontella kriterier innebär inte per automatik att den motverkar dem. Däremot arbetar den inte *för* dem utifrån vår bedömning. Om vi ser till samlad analys och forskning som visar att män på olika sätt premieras i det svenska näringslivsstödjande systemet framträder risken att den här satsningen ingår i ett mönster inom finansieringssystem och företagsstöd som på sikt är skadlig för Sveriges tillväxt. Motsvarande risker finns inom integration, mångfald och miljö.

Hållbar tillväxt är en av tre övergripande prioriteringar i strategin *Europa 2020*: EU:s strategi för smart, hållbar och inkluderande tillväxt.⁴⁸ Om EU och Tillväxtverket menar allvar med att arbeta med horisontella kriterier genom Regionalfonden krävs flera saker:

⁴⁷ Krav på en hög investeringstakt, aktiv förvaltning av portföljbolagen, privata medinvestorare som ofta är oerfarna och tre procents förvaltningskostnad (management fee).

⁴⁸ Regeringskansliet (2014) "Förslag till nationellt regionalfondsprogram för investeringar i tillväxt och sysselsättning 2014–2020"

- Att det finns definitioner, problemformulering och analys kring frågorna. Vad är problemen kring dessa aspekter som Regionalfondens program och projekt ska förhålla sig till och hantera? På vilket sätt ska de horisontella kriterierna bidra till programmålen? Vad kring de horisontella kriterierna bör riskkapitalfonderna stödja eller stävja?
- Att Tillväxtverket styr utifrån de horisontella kriterierna.

I vår följeforskningsrapport 2012 och förhandsutvärdering av finansieringsinstrument 2014 framförde vi att det finns alla möjligheter att arbeta aktivt med horisontella kriterier i programperioden 2014–2020. Vi föreslog t.ex. ökade eller öronmärkta förvaltningskostnader för ändamålet. Fondernas konstruktion 2014–2020 ser dock inte ut att gynna kriterierna. Men Tillväxtverket och regionala finansiärer kan fortfarande stötta arbetet med dem. Det har gjorts flera satsningar som kan komplettera fondernas verksamhet med den kunskap de själva inte har, som ett flertal satsningar för att främja kvinnors företagande, företagare med utländsk bakgrund och miljöentreprenörer.

4.7 Konstruktionen som projekt står i motsättning till Almi Invests långsiktiga mål

Fonderna är konstruerade som projekt. De har haft möjlighet att genomföra nyinvesteringar under perioden 2009 t.o.m. september 2015 och senast den sista augusti 2020 ska samtliga ägarintressen i portföljbolagen avyttras. Mellan oktober 2015 och sista augusti 2020 får medel i användas till följdinvesteringar i befintliga portföljbolag. Inga investeringar får göras i andra, nya bolag under denna period, som med andra ord blir en "förvaltningsperiod".

Då fonderna har möjlighet att genomföra följdinvesteringar och exits fram till 2020 är de alltså inte avslutade vid tidpunkten för denna rapport. Beslut har dessutom fattats om att åtta av elva fonder fortsätter sin verksamhet i form av en ny fond ("fond II") med ERUF-finansiering under innevarande strukturfondsperiod 2014–2020.

Regelverk/riktlinje	Definition	Uppfyllt?	Konsekvenser	Kommande period
Konstruktion som tidsbegränsade projekt	Fonderna är konstruerade som projekt. De har haft möjlighet att genomföra nyinvesteringar under perioden 2009 t.o.m. september 2015 och senast den sista augusti 2020 ska samtliga ägarintressen i portföljbolagen avyttras	Ja, men förtida avveckling medför möjligheter att förlänga tidsperioden för förvaltning och exits	<p>Positivt: Kan fungera, privata fondbaserade fonder bedrivs i liknande "projektform"</p> <p>Negativt: Fonderna måste bygga organisationer som är trovärdiga samtidigt som verksamheten per definition är temporär</p> <p>Fonderna måste investera pengar utifrån en projektcykel och inte en konjunkturcykel</p>	Utmaningarna finns inbyggda i konstruktionen även 2014–2020, men resurser från genomförda avyttringar kan skapa en buffert och öka långsiktigheten

Tidsbegränsade riskkapitalfonder kan fungera utmärkt, s.k. fondbaserade⁴⁹ privata fonder fungerar så. Konstruktionen medför dock två betydande utmaningar:

⁴⁹ Venture capital-bolag med "klassisk" fondstruktur, som bedrivs enligt modellen: 1. Upprätta en tioårig fond i ett "limited partnership" (LP) där institutionella investerare såsom försäkringsbolag, pensionsfonder och banker går in med kapital, 2. Fondens förvaltarteam, "general partners" (GP) identifierar, utvärderar och investerar i 10–15 entreprenörsföretag med hög tillväxtpotential (vanligen inom IT/Telekom, Life Sciences/biotech eller Energi/miljöteknik), 3. Utifrån den höga risken och sannolikheten för misslyckande i företagen vila på mycket framgångsrika exits genom industriell försäljning för 2–3 företag innan fonden stänger och slutligen 4. Fördela avkastningen mellan GP och LP.

- Fonderna har behövt bygga organisationer som är trovärdiga, har legitimitet bland marknadens aktörer och skaffa sig långsiktiga åtaganden, samtidigt som verksamheten per definition är temporär
- Tidsbegränsningen och krav på investeringstakt medför att pengarna investeras utifrån projektcykler och inte konjunkturcykler

Den första utmaningen har stört fondernas verksamhet: under åren 2011-2012 växte insikten att fondernas livscykel riskerade att bli för kort. Vem som skulle äga portföljbolagen då fonderna stängdes var då oklart. Fonderna kommunicerade sig som "evergreen" gentemot sina medinvestorare, trots att framtiden var oviss.

Vad gäller den andra utmaningen rådde under satsningens inledande år lågkonjunktur och brist på andra typer av finansieringsformer för SMF i tidiga skeden. Efterfrågan på fondernas erbjudande blev stor, samtidigt som många företag inte var lämpade för en riskkapitalinvestering. En konsekvens av detta är att fonder, framförallt utanför storstadsområdena, har genomfört investeringar som de under andra förutsättningar inte skulle ha gjort. Om målet är många investeringar oavsett kvalitet är detta ett mindre problem ur satsningens perspektiv. Men om målet är färre, men bättre investeringar tillsammans med mer kompetenta medinvestorare skulle konstruktionen kanske ha varit annorlunda.

Ur Almi Invests perspektiv är syftet med satsningen att skapa självförsörjande fonder. Utmaningarna ovan är dock inbyggda i konstruktionen även under programperioden 2014–2020. Medel från genomförda avyttringar kan dock skapa en buffert och ökad långsiktighet.

4.8 Avslutande diskussion: fortsatta utmaningar under programperioden 2014–2020

Det går att skilja på utmaningar och rena motsättningar i fondernas konstruktion. Utmaningar är exempelvis pari passu och oberoende-kravet, medan en motsättning är utrymmet för förvaltningskostnader givet förväntan att vara en aktiv ägare och att arbeta för horisontella kriterier. Samma motsättningar finns kvar i programperioden 2014–2020.

Utrymmet för förvaltningskostnader finner vi särskilt problematiskt, om fonderna även fortsättningsvis förväntas spela en aktiv roll i både investeringsprocessen (genomföra due diligence m.m.) och i utvecklingen/förvaltningen av portföljbolagen (tillföra icke-finansiell kompetens) samtidigt som fonderna kan förväntas genomföra fler, mindre investeringar i tidigare skeden och fortsatt förväntas bedriva uppsökande verksamhet, uppnå geografisk balans i investeringarna och verka för horisontella kriterier.

Följeforskningen har löpande påtalat dessa motsättningar och anser att det vore önskvärt att satsningens ägare (EU-kommissionen, Tillväxtverket och regionala medfinansiärer) uttalar sig om dessa och hur de kan och bör hanteras.

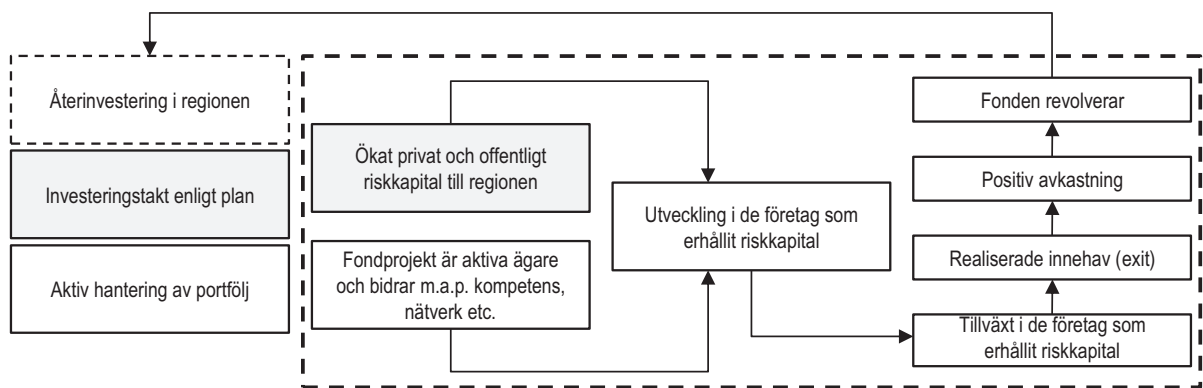
Nedan sammanfattas tre centrala lärdomar från kapitlet:

Lärdom 1	Lärdom 2	Lärdom 3
Fondernas konstruktion bygger inte på en optimal konstruktion för riskkapitalfonder, utan på vad som är möjligt utifrån ERUF	På kort sikt har konstruktionen fungerat, men den innehåller inbyggda risker vars långsiktiga konsekvenser ännu är okända	Under programperioden 2014–2020 får fonderna mer flexibilitet i mycket tidiga skeden, men ett striktare regelverk vad avser möjligheterna att investera med befintliga ägare och ett fortsatt lågt utrymme för förvaltningskostnader. Satsningens ägare och finansiärer bör tydliggöra vad som förväntas av fonderna, t.ex. vad avser rollen som aktiv ägare

5 Har fonderna investerat i enlighet med uppdraget?

Fondernas sammanlagda investeringsbara kapital, d.v.s. total kapitalbas minus förvaltningskostnader, har uppgått till 1,2 miljarder kronor. Med minst lika mycket privat medfinansiering var tanken bakom satsningen att SMF i tidiga skeden skulle tillföras minst 2,4 miljarder kronor i externt ägarkapital. Ett ökat utbud av privat och offentligt riskkapital i regionerna, i kombination med aktivt ägande i portföljbolagen förväntas leda till utveckling i portföljbolagen, vilket i sin tur förväntas leda till tillväxt i dessa, realiserade innehav (exit), positiv avkastning och revolverande fonder. Detta illustreras i insatslogiken enligt nedan:

Figur 4 Insatslogiken: investeringstakt enligt plan leder till ökat privat och offentligt riskkapital i regionen



I föregående kapitel diskuterade och bedömde vi hur satsningens regelverk och riktlinjer påverkat såväl fondernas investeringsmöjligheter som deras förutsättningar att bidra till långsiktiga mål i form av utveckling och tillväxt i portföljbolagen, revolverande fonder och en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital. Fondernas bidrag till de långsiktiga målen analyseras vidare i kommande kapitel. I detta avsnitt redovisar vi kort och bedömer om fonderna har investerat i linje med uppdraget: har de lyckats investera ut pengarna? Har investeringarna fokuserat på SMF tidiga skeden? Har de uppfyllt kravet på minst 50 procent privat kapital? Vi diskuterar även vad fondernas uppdrag faktiskt är: är de traditionella riskkapitalister eller regionala utvecklingsaktörer, eller både och?

5.1 Sammanfattande analys

Fonderna har investerat i linje med uppdraget: hela kapitalbasen har investerats, investeringarna har fokuserat på tidiga skeden, graden av privat saminvestering är över förväntan och det finns inga tydliga tecken på att de tränger undan privata investerare. Fonderna har därmed lyckats väl i att hantera ett komplext marknadskompletterande uppdrag. Vi kan dock inte på basis av dessa uppgifter uttala oss om i vilken utsträckning investeringarna är "högriskinvesteringar" eller i slutändan kommer bli ekonomiskt bärkraftiga, d.v.s. hur fondernas marknads-

kompletterande uppdrag förhåller sig att de också ska verka på ”kommersiella grunder”

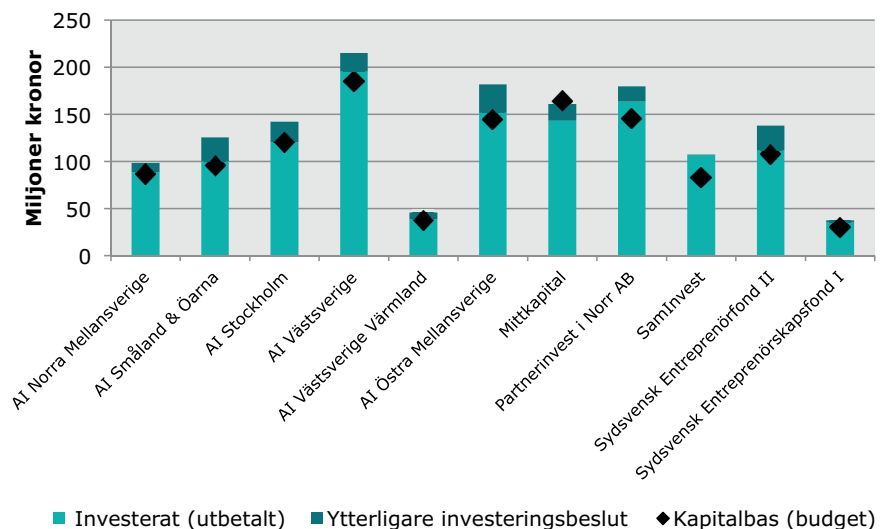
Fonderna har balanserat mellan att agera som traditionella riskkapitalister (endast ta hänsyn till framtida avkastning i pengar knutna till avyttring av innehav i portföljbolagen) och att agera som regionala utvecklingsaktörer (ta regionala hänsyn utifrån en bredare syn på avkastning som att kunna behålla arbetstillfällen eller kompetens i regionen, att investera i sunda företag som dock inte är företag med exceptionell tillväxtpotential). Detta har lett till att investeringsbeslut har fattats utifrån olika logiker. Det finns idag ingen formaliserad fördelning av utpräglade tillväxtinvesteringar och investeringar med regionala hänsyn.

Det dubbla uppdraget traditionell riskkapitalist och regionalutvecklingsaktör kommer sannolikt att fortsätta under programperioden 2014–2020. Genom att föra en diskussion om prioritering av uppdragen kan fondernas balansakt underlättas och formaliseras.

5.2 Fonderna har hållit investeringstakten enligt plan

Fonderna har haft t.o.m. det tredje kvartalet 2015 på sig att investera ut sin kapitalbas. Rapporteringen av investeringarna visar att samtliga fonder har uppfyllt målsättningen:

Figur 5 Totalt investerat t.o.m. Q3 2015



Källa: fondernas inrapportering till Tillväxtverket och Ramböll (2015)

Målsättningen att tillföra marknaden externt ägarkapital motsvarande 1,2 miljarder kronor är därmed uppfyllt. Genom att använda medel som revolverat via exits och delexits har också samtliga fonder ”överträffat” sin budget. Till och med tredje kvartalet har fonderna investerat (utbetalt) 1,26 miljarder kronor och fattat ytterligare investeringsbeslut à 177 miljoner kronor.

5.3 Investeringarna är i linje med uppdraget

Fonderna ska investera i intervallet 1–10 miljoner kronor i SMF (0–249 anställda) i tidiga skeden. Investeringarna får dock gå till mogna företag om syftet är

expansion. Rapporteringen visar att fonderna har investerat i linje med uppdraget:

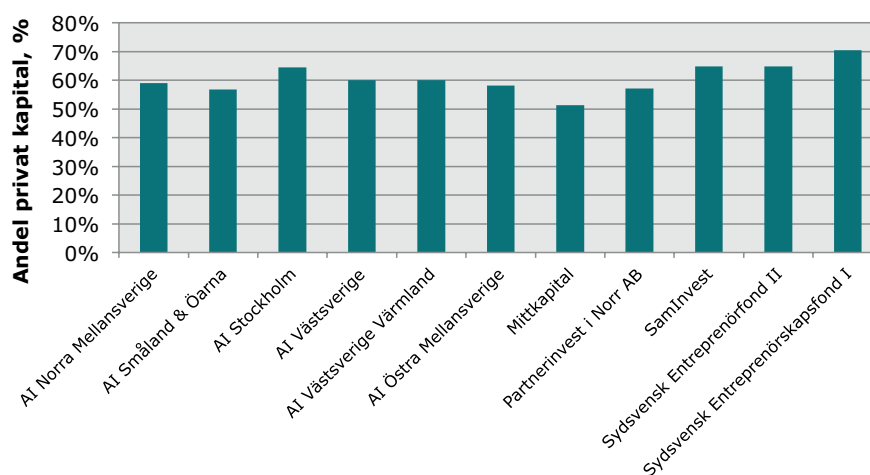
- Vid första investeringstillfället var 81 procent av portföljbolagen mikroföretag (0–9 anställda), 15 procent småföretag (10–49 anställda) och 4 procent medelstora företag (50–249 anställda)⁵⁰
- Vid första investeringstillfället befann sig 5 procent av företagen i såddfas, 34 procent i startfas och 62 procent i expansionsfas
- Fondernas genomsnittsinvestering per portföljbolag uppgår till 4,2 miljoner kronor (inkl. privat kapital till 10,6 miljoner kronor)

För information om portföljsammansättning i respektive fond, bilaga 7 som redovisar antal portföljbolag per fond, fördelning av portföljbolag olika faser samt branschfördelning.

5.4 Graden av saminvestering med privat kapital är över förväntan

Samtliga fonder har också uppnått och överträffat målsättningen att minst hälften av det totala investerade kapitalet ska komma från privata medinvesterare:

Figur 6 Det privata kapitalets andel av totala investeringar



Källa: fondernas inrapportering till Tillväxtverket och Ramböll (2015)

Målsättningen att privat kapital ska investera motsvarande 1,2 miljarder kronor är alltså med råge uppfylld. Fondernas privata medinvesterare har investerat nära 2,2 miljarder kronor, vilket innebär att satsningen totalt omslutit 3,4 miljarder kronor. För satsningen som helhet utgör privata investeringar 60 procent av de totala investeringarna. I andra termer, varje investerad offentlig krona har växlats upp med 1,5 kronor privat medinvestering.⁵¹ Högst andel privat kapital uppvisar SEF I (71 procent), vilket kan betraktas som en framgång då fonden investerar i mycket tidiga skeden och dessutom är undantagen från saminvesteringskravet i investeringar som görs i form av villkorlån. De fonder som uppvisar en högre andel privat kapital än genomsnittet är SEF I, SEF II, SamInvest och Almi Invest Stockholm.

⁵⁰ Siffrorna avseende antal anställda avser t.o.m. Q1 2015

⁵¹ Beräkningarna är gjorda på basis av fondernas *beslutade* investeringar.

5.5 Fonderna har bidragit till ökade privata investeringar

Innebär det faktum att fonderna saminvesterat över förväntan med privat kapital att privat riskkapital har ökat i regionerna, i linje med insatslogiken? Har fonderna bidragit till att "attrahera" eller mobilisera detta kapital, eller skulle det ha investerats ändå? Kan fonderna till och med ha trängt undan privat kapital?

Fonderna är minoritetsägare i portföljbolagen och i många fall är det flera aktörer som investerar. Vissa aktörer har fonderna ingen kontakt med alls, andra har de ett nära samarbete med. Med dem som fonderna känner väl och samarbetar nära med kan de också föra en dialog kring nya investeringsmöjligheter. Det finns goda skäl att tro att det är framförallt investerar i den senare kategorin av medinvesterar som besvarat Rambölls enkätundersökning. Den visar att majoriteten (54 procent) inte skulle ha investerat alls eller investerat ett mindre belopp om inte fonderna hade saminvesterat med dem. 39 procent av dessa medinvesterar bedömer att de skulle ha investerat ungefär samma belopp i alla fall och åtta procent att de skulle ha investerat mer ifall fonden inte hade saminvesterat. Vi kan uttala oss om vilka belopp det här handlar om, men på basis av detta kan vi dra slutsatsen att fonderna har haft en positiv påverkan på de privata investeringarna. På frågan om vilken som är den viktigaste orsaken till att saminvestera med fonderna svarar de flesta medinvesterar "kapitalet". Således finns en efterfrågan på delad risk. Intervjuer med investerar och intressenter utanför satsningen styrker också bilden av att fonderna bidrar till att mobilisera privat kapital framför att tränga undan det. Många framhåller att få aktörer idag investerar i de här fondernas segment.

5.6 Traditionell riskkapitalinvesterar eller regional utvecklingsaktör?

I punkterna ovan ser vi att fonderna har investerat i enlighet med uppdraget med avseende på investeringstakt, fas och saminvestering. Men det finns flera övergripande frågor som såväl styrdokument och insatslogik lämnar obesvarade.

Fonderna är branschneutrala, d.v.s. fria att investera i alla typer av branscher. Som diskuteras vidare i kapitel 7 har regionala näringslivsstrukturer, men också fondernas syn på sin roll, haft stor betydelse för fondernas investeringar. De flesta fonder har investerat i branscher som typiskt sett inte förknippas med riskkapital, såsom handel/besöksnäring och tillverkningsindustri, i störst utsträckning fonderna i glesbygdsregioner. För en beskrivning av fondernas portföljsammansättning med avseende på branscher, se rapportens bilaga 7.

Ska fonderna främst agera som riskkapitalister eller främst som regionala tillväxtaktörer? Hur ska fonderna bidra till att bygga upp en struktur för riskkapital: aktivt med särskilda mål och strategier för detta eller indirekt genom rollen som saminvesterar?

Fondernas verksamhet och investeringsbeslut kommer att påverkas beroende på hur frågorna besvaras. Om fonderna främst ska agera som en traditionell riskkapitalist kommer det i vissa investeringar betyda att fonden går ifrån regionala mål som lyfts fram i regionala utvecklingsstrategier. Fonderna behöver då inte ta regionala hänsyn vid exit. Om fonderna däremot förväntas agera som regionala tillväxtaktörer bör fonden verka aktivt för investeringar inom regionens mål. En investering i ett sunt företag som vill utöka verksamheten något men som inte är ett traditionellt tillväxtföretag och som beräknas

kunna betala tillbaka investeringen kan vara en högst relevant investering för en regional aktör: kompetens och arbetstillfällen behålls i regionen, men är ointressant för traditionellt riskkapital.

Det är fortfarande oklart vilken roll, investerare eller regional utvecklingsaktör, som ska vara styrande i denna satsning, vilket innebär att båda perspektiv har blivit styrande i varierande utsträckning. Det gäller både satsningen som helhet och de respektive regionala fonderna.

Fonderna har därmed behövt balansera dessa i grunden olika förväntningar på hur de ska agera. Det har i sin tur lett till investeringsbeslut som vilar på olika logiker. I tabellen nedan sammanfattar vi implikationer av detta för fondernas investeringar, rollen som marknadskompletterande aktör och för bidraget till en långsiktig struktur för riskfinansiering:

Tabell 5 Fondernas dubbla roll

Roll som traditionell investerare	Roll som regional tillväxtaktör
<p>Agera som professionella riskkapitalinvesterare</p> <ul style="list-style-type: none"> Styra utifrån möjligheter till avkastning i pengar: <ul style="list-style-type: none"> Välja case utifrån maximal avkastning Fokus på tillväxtpotential Söka mest lönsamma exits Tänka i portföljstrategi på casenivå (om fonden har en investering med en viss profil bör den inte investera i ett företag med liknande profil) Skapar främst värde genom att tillföra kapital 	<p>Agera som regionala utvecklingsaktörer</p> <ul style="list-style-type: none"> Styra utifrån regionala utvecklingsmål i sina respektive regioner <ul style="list-style-type: none"> Satsa på de företag som finns i regionen utifrån möjlighet att behålla eller öka arbetstillfällen (oavsett större tillväxtpotential) Rikta in investeringar mot mål som finns i regionala strategier Agera mer utifrån det samlade kapitalförsörjningssystemets behov <ul style="list-style-type: none"> finns brist på affärsängelnätverk bör fonden aktivt bygga sådana Söka form av exit som ger möjlighet att behålla företag och kompetens i regionen Behöver inte tänka portföljstrategi på casenivå (flera investeringar med samma profil inget problem om de t.ex. ligger inom regionala målsättningar) Skapar värde som flexibel marknadskomplettering givet regionens förutsättningar
<p>Tolkning av marknadskomplettering</p> <ul style="list-style-type: none"> Satsningen ses som marknadskompletterande i och med kravet på saminvestering på lika villkor. Logiken är att om en privat aktör investerar tillsammans med en offentlig aktör så är satsningen per definition marknadskompletterande eftersom en privat aktör antas investera själv om det vore möjligt. 	<p>Tolkning av marknadskomplettering</p> <ul style="list-style-type: none"> Satsningen är marknadskompletterande eftersom den anpassar sig efter regionala behov, vilket innebär att satsningen kan skifta fokus och/eller arbetsätt under programperioden beroende på hur regionens behov förändras.
<p>Indirekt bidra till utveckling av en struktur för riskkapital (och annan finansiering)</p> <ul style="list-style-type: none"> Genom att saminvestera med privata investerare Genom att samarbeta med de verksamheter som stödjer företag i olika former (inkubatorer, banker, Almi företagspartner, affärsänglar med flera) i syfte att hitta intressanta case 	<p>Aktivt driva utvecklingen av en långsiktig struktur för riskkapital (och annan finansiering)</p> <ul style="list-style-type: none"> Genom att skapa nätverk för investerare Genom att arbeta aktivt för att göra en finansieringskedja tydlig och sammanhållen i regionen

5.7 Avslutande diskussion: marknadskompletterande, men balansakt mellan roller som riskkapitalist och regional utvecklingsaktör

Fonderna har investerat i linje med uppdraget: pengarna har gått ut, investeringarna har fokuserat på tidiga skeden, graden av privat saminvestering är förväntan och det finns inga tydliga tecken på att de tränger undan privata investerare. Fonderna har därmed lyckats väl i att hantera ett komplext marknadskompletterande uppdrag. Vi kan dock inte på basis av dessa uppgifter uttala oss om i vilken utsträckning investeringarna är "högriskinvesteringar" eller i slutändan kommer bli ekonomiskt bärkraftiga, d.v.s. hur fondernas marknadskompletterande uppdrag förhåller sig att de också ska verka på "kommersiella grunder". Detta diskuteras vidare i kapitel 7.

Fonderna har balanserat mellan att agera som traditionella riskkapitalister och endast ta hänsyn till framtida avkastning i pengar knutna till avyttring av innehav i portfölj företagen, och att agera som regionala utvecklingsaktörer och ta regionala hänsyn utifrån en bredare syn på avkastning som att kunna behålla arbetstillfällen eller kompetens i regionen, att investera i sunda företag som dock inte är företag med mycket hög tillväxtpotential etc. Detta har lett till att investeringsbeslut har fattats utifrån olika logiker. Det finns idag ingen formaliserad fördelning av utpräglade tillväxtinvesteringar och investeringar med regionala hänsyn.

Lärdom 1	Lärdom 2	Lärdom 3
Fondernas har investerat enligt plan med avseende på investeringstakt, fas, bransch. Graden av saminvestering är över förväntan.	Fonderna har balanserat uppdraget att agera som en traditionell riskkapitalist och en regionalutvecklingsaktör vilket har lett till investeringsbeslut som bygger på olika logiker.	Det dubbla uppdraget traditionell riskkapitalist och regionalutvecklingsaktör kommer sannolikt att fortsätta under programperioden 2014-2020. Genom att föra en diskussion om prioritering av uppdragen kan fondernas balansakt underlättas och formaliseras.

6 Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen?

Detta kapitel är det första av tre i analysen av fondernas måluppfyllelse och förutsättningar att bidra till långsiktiga effekter i termer av:

- Utveckling och tillväxt i portföljbolagen
- En kapitalbas som behålls intakt
- En långsiktig struktur för offentligt privat riskkapital

I teorin är dessa målsättningar inte helt beroende av varandra. Fonderna kan skapa en mycket positiv utveckling i *portföljbolagen*, men *portföljerna* vara sammansatta på ett sätt som gör att kapitalbasen urholkas. Samtidigt kan fonderna ha bidragit eller inte bidragit till en långsiktig struktur för riskkapital i regionen, t.ex. genom påverkan på privata medinvesterares kompetens och investeringsvilja eller entreprenörers kunskap och inställning till riskkapital.

I detta avsnitt studeras fondernas förutsättningar för och faktiska bidrag till utveckling och tillväxt i portföljbolagen så här långt. Med tanke på att investeringarna kom ingång på allvar först under år 2010 är det ännu för tidigt för att investeringarna ska ha fått fullt genomslag i företagen.⁵² Mot bakgrund av denna tidsfördröjning och det faktum att myndigheten Tillväxtanalys har i uppdrag att genomföra en kvantitativ effektutvärdering av investeringarnas bidrag till tillväxt i portföljbolagen väljer vi att genomföra en kvalitativ analys baserad på tidigare studier samt fondernas, medinvesterares och portföljbolagens egna bedömningar.

6.1 Sammanfattande analys

I den mån som riskkapital skapar värde i sina investeringar sker detta både genom kapitaltillskott och tillförsel av icke-finansiella värden (kompetens och nätverk).

Fonderna har tillfört både kapital och icke-finansiella värden till portföljbolagen. Både portföljbolag och medinvesterares är generellt nöjda med samarbetet med fonderna. Portföljbolagen bedömer att investeringen framförallt påverkat deras möjligheter till annan extern finansiering, påskyndat deras expansion och ökat möjligheterna till internationalisering.

Fonderna förväntas vara aktiva ägare av portföljbolagen: dels ser de flesta fonder det som sin roll att vara aktiva, dels är tillgången till kapitalstarka och kompetenta medinvesterares begränsad i Sveriges regioner. Men rollen som aktiv ägare står i kontrast till utrymmet för förvaltningskostnader. Fondernas investment managers gör därför pragmatiska prioriteringar från fall till fall, utifrån portföljbolagens och medinvesterares behov, kompetens och erfarenhet. Utrymmet för förvaltningskostnader blir fortsatt begränsat under 2014–2020, samtidigt som behovet av aktiva insatser kan förväntas öka med fler investeringar i tidig såddfas. För fonderna medför detta flera behov:

⁵² Tillväxtanalys (2010)

- Kommunikation av en balanserad förväntansbild till portföljbolag och medinvestorerare
- Kompletterande insatser för att förstärka portföljbolags och medinvesterares kompetens (både i andra aktörers regi och insatser såsom Almi Invests eget styrelseordförandeprogram)
- En professionaliserad och systematisk portföljhanteringsstrategi för prioritering av vilka bolag och medinvestorerare som ska få mest stöd och i vilka bolag fonden ska sitta i styrelsen, samt arbetssätt för att bygga strukturmodeller och uppnå skalfördelar (t.ex. få flera små bolag i samma bransch att dra nytta av varandra)
- Satsningens insatslogik har vidare dubbla spår: utöver att bidra till utveckling i företagen ska fonderna även bidra till en framväxt av en långsiktig struktur för riskkapital i regionerna. Inför programperioden 2014–2020 bör satsningens ägare och finansörer ta ställning till hur prioriteringen mellan fondernas strukturbyggande roll och deras roll som aktiva investerare ska se ut.

6.2 Förväntningar på utveckling och tillväxt i portföljbolagen

Det finns forskning som visar att företag med riskkapital-finansiering växer snabbare och uppvisar bättre finansiella resultat än andra företag. Enligt en studie är förekomsten av riskkapital i ett företag den enskilt mest betydelsefulla förklaringsfaktorn för om företaget börsnoteras. Andra studier har visat att riskkapital-finansierade företag i genomsnitt får ut sina produkter på marknaden snabbare i högre utsträckning och snabbare professionaliseras genom exempelvis strategiska rekryteringar av kompetent personal inom försäljning och HR-frågor, bättre väljer tidpunkt för börsnotering och är högre värderade (minst fem år efter börsnoteringen).

Orsakerna till de riskkapital-finansierade företagens framgångar kan bero på flera saker: investerarens förmåga att hitta de bästa företagen att investera i ("picking the winners"), finansieringen i sig som har möjliggjort strategiska insatser i företagen, den icke-finansiella kompetens som investerarna tillfört till företagens utveckling ("forming winners"), andra egenskaper hos entreprenörerna eller förutsättningar/teknologier i omvärlden. Framgångarna i riskkapitalfinansierade IT/Telekom-bolag på 1990-talet skulle ju inte ha varit möjliga utan internets genomslag.⁵³

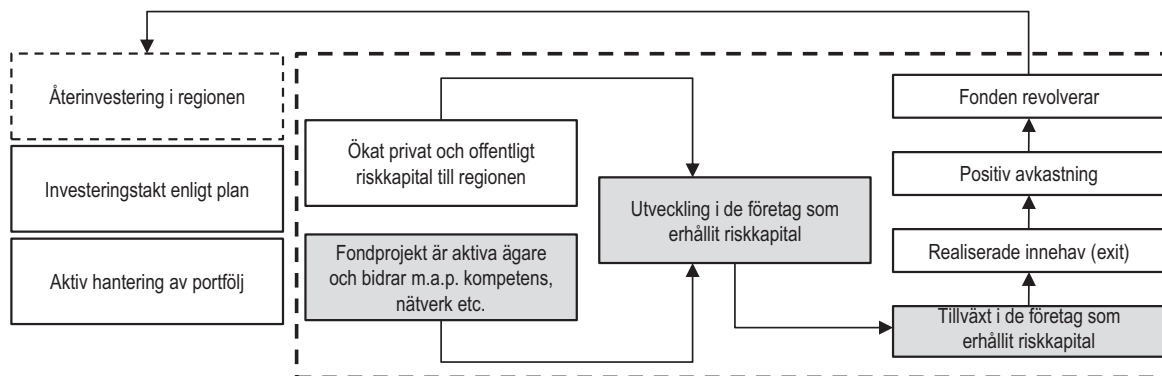
I den mån som riskkapital skapar värde i sina investeringar sker detta både genom kapitaltillskott och tillförsel av icke-finansiella värden (kompetens och nätverk). Med utgångspunkt i detta har den förväntade utvecklingen i fondernas portföljbolag beskrivits i insatslogiken enligt figur 7.

Fonderna ska fungera som aktiva ägare i den bemärkelsen att investeringsföretag ska få tillgång till relevant kompetens givet företagets situation och nätverk via fonderna samt att riskkapitalfonderna aktivt ska ställa krav på professionellt styrelse- och ledningsarbete samt genomförande av affärsplaner.

På något längre sikt förväntas tillgång till kapital och det aktiva ägarskapet leda till utveckling i investeringsföretagen genom t.ex. professionalisering av styrelse- och eller ledningsarbete, organisationsförändringar, genomförande av affärsplaner m.m.

⁵³ Se t.ex. Large, D. och Muegge, S. (2008) "Venture capitalists' non-financial value added: an evaluation of the evidence and implications for research", *Venture capital*, Vol. 10, No. 1, January 2008, 21-53; Söderblom, Anna (2012)

Figur 7 Insatslogiken: fonderna är aktiva ägare vilket bidrar till utveckling och tillväxt i portföljbolagen



På *lång sikt* förväntas investeringsföretagen växa i termer av t.ex. omsättning, vinstmarginal och antal anställda. På ännu längre sikt förväntas fondprojekten bidra till regional tillväxt i termer av nya jobb genom att bidra till utveckling av de företag riskkapitalfonderna investerar i. Riskkapitalfonderna ska uppnå avkastning och återinvestera medlen genom att realisera sina innehav. När investeringsföretagen kan förväntas nå tillväxt och innehaven realiserar med vilken avkastning som kan förväntas beror på en rad faktorer – om riskkapitalfonderna lyckats hitta goda investeringsobjekt och privata medinvestorare som kan skapa värde för företagen, hur väl riskkapitalfonderna lyckats förvalta sina innehav, hur marknadsläget ser ut vid tidpunkten för exits etc.

I detta kapitel studeras de rutor som gråmarkerats i bilden ovan: fondernas arbetsätt och bidrag som aktiva ägare samt utveckling och tillväxt i portföljbolagen så här långt. Nästa kapitel behandlar förutsättningarna att uppnå positiv avkastning.

6.3 Portföljbolag och medinvestorare är generellt nöjda med samarbetet

Portföljbolagen är generellt nöjda med investeringen: 81 procent av dem som besvarat enkäten uppger att de är nöjda eller mycket nöjda med beslutet att ta in fonden som extern ägare i företaget.⁵⁴ Fonderna har tillfört både kapital och icke-finansiella värden, det senare på olika sätt, antingen genom eget engagemang, genom privata medinvestorare eller en kombination (se vidare nedan). Det finns också ett positivt samband mellan hur aktiva portföljbolagen upplever att fonden varit i företagets utveckling och hur nöjda de är med beslutet att ta in fonden som delägare.⁵⁵ Vidare upplever de portföljbolag som har/haft fonden i styrelsen i större utsträckning att fonden varit mer aktiv än dem där fonden inte suttit i styrelsen.⁵⁶

⁵⁴ På en femgradig skala har 105 av 130 svarande angett 4 ("nöjd") eller 5 ("mycket nöjd"), 16 (12%) har angett 3 ("ganska nöjd") och 7 har angett (5%) 1 ("mycket missnöjd") eller 2 ("missnöjd")

⁵⁵ Av 45 portföljbolag som uppger att fonden varit passiv eller mycket passiv i utvecklingen av företaget uppger 27 (60%) att de är nöjda/mycket nöjda med beslutet att ta in fonden som extern delägare. Av 32 företag som uppger att fonden varit ganska aktiv i utvecklingen av företaget uppger 28 (88%) att de är nöjda/mycket nöjda. Av 35 företag som uppger att fonden varit aktiv eller mycket aktiv i utvecklingen av företaget är samtliga (100%) nöjda/mycket nöjda.

⁵⁶ Av 60 portföljbolag som uppger att fonden sitter/har suttit i styrelsen upplever 26 (43%) att fonden varit aktiv/mycket aktiv i utvecklingen av företaget. Av 30 portföljbolag som uppger att fonden inte har suttit i styrelsen men har varit med och utsett en eller flera externa styrelseledamöter upplever 7 (23%) att fonden varit aktiv/mycket aktiv. Slutligen, av 22 portföljbolag som uppger att fonden inte har suttit i styrelsen och inte varit med och utsett en eller flera externa styrelseledamöter upplever endast 2 (9%) att fonden varit aktiv (ingen anger "mycket aktiv").

Av 107 privata medinvesterare som besvarat frågan gör 74 procent en ”bra” eller ”mycket bra” helhetsbedömning av fonden i egenskap av offentlig investerare i tidiga faser. Under arbetet med att utveckla portföljbolaget är fondens kapital det allra viktigaste ur medinvesterarnas perspektiv, därefter dess långsiktighet och i tredje hand de investeringsansvarigas egenskaper.

För medinvesterarna är fondens största bidrag i investeringsprocessen framtagande av avtal, där 62 procent anser att fonden lämnat ett stort eller mycket stort bidrag.

6.4 Fonderna tillför både kapital och kompetens samt nätverk till portföljbolagen

Fondernas grundprincip är att vara aktiva ägare i portföljbolagen under två till tre år, för att sedan gradvis lämna över ansvaret till övriga ägare. Under denna tidsperiod ligger fondernas fokus på att bemanna en bra styrelse, hitta nya investerare (möjliggöra fortsatt extern finansiering), knyta andra relevanta kontakter till portföljbolagen och sätta upp grundläggande strukturer för ”ordning och reda”, t.ex. ägardirektiv. En VD beskriver att arbetssättet kan liknas vid en ”koordinator”. Här råder stor samstämmighet mellan de olika fonderna. Ett uttryck för fondernas samsyn kring behoven är även det av Almi Invest nyligen initierade styrelseordförandeprogrammet.⁵⁷

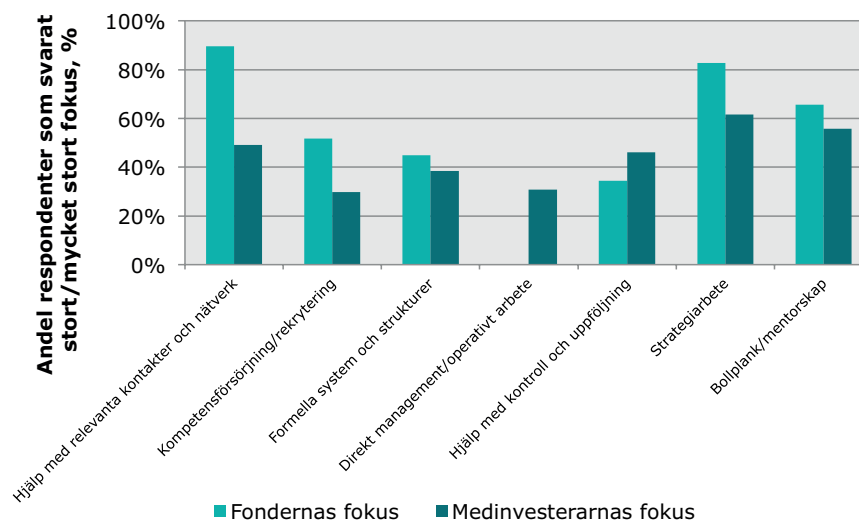
Metodiken för att vara aktiv ägare skiljer sig däremot åt mellan fonderna. SamInvests grundprincip är att inte sitta i styrelsen, men fonden kräver att få utse externa styrelseledamöter. Vid speciella behov kan fonden däremot komma in som adjungerad ledamot. Bland övriga fonder är grundprincipen att sitta i styrelsen under 1–3 år, med syftet att lära känna bolagets behov och utifrån det identifiera nya externa ledamöter som kan tillföra relevant kompetens. Fonden kan då t.ex. ta en suppleantplats och frigöra resurser för att arbeta med nya case. I praktiken är det dock inte alltid möjligt. Enkätundersökningen bland fondernas investment managers visar att de fonder som gjort flest antal investeringar också är dem som i störst utsträckning utsett externa styrelseledamöter och låtit de privata medinvesterarna ansvara för tillsättningar i styrelsen. Många, små investeringar i snabb takt resulterar i ett stort antal portföljbolag per ansvarig investment manager, vilket i kombination med det begränsade utrymmet för förvaltningskostnader begränsar möjligheten till engagemang i flera styrelser samtidigt.

Vad fokuserar fonderna på, i relation till sina medinvesterare? Kompletterar de varandra? Fondernas investment managers och VD samt privata medinvesterare har i varsin enkät fått uppge vilka typer av icke-finansiella värden de har fokuserat på eller kommer att fokusera på i utvecklingen av portföljbolagen.

Fondernas personal bedömer generellt att de varit/kommer vara något mer aktiva än de privata medinvesterare som besvarat enkäten. I genomsnitt anger 53 procent av fondpersonalen att de i stor eller mycket stor utsträckning fokuserar på att bidra till portföljbolagens utveckling inom kategorierna ovan. Motsvarande andel bland privata medinvesterare är 45 procent. Tänkbara förklaringar är enligt tidigare både de enskilda fondernas syn på sin roll och det faktum att Sverige är ett land som historiskt har kännetecknats av en relativt

⁵⁷ Styrelseordförandeprogrammet riktar sig till ordföranden i portföljbolagen och syftar till att utveckla och skapa möjligheter till erfarenhetsutbyten kring frågor som aktivt ägarskap, strategiarbete, finansiering och exit. Under hösten 2015 deltar 60 ordföranden och programmet genomförs under två omgångar.

Figur 8 Fondernas och medinvesterares fokus vid sidan av kapitaltillskottet



Staplarna illustrerar andelen respondenter som svarat 4 eller 5 på en femgradig skala, på frågan om i vilken utsträckning de fokuserat på/kommer fokusera på att bidra till portföljbolagens utveckling inom aktuellt område

utvecklade riskkapitalmarknad. Tillgången till erfarna och kapitalstarka medinvesterares är begränsad i regionerna, vilket kräver mer arbete av fonderna.

För en mer utförlig redogörelse för vad som ingår i de olika kategorierna ovan, se rapportens bilaga 8.

En likhet mellan fonderna och medinvesterares är att de gör samma bedömning av vilka tre typer av icke-finansiella tillskott som är viktigast, om än i något olika ordning: *hjälp med relevanta kontakter och nätverk*, *strategiarbete som stöd till portföljbolagets långsiktiga planering* och *bollplank för idéer/mentorskap*.

En skillnad mellan fonderna och medinvesterares är att de senare i högre grad fokuserar på olika former av direkt, operativt arbete i portföljbolagen: *direkt management/operativt arbete* och *hjälp med kontroll och uppföljning*. Resultatet kan sägas vara väntat då fonderna i stor utsträckning saminvesterar med affärsänglar, som enligt tidigare studier ofta är "hands-on" i sina investeringar.⁵⁸

Sammanfattningsvis finns en samsyn mellan fonderna och privata medinvesterares kring vilka typer av kompetenser/nätverk som är viktigast, men också vissa skillnader i arbetssätt/fokus, vilket kan ses som positivt och att aktörerna kompletterar varandra.

Forskningsläget är osäkert, det är svårt att dra tydliga slutsatser kring vilka typer av icke-finansiella kompetenser/nätverk som skapar mest värde i företagen. Detta beror på en mängd faktorer samt även på hur nytta eller framgång i företagen ska mätas. Exit? Maximal avkastning? Eller allmän professionalisering av entreprenörer, som kan anses viktigt för ett framtida näringsliv även om det befintliga företaget går i konkurs? En forskningsöversikt ger åtminstone visst stöd för att uppsökande/utåtriktade aktiviteter (hjälp med relevanta kontakter till t.ex. andra finansierare och potentiella kunder) tillhör de allra viktigaste bidra-

58 Se t.ex. Large och Muegge (2008) och Harrison, R. T. och Colin Mason (2000) *Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom*, *Venture Capital* 2: 223-42

gen.⁵⁹ Givet de här portföljbolagens behov kan vi sluta oss till att fonderna har ett relevant fokus: 9 av 10 investment managers/VD uppger att de i stor eller mycket stor utsträckning fokuserar på att skapa relevanta kontakter och nätverk.

Bland de medinvesterare som valt att lämna fria, öppna svar i enkäten finns önskemål om att fonderna på olika sätt ska vara mer aktiva i den operationella utvecklingen av bolagen.⁶⁰ Vi kan inte värdera rimligheten i dessa synpunkter, men konstatera att det finns en förväntan hos både medinvesterare och portföljbolag (se vidare nedan) om aktiva fonder. Nedan presenteras portföljbolagens syn på behov av stöd och vad de anser de att fonderna respektive övriga investerare har bidragit med.

6.5 Portföljbolagens behov och upplevda nytta överensstämmer med investerarnas fokus

I enkäten ombads portföljbolagen ta ställning till samma typer av icke-finansiella värden, i vilken utsträckning de ansåg sig ha behov av dessa vid tidpunkten för den första investeringen, samt i vilken utsträckning de anser att fonden respektive övriga externa ägare⁶¹ bidragit inom dessa områden.

Tabell 6 Portföljbolagens behov av och upplevda bidrag från investerarna

Typ av icke-finansiellt tillskott	Antal företag med stort eller mycket stort behov	Andel företag som anser att fonden lämnat ett stort/mkt stort bidrag (inkl. ett visst bidrag i parentes)*, %	Andel företag med som anser att privata medinvesterare lämnat ett stort/mkt stort bidrag (inkl. ett visst bidrag i parentes)*, %
Hjälp med relevanta kontakter och nätverk till externa aktörer	55	36% (62%)	33% (65%)
Kompetensförsörjning/rekrytering av interna nyckelpersoner	36	19% (42%)	22% (44%)
Framtagande av formella system och strukturer för att utveckla management i företaget	23	26% (43%)	17% (35%)
Direkt management och operativt arbete i portföljbolaget	15	13% (40%)	20% (53%)
Hjälp med kontroll och uppföljning	10	20% (60%)	30% (30%)
Strategiarbete som stöd till företagets långsiktiga planering	41	49% (73%)	51% (71%)
Bollplank för idéer/mentorskap	52	54% (67%)	52% (81%)

* Avser andelen av de företag som hade ett stort eller mycket stort behov (kolumn 1)

Portföljbolagen delar fondernas och privata medinvesterares syn på vilka tre områden som är viktigast: *hjälp med relevanta kontakter och nätverk till externa aktörer*, *bollplank för idéer/mentorskap* och *strategiarbete som stöd till företagets långsiktiga planering*.

Utifrån portföljbolagens bedömning⁶² av fondernas och övriga externa ägares bidrag är fonderna något bättre än de senare på:

- Hjälpa med relevanta kontakter och nätverk
- Framtagande av formella system och strukturer för att utveckla management i företaget

⁵⁹ Large och Muegge (2008)

⁶⁰ De öppna kommentarerna inkluderar att "våga fatta tuffa beslut när det krävs", "ta ledningen i investeringar, inte vänta och motfinansiera" och "investera mer pengar per företag".

⁶¹ Notera att "övriga externa ägare" kan innefatta fler personer än dem som fonderna upplever vara sina privata medinvesterare (d.v.s. dem man aktivt samarbetar med).

⁶² Detta baseras på andelen som anser att investerarna lämnat ett stort eller mycket stort bidrag

De privata medinvesterarna och fonderna är ungefär lika bra när det gäller:

- Strategiarbete som stöd till företagets långsiktiga planering
- Bollplank för idéer/mentorskap

Avslutningsvis anser portföljbolagen att de privata medinvesterarna är något bättre på:

- Kompetensförsörjning/rekrytering av interna nyckelpersoner
- Direkt management och operativt arbete i portföljbolaget
- Hjälpt med kontroll och uppföljning

Det är viktigt att poängtera att investerare inte tillför icke-finansiellt engagemang enbart av välvilja för portföljbolagen, utan också för att skapa kontroll och förutsättningar för en värdeökning och därmed avkastning på den egna investeringen. Entreprenörer som inte gillar denna kontroll kan därför tillskriva investerarnas insatser en mindre betydelse, även om de haft stor betydelse för deras utveckling.⁶³

I genomsnitt anser 59 procent av de portföljbolag som hade stort/mycket stort behov av icke-finansiella kompetenser/nätverk att fonden lämnat ett visst, ett stort eller ett mycket stort bidrag. 41 procent upplever att fonden varit passiv eller mycket passiv och 25 procent anger att de saknat någon typ av stöd alternativt önskat att fonden hade fokuserat mer på något särskilt i utvecklingen av företaget.⁶⁴ Ur ett utvärderingsperspektiv, är dessa siffror bra eller dåliga? Det finns ingen referenspunkt för en sådan bedömning. Vad vi kan konstatera är att portföljbolagen och medinvesterarna generellt är nöjda med samarbetet men också att det finns en efterfrågan på mer aktiva och engagerade fonder.

6.6 Investeringen har framförallt bidragit till ökade möjligheter till annan extern finansiering

Vad har ovan nämnda bidrag då hittills bidragit till, ur ett portföljbolagsperspektiv? Och vad bedömer portföljbolagen att de kommer resultera i på längre sikt? I figur 9 redovisas portföljbolagens bedömning av investeringens påverkan hittills.

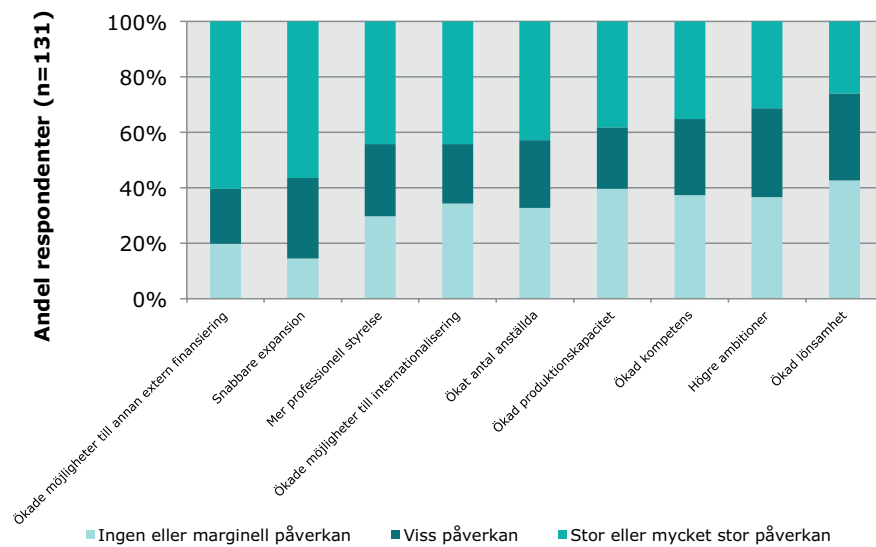
Investeringen bedöms i störst utsträckning ha påverkat portföljbolagens möjligheter till annan extern finansiering: 60 procent av portföljbolagen som besvarat enkäten har angett att investeringens påverkan varit "stor" eller "mycket stor" och ytterligare 20 procent att den haft "viss påverkan". Möjligheter till annan extern finansiering är även vad respondenterna tror kommer vara investeringens största påverkan i framtiden.⁶⁵ Drygt hälften av respondenterna uppger också att företaget tagit in ytterligare extern finansiering sedan investeringen från fonden. Bland respondenterna finns också 14 företrädare för företag där exit eller delexits genomförts, varav 10 anger att denna investering haft en stor/

⁶³ Ytterligare en metodologisk, hypotetisk utmaning kan vara att entreprenörer i företag som utvecklats positivt är benägna att tillskriva sig själv äran för detta, medan entreprenörer i företag som inte utvecklats positivt är benägna att skylla detta på investerarna

⁶⁴ Även här handlar det i stor utsträckning om *hjälp med relevanta kontakter och nätverk*, framförallt till andra finansiärer/investerare, men även till potentiella kunder och relevanta myndigheter. Några respondenter efterfrågar också nätverksträffar för portföljbolagen, t.ex. i form av ett VD-nätverk, för att lära av varandras med- och motgångar. Andra önskemål från företagen inkluderar affärsutveckling (t.ex. marknadsstrategier, sälj- och marknadsföringskapacitet) hjälp med kontroll och uppföljning, strategiarbete och styrning och mer branschkunskap. En respondent hade förväntat sig att fonden i egenskap av offentlig aktör eller vågmästare skulle ta en mer allmän aktiv roll på grundare/entreprenörs sida i de tuffa samtalen med de privata externa investerarna.

⁶⁵ 45 procent bedömer att investeringen kommer ha stor eller mycket stor påverkan på denna möjlighet i framtiden och ytterligare 28 procent att den kommer ha viss påverkan.

Figur 9 Investeringens påverkan ur portföljbolagens perspektiv



mycket stor påverkan på möjligheterna till annan extern finansiering (som en exit oftast innebär). Detta, i kombination med analysen ovan avseende fondernas och medinvesterarernas fokus på hjälp med relevanta kontakter och nätverk, ger därmed stöd för tidigare resultat att dessa investeringar har bidragit till att göra företag mer attraktiva för andra investerare/finansiärer.⁶⁶

Näst störst påverkan avser möjligheterna till en snabbare expansion: 56 procent uppger att investeringen haft stor eller mycket stor påverkan och ytterligare 29 procent att den haft viss påverkan. Detta är också det område som respondenterna i näst störst utsträckning anger att investeringen kommer innebära i framtiden. Ökade möjligheter till internationalisering bedöms vara investeringens tredje största påverkan.

Relativt sett färre respondenter uppger att investeringen haft stor eller mycket stor påverkan på företagets lönsamhet, vilket är rimligt då detta är en effekt som kan förväntas uppstå på längre sikt, om företagen också lyckas i sin expansion, internationalisering etc. Dock anger 1 av 4 att investeringen haft en stor eller mycket stor påverkan på lönsamheten och ytterligare en knapp tredjedel att den haft viss påverkan (totalt 57 procent som bedömer att investeringen haft någon form av positiv påverkan). 4 av 10 respondenter anger att investeringen redan har haft stor eller mycket stor påverkan på ett ökat antal anställda i företaget och ytterligare en fjärdedel att den haft viss påverkan (totalt 67 procent bedömer att investeringen i någon mån bidragit till fler anställda).

Det finns ingen given referenspunkt för en bedömning av om dessa resultat är bra eller dåliga. Vad vi kan konstatera är att portföljbolagen som bedömer att investeringen haft noll eller marginell påverkan är i minoritet. Då fonderna enligt ovan har tillfört både kapital och kompetens/nätverk kan vi sluta oss till att investeringarna har haft en positiv effekt. Vi vet däremot inte om eller i vilken utsträckning denna effekt skulle ha uteblivit ifall investeringen inte hade ägt rum.

66 Se t.ex. Tillväxtverket (2011) *Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder, Implementering och lärdomar*, Rapport 0108

6.7 Avslutande diskussion och lärdomar för programperioden 2014–2020

Fonderna förväntas vara aktiva ägare av portföljbolagen, men rollen står i kontrast till utrymmet för förvaltningskostnader. Både bland portföljbolag och medinvestorer finns en efterfrågan på mer aktiva och engagerade fonder. Fondernas investment managers gör därför pragmatiska prioriteringar från fall till fall, utifrån portföljbolagens och medinvesterarnas behov, kompetens och erfarenhet.

Under programperioden 2014–2020 är utrymmet för förvaltningskostnader fortsatt begränsat, vilket medför ett flertal behov ur fondernas perspektiv:

- Kommunikation av en balanserad förväntansbild till portföljbolag och medinvestorer
- Kompletterande insatser för att förstärka portföljbolags och medinvesterares kompetens (både i andra aktörers regi och insatser såsom Almi Invests eget styrelseordförandeprogram)
- En professionaliserad och systematisk portföljhanteringsstrategi för prioritering av vilka bolag och medinvestorer som ska få mest stöd och i vilka bolag fonden ska sitta i styrelsen, samt arbetssätt för att bygga strukturmodeller och uppnå skalfördelar (t.ex. få flera små bolag i samma bransch att dra nytta av varandra)

Satsningens insatslogik har vidare dubbla spår: utöver att bidra till utveckling i företagen ska fonderna även bidra till en framväxt av en långsiktig struktur för riskkapital i regionerna. Detta dels då det finns förväntningar om strukturlpåverkan inom ERUF-satsningar och dels eftersom det finns en etablerad syn på att staten med fördel ska agera strukturbyggande och indirekt. Inför programperioden 2014–2020 bör satsningens ägare och finansiärer ta ställning till hur prioriteringen mellan fondernas strukturbyggande roll och deras roll som aktiva investerare ska se ut. Om fonderna inte ska prioritera sin strukturbyggande roll (dvs. att eventuell påverkan på regionala strukturer ska ske indirekt, genom fondernas investeringsverksamhet) är ytterligare en fråga hur fondernas aktiva investeringsmodell ska motiveras, jämfört med mer marknadsdrivna instrument som används i andra länder.

Nedan sammanfattas tre centrala lärdomar:

Lärdom 1	Lärdom 2	Lärdom 3
Fonderna tillför både kapital och kompetens/hätverk till portföljbolagen, men möjligheten att vara aktiv ägare av portföljbolagen, men rollen står i kontrast till utrymmet för förvaltningskostnader	Under programperioden 2014–2020 är utrymmet för förvaltningskostnader fortsatt begränsat, vilket skapar ett behov av nya arbetssätt för fonderna	Inför programperioden 2014–2020 bör satsningens ägare och finansiärer ta ställning till hur prioriteringen mellan fondernas strukturbyggande roll och deras roll som aktiva investerare ska se ut

7 Hur har fonderna lyckats behålla kapitalbasen intakt?

Detta kapitel är det andra av tre i analysen av fondernas måluppfyllelse och förutsättningar att bidra till långsiktiga effekter i termer av:

- Utveckling och tillväxt i företag
- En kapitalbas som behålls intakt
- En långsiktig struktur för offentligt privat riskkapital.

I detta avsnitt studeras fondernas förutsättningar att behålla sin kapitalbas intakt, baserat på deras värdeutveckling hittills, portföljsammansättning och genomförda exits. Följande indikatorer för fondernas portföljsammansättning har valts ut för analysen:

- *Branschfokus*: en branschspridning är nödvändig för att sprida riskerna. Forskning visar t.ex. att kapitalbehov och ledtider till marknaden varierar mellan olika branscher, vilket påverkar tid till exit och potentiell avkastning
- *Antal investeringar, genomsnittlig investeringsstorlek* per bolag och bolagens *fastillhörighet*: ju större andel investeringar i mogna bolag, desto närmare till exit och mer resurser till följdinvesteringar. Investeringar i mycket tidiga ske-den innebär i regel längre tid till exit, mindre genomsnittsinvesteringar och fler investeringar för att hålla investeringstakten
- Balans mellan *ny- och följdinvesteringar* (eller aktiv *portföljhantering*): ett stort fokus på nyinvesteringar (stort antal investeringar) skapar dels ett behov av följdinvesteringar för att utveckla bolagen, dels utmaningar om exits uteblir och inga resurser till följdinvesteringar frigörs. Fonderna måste vidare förmå kliva ur de innehav som inte utvecklas enligt plan och balansera sin marknadskompletterande roll med att verka på kommersiella grunder

Vilken avkastning fonderna ska generera är inte uppenbart (se vidare nedan). Utvärderingen görs med utgångspunkt i Almi Invests (i egenskap av förvaltare av de flesta fonder) egen ursprungliga målsättning att skapa självförsörjande fonder med två procents avkastning, vilket i praktiken är fem procent eftersom management fee på tre procent måste täckas för att behålla kapitalet intakt.

7.1 Sammanfattande analys

Fonderna ska uppnå avkastning och återinvestera medlen genom att realisera sina innehav. Vilken avkastning fonderna ska generera är dock inte uppenbart. Varken EU-kommissionen eller Tillväxtverket har några formella avkastningskrav på fonderna. Ur Tillväxtverkets perspektiv används de här ERUF-medlen till en tidsbegränsad satsning vars eventuella fortsättning ska ställas i relation till marknadens behov. Tidigare erfarenheter från pilotprojekten 2005–2008 och från liknande satsningar i andra länder visar att en övervägande del av offentliga riskkapitalfonder har svårt att generera en positiv avkastning.

Medan privata investerare har som uppdrag att tjäna pengar har offentliga investerare som uppdrag att bidra till samhällsutveckling. Även om samtliga investeringar ska vara marknadsmässiga förväntas offentliga riskkapitalfonder ta högre risk än privata investerare totalt. Privata investerare har en risksprid-

ning i sina portföljer för att säkra god avkastning. Offentliga riskkapitalfonder ska däremot bara investera i högriskinvesteringar, för att stimulera investering och företagsutveckling i ett segment som det privata kapitalet på grund av hög risk inte är villigt att gå in i på egen hand.

Om verksamheten ska vara långsiktigt hållbar måste fondernas kapital dock behållas intakt, vilket också är Almi Invests målsättning i egenskap av förvaltare av de flesta fonderna. Förutsättningarna för att uppnå målet varierar dock avsevärt mellan olika typer av regioner: tillgången till bra investeringsobjekt, kompetenta och kapitalstarka medinvestorer m.m. är störst i storstadsregionerna och minst i glesbygdsregionerna. Gemensamma utmaningar för alla fonder är den längre tiden till exit globalt, balansgången mellan att vara marknadskompletterande och verka på kommersiella grunder samtidigt som de gör många, små investeringar (= låg förvaltningskostnad) och är minoritetsägare i bolagen: besluten om avyttring är inte enbart fondernas.

Fondernas värdeutveckling t.o.m. 2014 är negativ, vilket är i linje med riskkapitalbranschens praxis. Det finns en betydande tidsfördröjning i lönsamhet som gäller både fonder och portföljbolag: effekter av investeringarna blir märkbara först efter förhållandevis lång tid. Så här långt är värdeutvecklingen minst negativ i storstadsregioner och mest negativ i glesbygdsregioner.

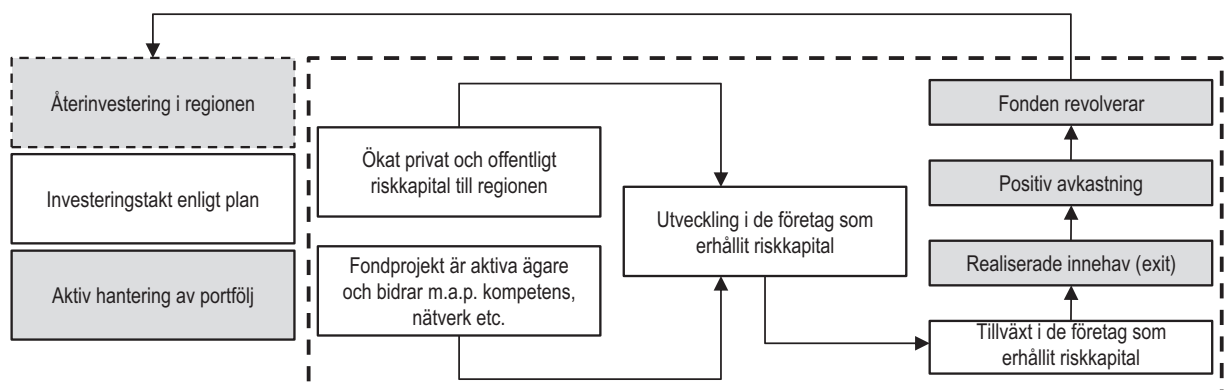
Mot bakgrund av detta kommer satsningens finansiärer, troligen vid slutet av programperioden 2014–2020, behöva ta ställning till om verksamheten ska bedömas som framgångsrik (och på vilka grunder) och därmed övergå till regional/nationell finansiering, om den delvis eller helt ska läggas ner eller om den ska anses fortsatt experimenterade (och på vilka grunder) och därmed fortsätta finansieras av ERUF i ytterligare en programperiod.

7.2 Förväntningar på portföljernas utveckling

Fonderna ska uppnå avkastning och återinvestera medlen genom att realisera sina innehav. När portföljbolagen kan förväntas nå tillväxt och innehaven realiserar med vilken avkastning som kan förväntas beror på en rad faktorer – om riskkapitalfonderna lyckats hitta goda investeringsobjekt och privata medinvestorer som kan skapa värde för företagen, hur väl riskkapitalfonderna lyckats förvalta sina innehav, hur marknadsläget ser ut vid tidpunkten för exits etc.

Med utgångspunkt i detta har den förväntade utvecklingen i fondernas portföljer beskrivits i insatslogiken på följande sätt, där de gråmarkerade rutorna studeras i detta kapitel:

Figur 10 Insatslogiken: fonderna realiserar sina innehav, genererar positiv avkastning och revolverar



På *kort sikt* ska fonderna förvalta sin investeringsportfölj aktivt: ha en väl sammansatt portfölj, göra sig av med investeringar som inte presterar etc. På *medellång sikt* fungerar som aktiva ägare i portföljbolagen och portföljbolagen utvecklas i positiv riktning (föregående kapitel).

På *lång sikt* förväntas portföljbolagen växa i termer av t.ex. omsättning, vinstmarginal och antal anställda (Tillväxtanalys uppdrag). Fonderna ska uppnå avkastning och återinvestera medlen genom att realisera sina innehav. När portföljbolagen kan förväntas nå tillväxt och innehaven realiserar med vilken avkastning som kan förväntas beror på en rad faktorer – om riskkapitalfonderna lyckats hitta goda investeringsobjekt och privata medinvestorer som kan skapa värde för företagen, hur väl riskkapitalfonderna lyckats förvalta sina innehav, hur marknadsläget ser ut vid tidpunkten för exits etc.

Vilken avkastning är rimlig att förvänta sig att fonderna genererar? Tidigare erfarenheter från pilotprojekten 2005–2008 och från liknande satsningar i andra länder visar att en övervägande del av offentliga riskkapitalfonder har svårt att generera en positiv avkastning. Fonderna förväntas ”revolvera”, d.v.s. att när fondernas innehav realiserar så ska avkastningen återinvesteras i regionen. Möjligheten att behålla ERUF-medel i regionen var en av de saker som gjorde möjligheten att starta fonder inom ramen för ERUF attraktiv för regionala finansierare. Varken Kommissionen eller Tillväxtverket har dock några avkastningskrav. Ur Tillväxtverkets perspektiv används de här ERUF-medlen till en tidsbegränsad satsning vars eventuella fortsättning ska ställas i relation till marknadens behov.⁶⁷ Avkastningskrav har däremot några av de organisationer som förvaltar fonderna. Almi Invest har haft ett uttalat mål att skapa evergreenfonder med två procents avkastning, vilket i praktiken är fem procent eftersom management fee på tre procent måste täckas för att behålla kapitalet intakt. För fond 2 (2014–2020) är målbilden att investeringarna ska gå plus minus noll, d.v.s. att verksamheten som helhet går med förlust motsvarande förvaltningskostnaderna. Detta mot bakgrund av att fonderna kommer investera mer i såddfasen. För de regionala finansierarna är avkastning som mål underordnat ”regional utveckling”, men samtliga hoppas på att kapitalet behålls intakt eller att fonderna kan revolverta i så hög grad som möjligt. Eftersom fonderna saminvesterar på samma villkor som de privata medinvesterarna styrs nivån i praktiken av de privata medinvesternas avkastningskrav (dessa känner vi inte till).

Hög finansiell avkastning behöver inte vara målet för offentliga investerare: medan privata investerare har som uppdrag att tjäna pengar har offentliga investerare som uppdrag att bidra till samhällsutveckling. Ur samhällets perspektiv kan avkastning vara t.ex. mer kompetenta och investeringsvilliga privatpersoner, professionaliserade entreprenörer eller ökad sysselsättning i regionerna. Även om samtliga investeringar ska vara marknadsmässiga förväntas offentliga riskkapitalfonder ta högre risk än privata investerare totalt. Privata investerare har en riskspridning i sina portföljer för att säkra god avkastning. Offentliga riskkapitalfonder ska däremot bara investera i högriskinvesteringar, för att stimulera investering och företagsutveckling i ett segment som det privata kapitalet på grund av hög risk inte är villigt att gå in i på egen hand.

Finansiell avkastning är dock en förutsättning för att verksamheten ska kunna bedrivas och bidra till samhällsutveckling. Almi Invests målsättning är att behålla fondernas kapital intakt. Analysen och bedömningen i detta kapitel görs därför med detta som utgångspunkt.

⁶⁷ Före beslut om fortsatt finansiering av satsningen under programperioden 2014–2020 genomfördes en ex ante-utvärdering (förhandsbedömning): Tillväxtverket (2015) *Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020*, Rapport 0183

Avslutningsvis är det viktigt att påminna om den tidsfördröjning i lönsamhet som gäller för såväl fonder som för portfölj företagen. Tidsfördröjningen brukar liknas vid en "J-kurva", där en negativ lönsamhet är vanlig i ett inledningsskede. Inom riskkapital i tidiga skeden misslyckas majoriteten av investeringarna och dessa avyttras ofta snabbare än det fåtal investeringar som blir mycket framgångsrika. Effekter av investeringarna blir märkbara först efter en förhållandevis lång tid. Brittiska erfarenheter pekar på minst fyra till fem år innan det vänder för företagen och rekommenderar idealt upp till tio år innan utvärderingar av portfölj företagens prestanda utvärderas. En allt längre tid från första investering till exit är en ytterligare utmaning (se bilaga 5). Fonderna har haft möjlighet att genomföra nyinvesteringar under perioden 2009 t.o.m. september 2015 och senast den sista augusti 2020 ska de avyttra samtliga ägarintressen i portföljbolagen. Mellan oktober 2015 och sista augusti 2020 får medel användas till återinvesteringar i portföljbolag som är befintliga i portföljen per sista september 2015. Med tanke på att den svenska satsningen kom ingång på allvar först under år 2010 är det ännu för tidigt för att investeringarna ska ha fått fullt genomslag i företagen och därmed i fondernas portföljer.⁶⁸

7.3 Beskrivning av fondernas portföljer

I tabell 7 sammanfattas fondernas portföljer per tredje kvartalet 2015, utifrån de indikatorer som ovan presenterats. Därefter diskuteras förklaringar till utfallet, fonders arbetssätt och vilka konsekvenser detta kan få för förutsättningarna att behålla kapitalet intakt.

I linje med vad som kan förväntas uppvisar fonderna hittills en negativ *värdeutveckling*. Det sammanlagda eller genomsnittliga fondvärdet (exkl. Mittkapital i Jämtland/Västernorrland) år 2014 uppgår till 71 procent av totala anskaffningsvärden. Beträktade som en enhet uppvisar Almi Invests sex fonder en hittills mindre svag utveckling än övriga fonder (78 procent), men även där finns stora variationer: från 49 procent i Norra Mellansverige till 92 procent i Västsverige. Indelade i regiongrupper är fondvärdet 2014 högst i storstadsregionerna (80%), näst högst i större regioncentra (70%) och lägst i glesbygdsregionerna (58%).

Från och med 2014 använder Almi Invests fonder den s.k. IPEVC⁶⁹-metoden, som tar hänsyn till portföljernas "verkliga" marknadsvärde. Baserat på de uppgifter som tillgängliggjorts för portföljernas status per första kvartalet 2014 respektive 2015 (aktiva innehav vid dessa tidpunkter) kan vi konstatera ett högre värde i många fondportföljer. IPECV-värdet för de aktiva innehaven per första kvartalet 2014 respektive 2015 uppgick till 75 procent respektive 89 procent av anskaffningsvärdet. Partnerinvest ingår dock inte i dessa data då de använt en annan metod.⁷⁰ Data saknas för Mittkapital.

T.o.m. andra kvartalet 2015 har fonderna investerat (utbetalt) 1,2 miljarder kronor, varav 12 procent i bolag som gått i konkurs, 15 procent i bolag som gjort en exit (exkl. delexit) och resterande 73 procent i ännu aktiva innehav (inkl. delexits).⁷¹

⁶⁸ Tillväxtanalys (2010)

⁶⁹ International Private Equity and Venture Capital är en samling riskkapitalföreningar som gått samman och bl.a. skapat riktlinjer för hantering och värdering av investeringar. Se t.ex. "International Private Equity Valuation Guidelines" (2012), www.privateequityvaluation.com

⁷⁰ Partnerinvest uppger att det s.k. substansvärdet i relation till total fond uppgår till 90% och i relation till investerat kapital 100%.

⁷¹ Fördelningen av *antal* investeringar är mycket likartad: 11 procent av portföljbolagen har gått i konkurs, 13 procent är avyttrade (exit) och 76 procent är aktiva innehav (inkl. delexits).

Tabell 7 Fondernas portföljer t.o.m. Q3 2015

Fond	Fondvärde ⁵ år 2014 (2009 = 100%)	IPEVC- värde ⁶ Q1 2015	Branschfokus ⁷	Antal investe- ringar (portfölj- bolag), totalt	Genomsnittsinvestering (beslut), Mkr (exkl. privat kapital)	Andel nyinves- teringar i sådd/ start resp. expansion	Antal exits (ej konkur- ser och ej delexits)
Almi Invest Norra Mellansverige	49%	79%	Handel/turism	28	3,5	32 68	2
Almi Invest Småland & Öarna	69%	110%	Industri/transport IT/Telekom	39	3,2	44 56	5
Almi Invest Västsverige Värmland	74%	71%	IT/Telekom Handel/turism	11	4,1	55 45	0
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	-	-	Industri/transport Övrigt	15	9,6	57 ¹ 43	4
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	49%	67%	Industri/transport Handel/turism	39	2,8	49 51	6
Almi Invest Östra Mellansverige	81%	72%	IT/Telekom Life Science	45	4,0	27 73	6
Partnerinvest i Norr AB	61%	-	Övrigt Handel/turism	44	4,1	36 64	6
Almi Invest Sthlm	84%	105%	IT/Telekom	30	4,7	20 80	2
Almi Invest Västsverige	92%	99%	IT/Telekom Life Science	50	4,3	20 80	6
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	74%	72% ²	IT/Telekom Life Science	20	1,9	90 10	8
Sydsvensk Entreprenörfond II	62%		Life Science Cleantech	18	7,7	17 83	2
Samtliga, genomsnitt	71%	89%	IT/Telekom Industri/transport Handel/turism	31³	4,2	37 63	4,8⁴

¹ Mittkapital har i sina direktinvesteringar fokuserat på bolag i expansionsfaser men här räknat med de investeringar som genomförts av "tillväxtkassorna" som fonden investerat i indirekt.

² Avser SEF I och II sammantagna

³ Aritmetiskt medelvärde, d.v.s. ej viktat mot fondernas kapitalbas

⁴ Genomsnittligt antal exits har viktats mot det totala antalet investeringar (336)

⁵ Fondvärdet är beräknat som summerat bokfört värde vid årsskiftet och ackumulerade, realiserade resultat (anskaffning från exit samt summa vinst/räntor), dividerat med anskaffningsvärden (totalt samt från exit). Fondvärdet är därmed inte ett marknadsvärde, d.v.s. det tar inte hänsyn till t.ex. värdet av immateriella tillgångar i portföljbolagen, och är således ett konservativt mått. Ramböll har inte fått tillgång till data för Mittkapital i Jämtland/Västernorrland.

⁶ Almi Invest använder sedan 2014 IPEVC:s riktlinjer för värdering (International Private Equity and Venture Capital) som tar hänsyn till underliggande, eller "verkliga" värden i företagen (t.ex. immateriella tillgångar och marknadspotential). Värdet i tabellen avser endast aktiva innehav vid den aktuella tidpunkten, jämfört med anskaffningsvärden för samma innehav.

⁷ Branschfokus definieras här som den bransch eller de största branscher som tillsammans erhållit minst 50% av fondernas investerade medel

Vad avser portföljernas *branschammansättning* dominerar i glesbygdsregioner industri/transport samt handel/turism, branscher som typiskt sett inte förknippas med riskkapitalinvesteringar. I storstadsregionerna och Östra Mellansverige har investeringarna fokuserat på IT/Telekom och Life Science, som är mer "typiska" branscher för riskkapital. Partnerinvest skiljer sig genom att ha genomfört investeringar i exempelvis fastighetsbolag.

I fråga om portföljbolagens *fastillhörighet* har i genomsnitt drygt en tredjedel av nyinvesteringarna skett i företag i sådd- eller startfas och strax under två tredjedelar i expansionsfas. De fonder som skiljer sig mest från genomsnittet är Almi Invest Stockholm, Almi Invest Västsverige och SEF II, som har investerat i en större andel företag i expansionsfas, samt SEF I, som fokuserat på företag i sådd- och startfas.⁷²

⁷² Skillnaden mellan de olika faserna kan vara härfin och att det är fonderna själva som står för indelningen. De poängterar också att även i expansionsfas befinner sig de allra företag i ett tidigt skede. De allra flesta företag skulle med engelsk terminologi sannolikt kunna benämnas "start-ups". Olyckligt för analysen är att fasindelningen sedan den förra följeforskningsrapporten har ändrats. Den tidigare fasindelningen var mer nyanserad och gjorde det också möjligt att särskilja investeringar i tidig respektive mogen expansion. Den tidigare fasindelningen bestod av *start-up*, *tidig fas*, *tidig expansion* och *mogen expansion*. Tillväxtverket beslöt 2013 att ändra denna till *sådd*, *start* och *expansion* med hänvisning till EU:s terminologi. En mer ändamålsenlig lösning skulle ha varit att behålla den tidigare indelningen men lägga till sådd.

Utfallet ligger generellt väl i linje med den initiala förväntan. Almi Invest Småland och Öarna och SamInvest påpekar dock att man genomfört en större andel investeringar i mycket tidiga skeden än vad som ursprungligen förväntats.

Då det gäller *antal portföljbolag* och *genomsnittlig investeringsstorlek* hade fonderna t.o.m. det andra kvartalet investerat i 336 portföljbolag, vilket ger ett genomsnitt på 31 bolag per fond. Variationen är dock stor, från elva i Almi Invest Västsverige Värmland upp till 50 i Almi Invest Västsverige. Genomsnittsinvesteringen per portföljbolag (exklusive privat kapital, baserat på beslutade medel) uppgår till 4,2 miljoner SEK, med en variation från 1,9 miljoner SEK i SEF I upp till 10,7 miljoner i Mittkapital i Jämtland/Västernorrland.

Det finns ett samband mellan antal portföljbolag och genomsnittsinvestering och de hänger också nära ihop med företagets fastillhörighet. Investeringar i mycket tidiga skeden innebär lägre belopp vilket i sin tur medför fler investeringar (portföljbolag) för att hålla investeringstakten.

Följdinvesteringarnas andel av det totala antalet investeringar har gradvis ökat, från noll under satsningens första år till cirka 55 procent t.o.m. andra kvartalet 2015. Detta är naturligt, dels innebär ett stort fokus på nyinvesteringar under de första tre åren automatiskt ett större behov av följdinvesteringar under de senare åren, dels närmar sig perioden för förvaltning och avyttring.

SEF I har i störst utsträckning *avyttrat* sina innehav: 8 av totalt 20 investeringar (40%). Fyra fonder har avyttrat en större andel av innehaven än genomsnittet: SEF I (40%), Mittkapital (27%), SamInvest (16%) och Partnerinvest i Norr (14%).

Almi Invest Värmland ligger lägst med 0 exits hittills, däremot har fonden genomfört delexit i 7 av totalt 11 portföljbolag (64%). Högst andel aktiva innehav (exkl. delexits) har Almi Invest Norra Mellansverige, 20 av 27 portföljbolag (74%).

7.4 Fondernas arbetssätt: regionala förutsättningar och synen på roll och uppdrag varierar

Branschfördelningen i portföljerna ligger väl i linje med vad fonderna själva hade förväntat sig vid starten.⁷³ Deras huvudsakliga förklaring till portföljsammansättningen är den regionala näringslivsstrukturen och det dealflow som inkubatorer m.fl. aktörer som arbetar med tillväxtföretag har genererat. Generellt har fonderna inte haft någon medveten strategi för att nå vissa branscher och ingen har påförhand haft som målsättning att genomföra en given andel investeringar i ett antal givna branscher. Detta är fullt rimligt med tanke på att fonderna är branschneutrala och redan har ett flertal begränsningar för sina investeringar,⁷⁴ i kombination med krav på hög investeringstakt. I glesbygdsregionerna har valmöjligheterna också från början varit mer begränsade.

Samtliga fond-VD:ar delar dock bilden att de har ett bredare uppdrag än ett strikt vinstmaximerande, vilket också framkommer tydligt i enkäten bland privata medinvestorare. Regional utveckling i form av bibehållna arbetstillfällen i regionen vid exit är en viktig målsättning för många. Vissa intervjuade fond-

⁷³ Ett undantag är SEF II som hade förväntat sig en högre andel investeringar i IT/Telekom. Fonden tror att en förklaring till att den gjort en lägre andel investeringar i branschen än förväntat är att det i regionen har gjorts flera framgångsrika exits i branschen de senaste åren, där grundare/entreprenörer tjänat mycket pengar som de sedan investerat i nya, andra företag, d.v.s. agerat som affärsänglar.

⁷⁴ Bl.a. får fonderna endast investera i den egna regionen, inte mer än 10 mkr i ett enskilt företag, och på lika villkor som privata, oberoende medinvestorare.

VD:ar utanför storstadsregionerna lyfter fram att fonden vid val av bolag därför aktivt förhållit sig till de branscher som lyfts fram i den regionala utvecklingsstrategin eller motsvarande. Mittkapital är den fond som tydligast utgått från en strategi att fokusera på ett antal i regionen stora branscher (t.ex. verkstadsindustri och besöksnäring).

Fördelningen av investeringar i olika *faser*, *genomsnittsinvestering* och *antal bolag i portföljen* beror på flera saker:

- oberoendekravet skjuter investeringarna mot tidigare faser, samtidigt som kravet på 3% management fee är en motvikt
- hur fonderna har tolkat sitt uppdrag
- en efterfrågan som påverkas av externa faktorer (t.ex. konjunktur, företagets kännedom om och tillgång till andra finansieringskällor, tillgången till och preferenser hos privata medinvestorer m.m.)

Utfallet ligger generellt väl i linje med den initiala förväntan. Almi Invest Småland och öarna och SamInvest påpekar dock att man genomfört en större andel investeringar i mycket tidiga skeden än vad som förväntats. Flera fonder delar bilden att dealflow kommit från allt tidigare faser de senaste åren. En förklaring är digitaliseringen, som skapat helt nya möjligheter att snabbt starta t.ex. applikationsföretag och snabbt nå en internationell marknad. I exempelvis Stockholm har detta medfört ett stort inflöde av mycket tidiga projekt. Almi Invest Stockholm har haft möjlighet eller ansett sig nödgad att tacka nej till flera sådana propåer, av flera skäl: efterfrågan i lite senare faser (expansion) har också varit stor och fondens tolkning av sitt uppdrag är att hjälpa till i faser när bolagen har en viss omsättning och ska skala upp, snarare än att hjälpa dem att hitta en första kund. Möjligheten att positionera sig mot andra aktörer och finansieringskällor spelar också en roll för fondens handlingsutrymme och arbetssätt. I Stockholm beskrivs f.d. Innovationsbron haft en viktig roll i de mycket tidiga skedena (sådd-start), varför mycket tidiga projekt har kunnat hänvisas dit, medan andra regioner upplever en frånvaro av den typen av resurser. I Småland och öarna beskrivs f.d. Innovationsbron inte ha någon regional närvaro, vilket resulterat i att fonden har tagit mycket tidiga investeringar, trots en ursprunglig tanke om att investera i mer etablerade bolag och ägarskiften.

SEF I är den fond som utmärker sig genom en stor andel investeringar i sådd- och startfaserna, vilket också var idén bakom fonden från början. Fonden initierades och drevs tidigare av Innovationsbron, vars verksamhetsidé var att stötta forskare, innovatörer och entreprenörer i att kommersialisera sina idéer. Fonden har därför fokuserat på innovativa företag i mycket tidiga skeden, med mindre investeringar. Fonden är också relativt liten med totalt 30 miljoner SEK att investera och har haft möjlighet att investera både i form av aktiekapital men också villkorslån.

Generellt kan sägas att de fonder som drivits av Almi Invest haft en mer öppen inriktning i termer av investeringsstrategi (målgrupper, investeringarnas storlek m.m.) än övriga fonder. Detta gäller framförallt i glesbygd. Almi Invest Stockholm och Västsverige, samt SEF II (storstadsregioner) har förvisso varit öppna för olika branscher, typer av bolag och faser, men har genom de mer gynnsamma regionala förutsättningarna också haft större möjlighet att välja.

Mittkapital i Jämtland/Västernorrland har haft en annan strategi. Fonden har genomfört jämförelsevis få, men stora investeringar, utifrån en från början formulerad tvådelad strategi från ägarens (Sjätte AP-fonden) sida. Små investe-

ringar i tidiga skeden hanterades genom indirekta investeringar i s.k. tillväxtkassor, med syfte att skapa en grund för lokala/regionala affärsänglar, medan direktinvesteringarna var större och koncentrerades till färre, mer mogna bolag i viktiga branscher för regionen (t.ex. turism/besöksnäring och verkstadsindustri). Innovationsbron, som alltså ligger bakom SEF I och SEF II och drev fonderna före sammanslagningen med Almi, hade en annan strategi. SEF I hade ett tydligt fokus på mindre investeringar i mycket tidiga skeden, kompletterat med SEF II som skulle fokusera på lite större investeringar i något senare fasen.

Enligt förväntan finns ett tydligt samband mellan antal bolag i portföljen *och balansen mellan ny- och följdinvesteringar*. Ju fler portföljbolag, desto lägre andel följdinvesteringar till och med andra kvartalet 2015, men desto större behov av följdinvesteringar fram till 2020 för att kunna avyttra. Andra faktorer som påverkar är den inneboende osäkerheten i riskkapitalinvesteringar i tidiga skeden, tillgången till kapitalstarka medinvesterare och synen på när fonden ska kliva ur en investering, d.v.s. balansen mellan att vara marknadskompletterande och samtidigt verka på kommersiella grunder.

Grundmodellen för de flesta fonder är att genomföra nyinvesteringar följt av ytterligare 2–3 rundor där fonden tar en aktiv roll i portföljbolagets utveckling under 2–3 års tid, därefter lämna över ansvaret till övriga ägare. Bolag som kan prestera mot fondernas och medinvesterarnas milstolpar upp till denna nivå bedöms ha goda förutsättningar att lyckas. Fondernas rapportering visar också att 85 procent av följdinvesteringarna har genomförts i runda 2–4 (eller följdinvestering 1–3). 11 procent har genomförts i runda 5–6 (följd 4–5) och resterande fem procent i rundor från 7–9 (följd 6–8).

Det är svårt och tidskrävande att utveckla bolag i tidiga skeden. Tiden till exit har ökat globalt och det krävs uthållighet, både finansiellt och icke-finansiellt, för att uppnå exits. Många gånger går det inte att på förhand förutse behovet av framtida investeringsrundor. Som offentliga ägare av portföljbolag ser fonderna det som sitt ansvar och uppdrag att säkerställa bästa möjliga utveckling i dessa. Synen på rollen, i kombination med satsningens konstruktion, har enligt vissa fond-VD:ar, fått effekten att de lagt mer tid på följdinvesteringar än att leta och/eller analysera nya investeringsmöjligheter.

Bör fonderna avstå från följdinvesteringar om medinvesteraren eller någon annan privat aktör vill ta hela investeringen själv? För att vara strikt marknadskompletterande ja, men detta kan stå i konflikt med att verka på kommersiella grunder. Under det första året gav fonderna olika svar på hur de bör agera. Vissa menade att om det finns en intresserad privat investerare som vill ta över bör fonden sälja av innehavet. Andra menade att om fonden ska revolvera kan avyttring inte genomföras så fort det finns en intresserad privat aktör. Det finns inga objektiva data som möjliggör en analys av hur fonderna de facto har kommit att agera. Vi kan däremot se att andelen privat kapital i genomsnitt är högre i följdinvesteringarna än i nyinvesteringen, d.v.s. fonderna tar en större andel initialt och minskar den därefter, vilket ligger i linje med den marknadskompletterande rollen.⁷⁵ Utifrån intervjuer med fonderna tycks synen på att de bör avstå från att investera om en privat aktör vill ta hela investeringen ha förstärkts. I praktiken verkar fonderna inte ha ställts inför denna situation i särskilt stor utsträckning.

⁷⁵ Andelen privat kapital utgör i genomsnitt 60% av de totala investeringarna, i nyinvesteringar 57 procent och i följdinvesteringar 65 procent.

Man kan förvänta sig att de flesta investeringarna (40–60 procent) misslyckas och att många av dessa resulterar i total förlust. En femtedel kommer att ge en blygsam avkastning och ytterligare en femtedel en godtagbar avkastning. En enda "home run" kan räcka för att täcka upp för resten.⁷⁶ Samtidigt som det finns en syn på att vara en uthållig investerare med portföljbolagens bästa för ögonen är det därför viktigt att fonderna, för att generera god avkastning, förstår kliva ur de innehav som inte utvecklas enligt plan. Forskningen talar dels om vikten av att misslyckas snabbt ("fail fast"), dels att tidigt avveckla de s.k. "living dead". Den första handlar om att snabbt kliva ur de innehav som går med förlust och den andra om att våga avveckla de innehav som underpresterar men utan att gå med förlust. De senare tjänar tillräckligt med pengar för att hålla entreprenörens dröm vid liv men kommer inte att ge investerarna önskvärd avkastning.⁷⁷ Detta kan dock krocka med fondernas "samhällsuppdrag": de ska bidra till arbetstillfällen i regionen och även främja en privat investerarmarknad. Särskilt informella investerare (privatpersoner och affärsänglar) kan motiveras av engagemang för regionens näringsliv och ha lägre avkastningskrav än en formell privat riskkapitalfond.

Tyvärr saknas objektiva data som kan beskriva hur fonderna agerat. Utvärderingen har av sekretessskäl inte medgett tillgång till data på portföljbolagsnivå avseende värdeutveckling och har därför inte kunnat koppla sådana uppgifter till data om beslut om avveckling eller ytterligare följdinvestering. Fondernas VD:ar har istället ombetts resonera den kring den möjliga problematiken och hur den hanterats. Såsom vid satsningens start finns olika perspektiv. En fond-VD ger tydligt uttryck för att det viktigaste är att portföljbolaget överlever, även om det innebär att investerarna förlorar pengar. Ytterligare en VD lyfter att i vissa undantagsfall vore det önskvärt för fonden att kunna följdinvestera utan krav på privat medverkan. Det är visserligen ovanligt men aktuell respondent menar att det har uppstått en enstaka situation där de privata inte är villiga att gå längre men fonden och grundare är övertygad om att ytterligare en följdinvestering kan vända utvecklingen.

Fonderna menar att de inte har känt någon press från t.ex. regionala medfinansierare att stanna kvar i innehav som inte utvecklas enligt plan. Företagen som fonderna investerar i är i regel så pass små att de inte spelar en betydande roll för kommunens eller regionens näringsliv. Utmaningen är snarare att som offentlig aktör dra i snöret då de privata investerarna vill fortsätta följdinvestera men inte fonden.

I regel finns en syn på att det är av stor vikt att undvika förluster. Samtidigt medger de flesta VD:ar att de lägger mycket tid och engagemang i bolag som inte utvecklas fullt så positivt som förväntats, dels av engagemang för entreprenören/bolaget, dels för att öka sannolikheten att få tillbaka det fonden investerat. De bolag som utvecklas allra bäst anses generellt ha haft de bästa förutsättningarna redan från början (t.ex. grundare/entreprenör och/eller medinvestorare med erfarenhet av och kompetens att starta, utveckla och sälja bolag i tidiga faser). Således tycks det finnas ett behov av att frigöra tid/resurser till fonderna att leta och/eller analysera nya investeringsmöjligheter.

Internationella erfarenheter visar att de *typer av exits* som genererar bäst avkastning för investerarna är industriell försäljning och börsintroduktion.

⁷⁶ Tillväxtanalys (2015) *Methodologies for an Interim Evaluation of the Swedish Co-Investment Funds (CIFs)*

⁷⁷ Se t.ex. Mason, Colin och Botelho, Tiago (2013) "The role of the exit in the investment decision of business angel gatekeepers", Adam Smith Business School, University of Glasgow, Scotland

Sekundär försäljning (till annan finansiell aktör), försäljningar till befintliga ägare och återköp av portföljbolagets grundare/entreprenör kan förväntas generera mer blygsam eller negativ avkastning.⁷⁸ Fonderna ser inte sitt uppdrag som rent vinstmaximerande, vilket flertalet privata medinvesterare håller med om i enkätundersökningen. De är därför öppna för att genomföra alla typer av exits, även om förhoppningen givetvis är fler industriella försäljningar och färre återköp av grundare/entreprenör.

Bland de 45 exits som hittills genomförts är just de två ovan nämnda vanligast förekommande: industriella försäljningar utgör 31% och återköp av portföljbolagets grundare/entreprenör 22%.

Det finns också tydliga skillnader mellan fonder och regiongrupper. I glesbygdsregionerna är återköp av portföljbolagets grundare/entreprenör den vanligaste exittypen, följt av försäljning till befintliga ägare (ej grundare/entreprenör men inkl. privat investeringspartner). Endast 2 av 15 exits har varit industriella försäljningar och börsnotering.⁷⁹ I storstadsregionerna och större regioncentra är industriell försäljning den hittills vanligaste typen av exit.

Under verksamhetens första år framhöll de flesta att ambitionen för exit varit 3–7 år från första investering. Årets intervjuer visar dock på en större förståelse för att det kan ta längre tid än så. Tiden till exit har ökat globalt, idag nära 7 år för industriella försäljningar och nära 10 år för börsintroduktioner. Fondernas ambition är att avyttra så många innehav som möjligt till och med 2020, men lösningen med förtida avveckling av fonderna skapar möjligheter att förlänga investeringshorisonten. På frågan om hur många exits fonderna ser framför sig inom de närmaste 12–18 månaderna (intervjuer genomförda i maj–juni 2015) varierar svaren från ett till åtta bolag per fond, vilket medför ett behov av stort fokus på exits under resterande period 2017–2020.

Hur stor påverkan på typ av exit och tidshorisont har då fonderna? Hur kan de arbeta för exit? Såsom för övriga områden som här diskuterats beror detta på flera faktorer. Interna faktorer är fondernas ägarandel (de är alltid minoritetsägare), möjligheterna att vara en aktiv ägare i utvecklingen av bolagen, som beror på antal portföljbolag, utrymmet för förvaltningskostnader, graden av erfarenhet och kompetens hos grundare/entreprenör och fondernas syn på sin roll. Yttre faktorer är t.ex. exitmarknadens generella utveckling och regionala förutsättningar såsom tillgången till expertis såsom rådgivare och jurister.

Vad gäller synen på rollen är en strikt tolkning av fondernas uppdrag att verka på kommersiella grunder att göra exit då det är optimalt för fonden, inte för portföljbolaget. Två VD:ar ger dock tydligt uttryck för att det är känsligt att en offentlig aktör driver exit om inte bolagen är med på banan. Bland fonderna finns vidare en syn på att det är svårt att bestämma tidpunkten, samt att det bästa sättet för att förbereda en exit är att bygga bra bolag. Exit regleras i fondernas aktieägaravtal, där parterna kommer överens om en gemensam agenda. Men givet utmaningarna inom riskkapital generellt att bygga bra bolag och uppnå exits måste investerarna aktivt arbeta för exit i ett tidigt skede. Flera fonder medger dock att stort fokus under programperioden 2007–2013 handlat om att bygga upp fungerande organisationer och investera. Exitfrågorna aktualiseras på allvar först nu. Av 88 svarande medinvesterare uppger en tredjedel att de arbetar aktivt eller mycket aktivt för en exit, 38 procent att de inte alls gör det

⁷⁸ Se t.ex. Isaksson, Anders (2006) "Studies on the venture capital process", Umeå School of Business, Umeå University

⁷⁹ 3 om en kombination av industriell försäljning och försäljning till befintliga ägare i Norra Mellansverige räknas med.

eller i mycket liten utsträckning (28 procent i viss utsträckning). Bland de som inte alls eller i liten utsträckning arbetar aktivt anger de flesta att "exit ligger några år framåt i tiden", "att vi är långsiktiga" m.fl. svar som handlar om att det ännu är för tidigt. Ett annat vanligt svar är att exitfrågan inte tagits upp på ägarmöten. Vår bedömning är att det finns utmaningar och ett behov av ökat fokus på exitfrågorna, nu för de innehav som ska avyttras inom ramen för programperioden 2007–2013 och ett tidigt exitfokus i de investeringar som kommer att göras inom ramen för programperioden 2014–2020.

I regioner där det finns ett fungerande ekosystem av t.ex. rådgivare och jurister har enskilda fonder drivit exitfrågan i några case genom att anlita sådana, för att ta hand om hela processen från due diligence till att hitta köpare och genomföra affären. Sådana aktörer är dock en bristvara i glesbygdsregioner. Utrymmet för förvaltningskostnader begränsar också möjligheterna att välja denna lösning i stor omfattning.

7.5 Konsekvenser och förväntade effekter på lång sikt

I glesbygdsregionerna genomför berörda fonder investeringar en större andel investeringar i branscher som typiskt sett inte förknippas med riskkapital. Det blir svårare att genomföra typiskt sett "önskvärda" exits såsom börsnoteringar och industriella försäljningar. Därmed kan avkastningen förväntas bli lägre och det blir svårare för fonderna att behålla kapitalbasen intakt.

I storstadsregionerna och större regioncentra har investeringarna fokuserat på mer typiska riskkapitalbranscher: IT/Telekom och Life Science. I dessa finns längre tradition av ägarfinansiering bland såväl entreprenörer som medinvestorare, vilket innebär att vi kan förvänta oss fler typiska riskkapitalexits och till högre avkastning. Investeringarna är dock ofta förknippade med hög risk, flera bolag kan förväntas gå i konkurs, vilket innebär att ett fåtal investeringar behöver bli så pass framgångsrika att de kan kompensera för övriga förluster. Investeringar i Life Science och Cleantech kan t.ex. innebära särskilda risker: kommersialiseringsprocessen är ofta längre än i andra branscher, samtidigt som kapitalbehoven ofta är större än inom exempelvis IT/Telekom. Därmed kan det finnas en stor osäkerhet kring om t.ex. en ny teknologi kommer att fungera och i slutändan vara affärsmässigt lönsam. Som en konsekvens av långa kommersialiseringsprocesser råder vidare stor osäkerhet kring efterfrågan på en ny produkt när den väl når marknaden. Det finns även studier som visat på att marknadens acceptans för nya miljötekniska lösningar utgör en risk i sig.⁸⁰ Fonder med en hög andel investeringar i dessa branscher och kan därmed förväntas stå inför särskilda utmaningar med att finna köpare till och med 2020.

Investeringar i tidiga skeden är per definition en utmaning. Osäkerhet om framtida utveckling av investeringsobjekten, ytterligare kapitalbehov under investeringstiden och lång tid till exit är några exempel på utmaningar som gäller hela riskkapitalbranschen. Ju större andel investeringar i mogna bolag, desto närmare till exit, lägre risk, mer resurser till följdinvesteringar och därmed större chans till långsiktig överlevnad av fonderna. Framförallt Mittkapital anammade denna strategi. Då hela fonden såldes till Inlandsinnovation 2013 och inte fortsätter någon verksamhet med strukturfondsfinansiering 2014–2020 försvåras dock möjligheten att följa upp och jämföra utfallet med övriga fonders.

⁸⁰ Se t.ex. Isaksson, Anders "Om miljöteknikföretag har en längre kommersialiseringsprocess än andra tillväxtföretag", Tillväxtanalys (2012) *Privat riskkapital och Cleantech - Förutsättningar och hinder utifrån investerarnas perspektiv*, Rapport 2012:10, Statens Energimyndighet (2011) *Ökad tillväxt inom miljöteknik - mer kapital i tidiga skeden*, ER 2011:07, Cleantech Scandinavia (2012) *Nordic Deal Flow 2012*

Fonder med en hög andel investeringar i sådd- och startfaser kan förväntas behöva genomföra fler s.k. ”strategiska” exits, där värdet tillskrivs på basis av framtida vinst för en, ofta industriell, köpare som kan utnyttja bolagets tillgångar och kompetenser. Det är av mindre betydelse om bolaget är lönsamt idag. Att hitta köpare kräver dock mycket arbete.⁸¹ Detta kan förväntas vara aktuellt framförallt för SEF I.

De flesta fonder har sin tyngdpunkt mot mellanskiktet, d.v.s. varken mycket tidig fas eller mogen fas. En konsekvens av detta kan förväntas bli ett behov av s.k. ”finansiella” exits, vilka kräver att bolagen når en tillräcklig storlek och tillväxt och kan fortsätta generera intäkter och vinst. Att hitta köpare kräver mindre arbete jämfört med en strategisk exit, men utvecklingen av bolagen kräver mycket tid och pengar.⁸² Antalet investeringar i portföljen påverkar också förutsättningarna att avyttra. Enligt en studie består den ideala riskkapitalportföljen av 20–28 investeringar och enligt Jääskeläinen m.fl. (2006) befinner sig optimum strax över 12 portföljbolag per partner i en fond. De flesta fonder här har betydligt fler portföljbolag än så och antalet portföljbolag per investment manager är i flera fall långt fler än 12. Portföljbolag och medinvestorer har därmed också en viktig roll i exitfrågor.

Vår bedömning är att fonderna i stor utsträckning är beredda att avstå från följdinvesteringar om medinvesteraren eller någon annan privat aktör vill ta hela investeringen själv. Detta är helt i linje med det marknadskompletterande uppdraget, men kan stå i konflikt med att verka på kommersiella grunder. Det är dock en osäker bedömning och det är svårt att uttala sig om omfattningen av denna målkonflikt.

Det är omöjligt att i dagsläget och med rådande datatillgång uttala sig om möjliga konsekvenser av fondernas syn på att avveckla de innehav som inte presterar enligt plan. Fonderna framhåller att det är viktigt att undvika förluster och att om både fonden och de privata är beredda att kliva ur en investering utgör eventuella regionalpolitiska aspekter inte något hinder. Samtidigt finns det utmaningar att dra i snöret om fonden vill dra sig ur men de privata medinvesterarna vill fortsätta följdinvestera.

7.6 Resultat och effekter hittills: exitfasen är inledd, men en utmaning att behålla kapitalbasen intakt, särskilt utanför storstadsområdena

Fonderas totala lönsamhet uppvisar alltså hittills en negativ utveckling, vilket är fullt rimligt givet tidsfördröjningen för både fonder och portföljbolag. Det är mycket svårt att sia om vilken slutlig lönsamhet fonderna kommer uppvisa år 2020. Fonderna framhåller att de, i linje med branschens praxis, ligger relativt lågt värderingsmässigt i en traditionell fondcykel, vilket skulle innebära att de har tagit mycket av förlusterna från misslyckade eller mindre lyckosamma investeringar men ännu inte skördat vinster av de företag som utvecklas väl. Slutresultatet förväntas således bli bättre än nuläget.

Utfallet av fondernas 45 exits hittills ligger väl i linje med resonemangen om förutsättningar för exits i olika branscher och i olika typer av regioner. I tabellen nedan redovisas antal exits per typ och total avkastning i dessa per fond:

⁸¹ Se t.ex. Mason, Colin och Botelho, Tiago (2013)

⁸² Ibid.

Tabell 8 Genomförda exits t.o.m. Q3 2015: typer av exits och avkastning per fond

Fondprojekt	Industriell försäljning	Börsintroduktion (inkl. listning på marknadsplats)	Kombinationer	Sekundär försäljning (försäljning till finansiell aktör)	Försäljning till befintliga ägare (ej grundare/entreprenör)	Återköp av grundare/entreprenör	Övrigt ³	Totalt antal exits	Total avkastning, %
Norra Mellansverige			1 ¹		1			2	-98%
Småland & Öarna					1	1	1	3	-46%
Västsverige Värmland									
Mittkapital				1		1	2	4	74%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	1	1			1	3		6	-54%
Östra Mellansverige	4				1		1	6	22%
Partnerinvest i Norr AB	4					1	1	6	36%
Stockholm	1				1			2	377%
Västsverige	1	2	1 ²			1	1	6	39%
SEF I	3	1			1	3		8	79%
SEF II				1			1	2	-80%
Samtliga	14	4	2	2	6	10	7	45	27%

¹ Kombination av industriell försäljning och försäljning till befintliga ägare

² Kombination av börsintroduktion och industriell försäljning

³ T.ex. återbetalning av konvertibler

Med förbehåll för att fonderna alltså har ytterligare fem år på sig (egentligen ännu längre tid givet förtida avveckling och nya fonder 2014–2020) är den övergripande slutsats som i dagsläget kan dras kring förutsättningarna att behålla kapitalbasen intakt följande:

- Starkast möjligheter i storstadsregionerna: avkastningen i hittills genomförda exits uppgår till 33%, 3 av 4 fonder uppvisar positiv avkastning i dessa och totalt sammanlagt fondvärde år 2014 jämfört med år 2009 är 80%
- Näst starkast möjligheter i större regioncentra: avkastning i hittills genomförda exits uppgår till 30%, båda berörda fonder uppvisar positiv avkastning i dessa och totalt sammanlagt fondvärde år 2014 jämfört med 2009 är 70%
- Svagast möjligheter i glesbygdsregionerna där avkastningen i hittills genomförda exits är 20%, enbart 1 av 5 fonder uppvisar en positiv avkastning i dessa, 1 av 5 fonder har ännu inte genomfört någon exit alls och totalt sammanlagt fondvärde år 2014 jämfört med 2009 är 58% (exklusive Mittkapital där data saknas).

7.7 Avslutande diskussion: lärdomar inför och efter programperioden 2014–2020

Om verksamheten ska vara långsiktigt hållbar måste kapitalet behållas intakt, vilket också är Almi Invests målsättning i egenskap av förvaltare av de flesta fonder. Förutsättningarna för att uppnå målet varierar dock avsevärt mellan olika typer av regioner. Med reservation för den tidsfördröjning i lönsamhet som gäller både fonder och portföljbolag kan vi i dagsläget se att kapitalbasen minskat minst i storstadsregionerna och mest i glesbygdsregionerna och den sammanvägda bedömningen av fondernas portföljer är att förutsättningarna att behålla kapitalbasen intakt är starkast i storstadsregionerna.

På kort sikt kan fonder som överhuvudtaget revolverar, d.v.s. åtminstone behåller någon andel av kapitalbasen intakt, anses som framgångsrika i bemärkelsen att medel kan återanvändas till investeringar i nya företag eller allokeras till andra projekt i regionen om regionala strukturfondspartnerskap och medfinansierare så beslutar. Denna möjlighet finns inte då traditionella bidrag tillämpas,⁸³ vilka fortfarande dominerar inom strukturfonderna. Frågan för satsningens finansierare är att definiera tidsperspektivet och hur ERUF-medel ska användas. Satsningen på regionala riskkapitalfonder fortsätter 2014–2020 och ett antal utvärderingar av portföljbolagens och portföljernas utveckling avseende förra programperioden (som här utvärderas) är planerade. Mot bakgrund av detta kommer satsningens finansierare, troligen vid slutet av programperioden 2014–2020, behöva ta ställning till om och varför verksamheten ska bedömas som framgångsrik (och på vilka grunder) och därmed övergå till regional/nationell finansiering, om den delvis eller helt ska läggas ner eller om den ska anses fortsatt experimenterade (och på vilka grunder) och därmed fortsätta finansieras av ERUF i ytterligare en programperiod.

Nedan sammanfattas tre centrala lärdomar från kapitlet:

Lärdom 1	Lärdom 2	Lärdom 3
Om verksamheten ska vara långsiktigt hållbar måste kapitalet behållas intakt, men förutsättningarna för att uppnå målet varierar dock avsevärt mellan olika typer av regioner	Förutsättningarna att uppnå en självförsörjande verksamhet är starkast i storstadsregionerna	Vid slutet av programperioden 2014--2020 kommer satsningens ägare och finansierare behöva ta ställning till om verksamheten helt eller delvis ska fortsätta och med vilken finansiering eller läggas ner

⁸³ Med detta inte sagt att projekt/satsningar som använder bidrag inte kan skapa avkastning i bemärkelsen "samhällsnytta" eller "regional utveckling".

8 Bidrar satsningen till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital?

Detta kapitel är det sista av tre i analysen av fondernas måluppfyllelse och förutsättningar att bidra till långsiktiga effekter i termer av:

- Utveckling och tillväxt i företag
- En kapitalbas som behålls intakt
- En långsiktig struktur för offentligt privat riskkapital

Enligt tidigare resonemang är dessa målsättningar i teorin inte helt beroende av varandra. Fonderna kan t.ex. skapa en mycket positiv utveckling i *portföljbolagen*, men *portföljerna* vara sammansatta på ett sätt som gör att kapitalbasen urholkas. Samtidigt kan fonderna ha bidragit eller inte bidragit till en långsiktig struktur för riskkapital i regionen (t.ex. genom påverkan på privata medinvesterares kompetens och investeringsvilja eller entreprenörers kunskap och inställning till riskkapital). Med detta inte sagt att målsättningarna inte hänger ihop: genom att tillföra t.ex. nätverk och kompetens till entreprenörer (kapitel 6) och genom framgångsrika exits (kapitel 7) som kan skapa goda exempel i regionerna bidrar fonderna genom sin kärnverksamhet till faktorer som är viktiga i en långsiktig struktur, såsom efterfrågesidans och medinvesterares kunskaper och inställning.

I detta avsnitt redogörs för fondernas förutsättningar att bidra till framväxten av en långsiktig struktur, exempel på arbetssätt och faktiska bidrag så här långt, utöver vad som presenterats i kapitel 6 och 7 avseende utveckling och tillväxt i portföljbolag respektive fondernas portföljer. Samtidigt som denna slutrapport genomför myndigheten Tillväxtanalys en kvalitativ effektutvärdering (Tillväxtanalys, kommande) som till fullo fokuserar på fondernas bidrag till regionala strukturer för riskfinansiering, varför Ramböll vill uppmuntra läsaren att ta del också av denna.

8.1 Sammanfattande analys

Satsningen förväntas bidra till att utveckla regionernas respektive kapitalförsörjningsstrukturer, och inte bara företagen fonderna investerar i. Det är en målsättning som hänger ihop med den förväntan om strukturpåverkan som finns inom ERUF-finansierade satsningar.

Men satsningen är otydlig kring prioriteringar för och förväntningar på fonderna: ska de genomföra direkta strukturbyggande insatser eller indirekta insatser genom sin roll som saminvesterare och aktör på marknaden? Det finns även en otydlighet kring vilka strukturer som förväntas uppstå. I insatslogiken anges att verksamheten ska bidra till en långsiktig struktur för *riskkapital*, men den målsättningen bör breddas till att omfatta strukturen för riskfinansiering i en bredare bemärkelse. Dels är det inte rimligt att förvänta sig specifika riskkapitalstrukturer på regional nivå, svenska regioner är små och även i USA som har den kanske mest utbyggda riskkapitalfinansieringen i världen är denna koncentrerad

till ett fåtal centra. Dessutom är riskkapital ett smalt instrument som lämpar sig för ett fåtal företag, medan det finns behov av riskfinansiering i långt flera företag, vilket också visar sig i skiftet av fokus från riskkapital till riskfinansiering som skett på europeisk policynivå.

Endast ett fåtal fonder arbetar direkt med strukturbyggande insatser och detta är främst behovsdrivet, d.v.s. fonderna kan inte bedriva sin investeringsverksamhet utan sådana insatser. Därför är det rimligt att utvärdera fondernas bidrag utifrån förväntningar om en indirekt påverkan: dels genom interaktion med företag i regionen, privata medinvestorare, potentiella tagare/köpare och andra relevanta aktörer, men också genom att växande portföljbolag och framgångsrika entreprenörer bidrar till större (och mer högkvalitativ) efterfrågan på riskkapital. Alla fonder har indirekt påverkat de regionala kapitalförsörjningssystemen genom sin verksamhet, exempelvis genom ökad kunskap om och förändrad inställning till riskkapital hos företag och genom ökad kunskap, kompetens och investeringsvilja hos privata investorer.

På grund av ett flertal otydligheter finns det inför kommande satsningar en anledning för satsningens ägare att gå tillbaka till själva målformuleringen och förtydliga alternativt justera denna. För en mer omfattande analys av fondernas påverkan på regionernas kapitalförsörjningsstrukturer, se Tillväxtanalys kommande rapport om detta.

8.2 Förväntningar på fondernas bidrag till en långsiktig struktur

Uppstarten av fonderna präglades som nämnt av betydande otydlighet avseende satsningens mål och syfte. Satsningens syfte kommuniceras i flera kanaler⁸⁴ som i flera fall innehöll motstridiga budskap. Ett exempel är att fonderna å ena sidan förväntas bidra till en långsiktig struktur för riskkapital, men å andra sidan har ingen aktör ställt krav på hur det ska göras eller vad det ska leda till mer konkret.⁸⁵ Hur ska fonderna bidra till att bygga upp en långsiktig struktur: aktivt med särskilda mål och strategier för detta eller indirekt genom rollen som saminvestorer på marknaden?

De prioriteringar som kommunicerats indirekt (från Tillväxtverket centralt och de regionala kontoren) har samtliga pekat på att finansieringsrollen är primär, inte minst för att misslyckande att hålla investeringstakten var förknippat med risken att förlora en del av fondens kapitalbas. Även fondernas konstruktion med tre procents utrymme för förvaltningskostnader kombinerat med en förväntan om att fonderna ska vara aktiva ägare har gett en stark indikation om att det inte finns utrymme för fonderna att arbeta med något annat än investeringar och förvaltning av sina portföljbolag.

Det finns även en otydlighet kring vilka strukturer fonderna ska påverka. I satsningens insatslogik anges att verksamheten ska bidra till en långsiktig struktur för *riskkapital*, medan en mer rimlig förväntan är att fonderna kan bidra till ett bättre fungerande system för *riskfinansiering*, eller *kapitalförsörjning*, i bredare bemärkelse, inte enbart riskkapital. Som framgick av kapitel 3 har fonderna i möten med efterfrågesidan åtagit sig rollerna som både rådgivare och mäklare, genom att slussa entreprenörer vidare till andra, mer lämpliga finansieringskällor. Dessutom har endast ett fåtal regioner (om några) i varje land utvecklade

⁸⁴ T.ex. genom programskrivningar i Regionalfondsprogrammen som satsningens ansökningar hänvisar till, i formell konstruktion inom regelverket, i krav på uppföljning från EU och Tillväxtverket och i följeforskningens frågor

⁸⁵ Tillväxtanalys (kommande)

riskkapitalmarknader, medan de flesta regioner har någon form av struktur för riskfinansiering/kapitalförsörjning,⁸⁶ bestående av t.ex. bidrag/företagsstöd, olika former av lån m.m.

Resultatet blev att endast ett fåtal av fonderna har gjort några direkta strukturbyggande insatser och dessa insatser har i huvudsak varit behovsdrivna, d.v.s. med syfte att möjliggöra fondernas investeringsverksamhet. Därför är det rimligt att utvärdera fondernas bidrag utifrån förväntningar om en indirekt påverkan. Insatslogiken anger följande:

- På *kort sikt* genomför fonderna aktiviteter för att rekrytera företag och medinvestorer. Riskkapitalfonderna ska också tidigt ha kontakter med potentiella tagare/köpare.
- På *medellång sikt* ökar utbudet av både privat och offentligt riskkapital. Privat kapital aktiveras genom att riskkapitalfondernas erbjudande om saminvestering sänker risken. I vissa regioner beskrivs också riskkapitalfondernas erbjudande som erfarenhet och kompetens av ägarkapitalinvesteringar utöver riskdelning, vilket ska göra det möjligt att locka nya investorer att arbeta med riskkapital.
- På *medellång sikt* förväntas det ökade privata och offentliga riskkapitalet och samarbete mellan aktörers saminvestering ge större kompetens och erfarenhet kring ägarkapital hos privata och offentliga aktörer. Dessutom ska nätverk mellan privata och offentliga aktörer inom företagsfinansiering och företagsutveckling ha utvecklats. Fler aktörer eller individer förväntas vara aktiva i regionen, dels genom rekrytering av förstagångsinvestorer och att investerare från andra regioner och länder attraheras till investeringar i regionen.
- På *lång sikt* är förhoppningen att efterfrågan på ägarkapital ska öka från företag p.g.a. större erfarenhet, utbud och goda exempel.

Detta förväntas sammantaget bidra till framväxten av en långsiktig struktur för riskkapital, eller riskfinansiering om man så vill, i regionerna.

8.3 Olika arbetssätt och effekter kan förväntas i olika regioner

Såsom diskuterades i kapitel 2 varierar förutsättningarna för fonderna att verka mellan de olika typerna av regionerna (samt inom dessa). Hur detta påverkat fondernas investeringsbeslut och förutsättningar att behålla sin kapitalbas intakt diskuterades i föregående kapitel. Hur detta kan förväntas påverka fondernas bidrag till det regionala systemet för riskfinansiering i övrigt finns beskrivet i kapitel 2 som innehåller vårt förslag till preciserade insatslogiker.

8.4 Fondernas arbetssätt: större grad av proaktiv, uppsökande verksamhet utanför storstadsregionerna

För identifiering och rekrytering av företag och medinvestorer har fonderna i glesbygdsregioner dels använt traditionella, reaktiva marknadsföringskanaler såsom hemsida och nyhetsbrev, dels olika proaktiva kanaler, såsom samarbete eller dialog med andra regionala tillväxtaktörer och direkt uppsökande verksamhet gentemot företagare och investorer. Viktiga samarbets- eller dialogpartners har varit både privata aktörer såsom banker, privata riskkapitalbolag och affärsängelnätverk och offentliga aktörer såsom Almi, inkubatorerna, Connect och andra finansiärer (t.ex. Norrlandsfonden) m.fl. aktörer som finns i de regio-

⁸⁶ Ibid.

nala företags-/innovationsfrämjande systemen. En skillnad mellan fonderna i glesbygdsregioner och övriga typer av regioner är att de förra upplever att de har fått arbeta mer proaktivt och uppsökande för att generera efterfrågan och saminvesteringsmöjligheter. De har därför i större utsträckning besökt och haft dialog med en bred krets av aktörer, t.ex. de kommunala näringslivskontoren. I regioner med starkare förutsättningar för riskkapital är självselekteringen bland företag och medinvesterare större och berörda fonder har inte haft samma behov av att informera om verksamheten/marknadsföra sig så brett. Flera fonder i glesbygdsregionerna har också själva bjudit in företagare till informationsaktiviteter och bjudit in aktörer såsom dem ovan till gemensamma informations- och diskussionsträffar.

I *större regioncentra* skiljer sig förutsättningarna betydligt mellan och inom länen som ingår i programområdena. Almi Invest Östra Mellansverige har sitt kontor i Linköping, men ett stort geografiskt område bestående av fem län att täcka. I Östra Mellansverige finns relativt välutvecklade strukturer i Uppsala och Linköping (Östergötlands län), vars inkubatorer och science parks också spelat en viktig roll som dealflowkanal för fonden. Tillgången till aktörer, traditionen av ägarfinansiering m.m. är dock betydligt lägre i de övriga tre länen, framförallt i Södermanland. I Västmanland och Örebro finns etablerade klusterorganisationer (t.ex. Robotdalen och Automation Region) men utbytet mellan dessa och fonden har varit begränsat. Fondens huvudsakliga strategi för att göra sig synlig i hela regionen har varit att använda Almi Företagspartners regionala kontor som kommunicerande kärn gentemot företag och som identifierare av företag i de olika länen som skulle kunna vara intresserade av och kvalificerade för riskkapital, samt genom annonsering i länens dagstidningar.

Liknande utmaningar har funnits för Partnerinvest: ur ett geografiskt perspektiv är Övre Norrland snarast en glesbygdsregion (svagt befolkningsunderlag, långa avstånd m.m.), men det råder stora skillnader i förutsättningar mellan kust och inland. I de två större städerna Luleå och Umeå finns universitet med stark profil inom bl.a. teknik respektive bioteknik, tillgång till inkubatorer och holdingbolag som genomför såddinvesteringar. Dessa miljöer genererade ett både stort och ett ur fondens perspektiv högkvalitativt dealflow under verksamhetens första år. Fonden har däremot inte betraktat sig som enbart riskkapitalinvesterare i traditionell bemärkelse utan även som regional utvecklingsaktör och därför sökt identifiera investeringsmöjligheter även i inlandet. Detta beskrivs ha varit enklare i Norrbottens län än i Västerbottens län, tack vare expansionen inom gruvnäringen/malmfälten som genererat gruvnära små bolag som investeringsobjekt. Fonden har dels själv identifierat företag genom sökningar i olika databaser (t.ex. företag med låga likviditetstal som därför bör ha svårt att låna på banken), dels haft löpande dialog med den typ av aktörer som alla fonder kommunicerar med: Almi, banker, revisorer m.fl.

Den stora geografiska heterogeniteten i *större regioncentra* avspeglas också i hur fonderna arbetat för att hitta medinvesterare. I Östra Mellansverige har företagen som springer ur inkubatorerna eller forskningsmiljöerna i Uppsala och Linköping ofta haft tidigare såddfinansiering och privata medinvesterare med sig från början. Tillgången till mötesplatser för entreprenörer och investerare är vidare generellt bättre i Östergötland och Uppsala än i övriga län, vilket har inneburit ett större behov av uppsökande verksamhet och egna kontakter med science parks och inkubatorer i övriga län för att identifiera affärsänglar. Partnerinvest är den fond som kanske tydligast och mest strukturerat arbetat med att både identifiera och bedriva uppsökande verksamhet mot privata investerare.

Under satsningens första år tog fonden kontakter med kända formella, fondbaserade investerare i Stockholm. Därefter startade fonden igång ett internt arbete med att lista förmögna personer i Norrland, dels genom egen tidigare kännedom och dels genom en genomgång av taxeringskalendern. Fonden kontaktade sedan dessa för att presentera sin verksamhet och för att sondera intresset för framtida saminvesteringsmöjligheter. Idag har Partnerinvest en lista på ett stort antal potentiella medinvestorer, både organiserade (formella) investerare och informella investerare.

I *storstadsregionerna* finns en naturlig, stark efterfrågan på riskkapital och därmed ett lägre behov av proaktiva, uppsökande insatser från fondernas sida. Utmaningen för fonderna, särskilt Almi Invest Stockholm, har snarare varit att hantera den stora efterfrågan. Även om fonderna i dessa regioner agerar mer som traditionella riskkapitalinvestorer än regionala utvecklingsaktörer är de offentliga aktörer som anser att de bör ge intresserade entreprenörer stöd och råd. Såsom i övriga regioner har Almi, Connect, banker, inkubatorer och science parks varit viktiga samlingspunkter för dealflow och identifiering av privata investerare. Men de starkare regionala förutsättningarna innebär en bättre tillgång till starka miljöer och mötesplatser för entreprenörer och investerare.⁸⁷ Denna typ av miljöer lockar också till sig utländska investerare i större utsträckning än motsvarande aktiviteter i övriga delar av landet. I Skåne-Blekinge och Västsverige arrangerar inkubatorer, holdingbolag och science parks flertalet liknande mötesplatser och aktiviteter, (t.ex. Ideon, Krenova, BBI och MINC respektive GU Holding, Encubator och Sahlgrenska Science Park).

På liknande sätt som i större regioncentra finns dock geografisk heterogenitet även i storstadsregionerna, framförallt i Västsverige. Såsom Östra Mellansverige är Västsverige ett stort geografiskt område som består av flera delregioner med skilda förutsättningar. Kapitalförsörjningssystemet är relativt välutvecklat i Göteborg, men mindre utvecklat i t.ex. Fyrbodalen, Sjuhärads och Halland. Likt fonderna i glesbygdsregioner har Almi Invest Västsverige tagit kontakt med ett stort antal kommunala näringslivskontor, t.ex. samtliga i Halland. Detta är en skillnad i arbetssätt jämfört med både Stockholm och Skåne, men också jämfört med Östra Mellansverige. Fonden har också i samarbete med Almi Företagspartner samlat ihop företag i Halland som är intresserade av riskkapital och låtit dessa pitcha sina idéer för fonden som har gett feedback. Regionernas geografiska storlek och grad av inomregional heterogenitet tycks därmed ha stor betydelse för fondernas arbetssätt och/eller syn på sin roll, även i regioner med större centra eller storstäder.

Bilden av att fonderna i glesbygdsregioner och större regioncentra arbetat mer proaktivt och uppsökande stärks av att en större andel av portföljbolagen i glesbygdsregioner (som besvarat enkäten) anger att det var fonden som identifierade möjligheten att investera i företaget, jämfört med exempelvis storstadsregionerna.⁸⁸ På motsvarande sätt anger medinvestorerna i glesbygdsregioner och i större regioncentra i större utsträckning än dem i storstadsregionerna att de kom i kontakt med fonden genom att fonden kontaktade dem (i samtliga regioner är det dock allra vanligast att medinvestorerna själva sökt upp fonden eller kommit i kontakt via portföljbolaget).

⁸⁷ Exempel i Stockholm är SUP46, Springfield och Stockholm Tech Fest.

⁸⁸ 25 procent i glesbygdsregioner (n = 48) och 26 procent i större regioncentra (n = 39), mot 16 procent i storstadsregioner (n = 57)

Arbetet med att hitta och föra dialog med tagare/köpare skiljer sig inte nämnvärt mellan olika fonder eller fonder i olika regioner. Alla fonder är minoritetsägare i portföljbolagen och frågor kring exit hanteras i dialog med portföljbolag och övriga ägare. Till skillnad från investeringsobjekten behöver tagare/köpare (samt medinvestorare) inte befinna sig i samma region som fonderna. Särskilt frågan om tagare/köpare betraktas av fonderna som en nationell eller internationell spelplan. Som exempel på aktiviteter har Almi Invest på central nivå arrangerat en konferens med fokus på exitfrågor, dit aktörer som kan bistå i processen (t.ex. rådgivare och jurister) bjöds in.

8.5 Exempel på resultat och effekter hittills: fonderna har bidragit till ökad tradition av och kunskap om ägarfinansiering hos företag och privata investerare

Fondernas tjänsteerbjudande till de enskilda entreprenörer som vänder sig till med dem en förfrågan om ett individuellt möte eller ett konkret investeringsförslag kan antas leda till ökad kunskap och kompetens bland entreprenörer (ökad "investment readiness"). Även om det inte blir en investering kan fonden i mötet bidra med rådgivning och slussa företagare vidare till andra aktörer eller finansieringskällor. Detta kan antas öka företagets kunskaper och göra dem mer investeringsbara, för andra aktörer i kapitalförsörjningssystemet eller för fonden på längre sikt. Rollerna som *utbildare/rådgivare* och *mäklare* i de regionala kapitalförsörjningssystemen har varit särskilt framträdande bland fonderna i glesbygdsregioner och i större regioncentra utanför de större städerna i Östergötland och Uppsala (Östra Mellansverige) och i Norr- och Västerbotten (Övre Norrland).

Utvärderingen har inte haft möjlighet att intervjua entreprenörer/företag som inte fått en investering av fonderna,⁸⁹ men baserat på de företag som fått en investering (portföljbolagen) och besvarat vår enkät har fonderna också bidragit till att öka företags kunskap om och inställning till riskkapital:

Tabell 9 Förändrad kunskap om och inställning till riskkapital bland portföljbolag

Regiontyp	Andel som fått förändrad kunskap sedan investeringen	Andel som fått förändrad inställning sedan investeringen
Glesbygdsregioner (n = 44)	64%	52% (45% mer positiva)
Större regioncentra (n = 36)	53%	42% (33% mer positiva)
Storstadsregioner (n = 50)	62%	32% (30% mer positiva)
Totalt (n = 130)	60%	42% (36% mer positiva)

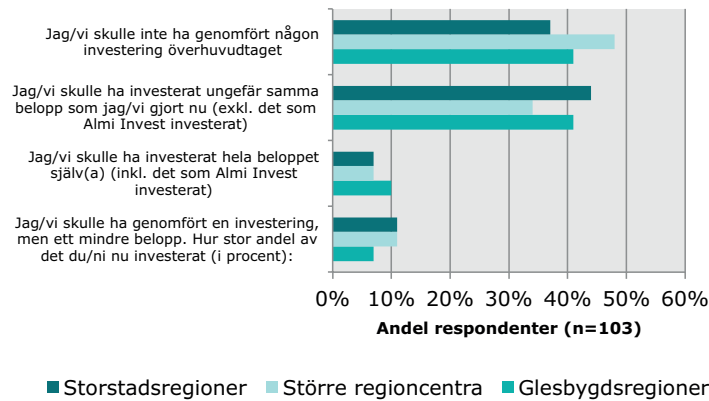
Portföljbolagen i glesbygdsregioner i något större utsträckning än övriga fått en förändrad kunskap om riskkapital sedan investeringen från fonden och portföljbolagen i glesbygdsregioner och större regioncentra har i betydligt större utsträckning fått en förändrad inställning till riskkapital än dem i storstadsregionerna.⁹⁰ Detta speglar sannolikt att företag i dessa regioner hade lägre kunskap om och förståelse (för t.ex. krav och förväntningar) för instrumentet i utgångsläget.

⁸⁹ Fondernas förklaring är sekretessskäl. För framtida utvärderingar vore det önskvärt att få tillgång till bättre data om inflödet av förfrågningar till fonderna och möjligheter att genomföra intervjuer med dem som får avslag.

⁹⁰ Respondenterna har haft möjlighet att genom fritextsvar ge exempel på hur kunskap och/eller inställning förändrats. Några exempelresonemang lyder: "Nu vet jag vad det innebär att ta in externa ägare och vad det får för konsekvenser. På gott och ont." "Ökad förståelse hur externa investerare tänker kring exit." "Jag har lärt mig hur finansieringsmarknaden fungerar, både den statliga och den privata." "Fler ägare i bolaget kan göra ägarbilden otydlig, olika ägare kan ha olika agenda och kan hämma företagets utveckling." "Ägarfrågor, minskad kommunikation och rapportering samt and ägarrelaterade problem försvinner om man driver företaget själv."

Gentemot det privata kapitalet har satsningen dels bidragit till att investeringar har genomförts, dels till att öka medinvesterarernas kunskap och kompetens inom olika områden. På frågan om vad som skulle ha hänt med den senaste nyinvesteringen, ifall fonden inte hade saminvesterat svarar majoriteten av de medinvesterare som besvarat enkäten att de inte skulle ha investerat alls, eller investerat ett mindre belopp:

Figur 11 Fondernas påverkan på privata medinvesterares investeringsbeslut



I genomsnitt anger fler än hälften av medinvesterarna att de inte skulle ha genomfört någon investering alls (43 procent) eller att de skulle ha genomfört en mindre investering (11 procent).⁹¹ Med reservation för att enkätsvaren inte kan knytas till storleken på investerade belopp och inte avser följdinvesteringar är slutsatsen att fonderna i större utsträckning bidragit med additionalitet än trängt undan privata investerare. Verksamheten har också bidragit till att privatpersoner utan tidigare erfarenhet har investerat och till att investerare genomfört investeringar i branscher och regioner de tidigare inte investerat i.⁹² Att finna utländskt kapital att saminvestera med har dock varit en utmaning för de allra flesta fonder.⁹³

Enligt medinvesterarna är fondernas största bidrag i investeringsprocessen, oavsett region, framtagande av avtal. De bidrar också i varierande grad genom due diligence avseende affärsidé/affärsmodell, due diligence avseende entreprenör/team och genom kunskap om värdering av bolag i tidiga faser.⁹⁴ Sammantaget har samarbetet med fonderna bidragit till att öka medinvesterarernas kunskap och kompetens inom ett antal områden.

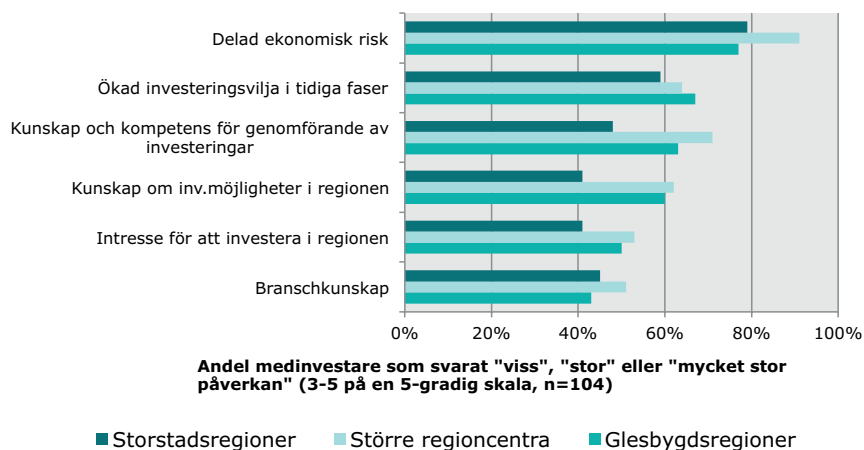
⁹¹ För dessa har fonden således bidragit med "additionalitet". 39 procent säger att de skulle ha investerat samma belopp (men exklusive fondens belopp) även om fonden inte hade saminvesterat, för dessa investerare en s.k. "dödviktsförlust". En mindre grupp, 8 procent, bedömer att de skulle ha investerat hela beloppet själv, inklusive fondens del, här har en undanträngningseffekt inträffat. Utifrån undersökningen är fondernas additionalitet störst i större regioncentra.

⁹² 18 respondenter anger att de inte tidigare investerat externt ägarkapital i onoterat bolag utan familjeanknytning (8 i glesbygdsregioner, 6 i större regioncentra och 3 i storstadsregioner). Samtliga 18 tillskriver fonden en viss, stor eller mycket stor betydelse för att investeringen blev av. 37 av 80 tillfrågade respondenter (formella, fondbaserade VC-bolag fick ej frågan), motsvarande 46 procent, anger att de inte tidigare investerat i aktuell bransch. Bland dessa tillskriver 78 procent fonden en viss, stor eller mycket stor betydelse för att investeringen blev av. 15 av 80 tillfrågade respondenter, motsvarande 19 procent, anger att de inte tidigare investerat i aktuell region. Bland dessa tillskriver 67 procent fonden en viss, stor eller mycket stor betydelse för att investeringen blev av.

⁹³ Enligt fondernas inrapportering står privat kapital utanför Sverige i Norden/EU för 8 procent av det totala privata saminvesterade kapitalet och privat kapital utanför Norden/EU för 2 procent.

⁹⁴ 62 procent av 108 svarande medinvesterare anger att fonden lämnat ett stort eller mycket stort bidrag genom framtagande av avtal (50% i glesbygdsregioner, 74% i större regioncentra och 57% i storstadsregioner).

Figur 12 Fondernas påverkan på medinvesterares kunskaper och kompetenser



Fondernas främsta påverkan ur medinvesterares perspektiv är den delade ekonomiska risken, men samarbetet har också påverkat medinvesterares kunskap och kompetens inom olika områden som är viktiga i en långsiktig struktur för riskfinansiering: ökad investeringsvilja i tidiga faser, kunskap och kompetens för genomförande av investeringar med mera, kunskap om investeringsmöjligheter i regionen etc.

Vid en jämförelse mellan de olika regiontyperna visar undersökningen, i linje med förväntan, att fondernas påverkan på sina medinvesterares kunskap och kompetens är lägst i storstadsregionerna, vilket sannolikt speglar att dessa i genomsnitt är mer erfarna än i övriga regioner. Fondernas påverkan på sina medinvesterares tycks vidare vara störst i större regioncentra.⁹⁵

8.6 Avslutande diskussion och lärdomar framåt

Fonderna har bidragit till utvecklingen av regionala kapitalförsörjningsstrukturer, t.ex. genom:

- Tillförsel av kompetens och nätverk till portföljbolagen (se kapitel 6)
- Aktiva uppsökande aktiviteter, som bidragit till att fler är intresserade av att investera
- Coaching till företag vid avslag, vilket gör entreprenörer och företag mer investeringsbara
- Genom saminvestering, som bidrar till att investerare blir mer aktiva och investeringsvilliga
- Genom att gradvis lämna över huvudansvaret till medinvesterares, vilket bidragit till att öka investerarens kunskaper och kompetenser
- Genom att stödja syndikering, vilket bidragit till att göra investerare mer kapitalstarka (delad risk)
- Genom att koppla samman aktörer i de regionala systemen för riskfinansiering, vilket bidrar till starkare länkar i systemet

Men satsningen är alltså otydlig kring prioriteringar för och förväntningar på fonderna. De strukturbyggande insatserna har i huvudsak skett indirekt, via fon-

⁹⁵ Där 65 procent menar att berörda fonder påverkat deras verksamhet i viss, stor eller mycket stor utsträckning, jämfört med 60 procent i glesbygdsregionerna och 52 procent i storstadsregionerna). Enkätdata har emellertid inte kunnat testas utifrån statistisk signifikans.

dernas roll som saminvestorerare och aktör på marknaden. Det finns även en otydlighet kring vilka strukturer som förväntas uppstå. I satsningens insatslogik anges att verksamheten ska bidra till en långsiktig struktur för *riskkapital*, men den målsättningen bör breddas till att omfatta strukturen för riskfinansiering i en bredare bemärkelse.

Inför kommande satsningar finns därför anledning för satsningens ägare att gå tillbaka till själva målformuleringen och förtydliga alternativt justera denna. Här finns ett flertal frågor att hantera, som presenteras närmare i rapportens nästa och avslutande kapitel.

Nedan sammanfattas tre centrala lärdomar från detta kapitel:

Lärdom 1	Lärdom 2	Lärdom 3
Satsningen har ett uttalat strukturbyggande syfte, men har inte haft mål eller prioriteringar knutet till detta.	Svag eller ingen styrning mot det strukturbyggande uppdraget har lett till att ett fåtal fonder har arbetat med direkta strukturbyggande insatser och dessa har i huvudsak varit behovsdrivna. Däremot har alla fonder indirekt påverkat de regionala kapitalförsörjningssystemen genom sin verksamhet.	Satsningens ägare och finansiärer bör avgöra om det strukturpåverkande uppdraget ska prioriteras och i så fall formulera tydligare mål och förväntningar knutna till detta, och styra efter dem.

9 Vad kan vi lära oss inför programperioden 2014–2020 och närliggande satsningar?

I detta avslutande kapitel diskuteras de centrala lärdomar som utvärderingen har tagit fasta på mer utförligt och vi presenterar de nyckelfrågor som vi anser att satsningens ägare och finansiärer bör ta ställning till under innevarande programperiod 2014–2020.

9.1 Satsningen på regionala riskkapitalfonder bör placeras i sitt sammanhang av alla offentliga satsningar på kapitalförsörjning

Företagens intresse för fondernas erbjudande har varit stort. Men externt riskkapital är ett spetsigt instrument riktat mot ett fåtal företag. Den här satsningen breddas dock nu med ett större fokus på såddfasen och kan komma att kompletteras med närliggande satsningar på kapitalförsörjningsområdet. Om ett övergripande mål i näringspolitiken är välmående regioner samt innovation och tillväxt i riket behövs en portfölj av insatser för att säkerställa att det finns riskvilligt kapital i investeringar som har för hög risk för privat sektor, men som väntas ge god avkastning på samhällsnivå. Det behövs också för att undvika att riskkapitalfonderna tar investeringar i företag som egentligen skulle behöva andra typer av investeringar.

Med en portfölj av insatser följer också ett behov av positionering av och samarbete mellan dessa. Det är en välkänd bild, som vi delar, att samverkan mellan olika aktörer på både nationell och regional nivå som ska stödja företagande är ojämn och att det finns både överlappande och glappande insatser. Under 2009–2015 är vår bild att fonderna i varierande utsträckning har verkat som en solitär insats, även om det finns många bra exempel på samverkan inom regionerna. Fondernas roll i ett större sammanhang av offentliga insatser för tillväxt och regional utveckling bör förtydligas. Näringsdepartementet och regionala aktörer bör verka för att samverkan ökar och att insatser knyts samman.

Lärdomar och nyckelfrågor för utformning och implementering av policy

Hur vill Näringsdepartementet och i förlängningen Tillväxtverket verka för att det i programperioden 2014–2020 finns:

- en sammanhängande kedja av kapitalförsörjningsinsatser där offentliga och privata insatser kompletterar varandra och samverkar?
- en samverkan mellan satsningen på regionala riskkapitalfonder och med andra företagsfrämjande insatser?

9.2 Behov av ökad styrning av satsningen på regionala riskkapitalfonder

Styrningen av satsningen kan beskrivas som svag med otydliga mål, delvis motstridiga förväntningar och få konsekvenser om förväntningarna inte uppfylls. Även om satsningen är delvis experimentell till sin karaktär och därför varken kan eller bör detaljstyras bör ett antal övergripande frågor besvaras av Näringsdepartementet, Tillväxtverket och regionala finansiärer:

Förtydliga vad framgång för fonderna är

Mål och uppdrag är fortfarande otydligt för de här fonderna, även om de har styrts hårt mot att investera ut sina medel. Förutom att andra mål – som att verka i enlighet med de horisontella kriterierna eller bidra till utveckling av kapitalförsörjningsstrukturer – åsidosätts, ger det en uppenbar risk för suboptimering i investeringarna – att fonderna kan ha gjort investeringar de inte skulle ha gjort om de inte riskerade att bli av med sina medel om investeringstakten visat sig för låg. Är framgång att investera ut medel, göra ekonomiskt framgångsrika investeringar, göra regionalt betydelsefulla investeringar, stärka miljömångfald- och jämställdhetsarbete, eller att förbättra regional kapitalförsörjning? Sammantaget är det svårt för fonderna och deras intressenter att förstå vad framgång för fonderna egentligen är och vilka förväntningar som är rimliga att ha på dem. Detta bör förtydligas.

Behov att utveckla insatslogiken utifrån olika regionala förutsättningar

Samtliga fonder erbjuder kapital och kompetens till SMF, men utöver det fyller satsningen olika funktioner i olika regioner. I praktiken tillhandahåller fonderna variationer av samma instrument. Fonderna bör därför bedömas utifrån hur instrumentet faktiskt har applicerats. Vi har i denna slutrapport lämnat ett bidrag (kapitel 2) till utvecklingen av preciserade insatslogiker för fonder i olika typer av regioner. Dessa kan med fördel utvecklas i samråd med fonderna och deras finansiärer inför fortsättningen av programperioden 2014–2020.

Avgör om fonderna ska prioritera förnyelse eller regional utveckling

Effektlogiken för riskkapital i traditionell bemärkelse är att bidra till tillväxt och innovationer i bolag med mycket hög tillväxtpotential. Genom riskkapitalinvesteringar bidrar man till näringslivets förnyelse, t.ex. att mer produktiva jobb konkurrerar ut mindre produktiva jobb, vissa företag växer, andra stänger igen, och ett mer konkurrenskraftigt och produktivt näringsliv skapas genom detta. Utifrån denna logik ska fonderna endast ha produktiv tillväxt i åtanke i sina investerings- och avyttringsbeslut, och agera som en del av den marknadskraften som bidrar till ett med dynamiskt, produktivt näringsliv i Sverige.

När man ser på fondernas faktiska investeringar har fonderna, särskilt utanför storstadsregionerna, också investerat i "traditionella" bolag och i branscher som typiskt sett inte är föremål för riskkapital. Här agerar de som regionala utvecklingsaktörer och genomför investeringar som är gynnsamma för regionen men inte nödvändigtvis bidrar till innovation eller förnyelse. I flera regioner verkar det också ha funnits en drivkraft att bevara regionala företag och behålla arbetskraften i regionen, vilket kan leda till att humankapital och produktionsresurser stannar i befintliga strukturer. Samtidigt tycks det också saknas systematiska kopplingar till regionala utvecklingsstrategier i fondernas arbetssätt och investeringsstrategier.

Avgör om syftet är att etablera informellt riskkapital med regionala drivkrafter i Sverige?

Ett annat perspektiv är att den regionala utvecklingsrollen kan vara själva framgångsfaktorn för att få ut nya former av investeringar i regionerna. Ett syfte med satsningen har ju varit att sprida riskkapitalinvesteringar utanför storstäderna. Precis som väntat har fonderna också i hög utsträckning lockat mindre investerare, affärsänglar och privatpersoner inom det s.k. informella riskkapitalet. Till skillnad från formella riskkapitalbolag arbetar informella investerare ofta med enklare kontrakt, har en mindre formaliserad investeringsprocess, de utövar vanligen mindre strikt kontroll än privata riskkapitalbolag och även om avkastning på investeringen är viktigt spelar även andra faktorer in: affärsänglar/privatpersoner är ofta själva entreprenörer som brinner för att stödja företag med idéer eller nya innovationer och de investerar huvudsakligen i den egna regionen. Affärsänglar har alltså ofta drivkrafter som liknar fondernas dubbla uppdrag att både vara riskkapitalister och regionala utvecklingsaktörer. Ur ett företagsperspektiv kan detta göra extern riskkapitalfinansiering mer eller tillräckligt attraktivt, även om företaget inte är ett typiskt riskkapital-case eller inte hade finansieringsformen som sitt förstahandsval.

Sammanfattningsvis finns en risk att:

- otydligheten i fondernas positionering och uppdrag urholkar fondernas möjligheter att nå upp till ERUF:s långsiktiga mål kring förnyelse och strukturomvandling
- det blir svårt att bedöma riskkapitalsatsningens sammanlagda långsiktiga effekter och värde samt samspelet med andra insatser på innovations-, näringslivs- och det regionala utvecklingsområdet

Lärdomar och nyckelfrågor för utformning och implementering av policy

Hur vill Näringsdepartementet och i förlängningen Tillväxtverket styra och positionera satsningen i den nya programperioden 2014–2020? Är den framförallt:

- en insats för innovation och förnyelse i Sveriges näringsliv,
- eller ett instrument för regional utveckling som följer en annan logik (och i så fall vilken)?

Frågan är viktig att besvara eftersom det i nuvarande programperiod 2014–2020 finns ökade krav på tydliga kopplingar mellan ERUF-finansierade insatser, de tematiska målen inom ERUF samt den nationella tillväxtstrategin 2015–2020.

Frågan är vidare angelägen att besvara eftersom floran av finansieringsinstrument har ökat de senaste åren (genom tillkomst av andra insatser inom offentligt riskkapital, samt Almis nya innovationslån) och förväntas att öka ytterligare de närmaste åren (genom tillkomsten av bl.a. den beslutade CO₂-fonden, den planerade fond-i-fond satsningen, en och den eventuella resursförstärkningen till inkubatorer som föreslås i Rydstads utredning).

Tydlighet i fondernas erbjudande och positionering blir därmed ännu viktigare framöver för att uppnå synergier och konsekvent näringspolitik på nationell och regional nivå.

9.3 Behov att förtydliga hur satsningen förväntas bidra till långsiktiga strukturer för riskfinansiering/kapitalförsörjning

Insatslogiken har dubbla spår: utöver att bidra till utveckling i företagen ska satsningen även bidra till en framväxt av en struktur för riskkapital i regionerna. Detta dels då det finns förväntningar om strukturlåterverkan inom ERUF satsningar och dels eftersom det finns en etablerad syn på att staten med fördel ska agera strukturbyggande och indirekt än att själv inta en aktiv roll inom kapitalförsörjningssystemet.

Trots att det alltså har funnits ett uttalat strukturbyggande syfte så har det inte efterföljts av tydliga prioriteringar avseende fondernas roll som finansiär respektive fondernas roll som strukturbyggare. De prioriteringar som kommunicerats indirekt (från Tillväxtverket centralt och de regionala kontoren) har samtliga pekat på att finansieringsrollen är primär, inte minst för att misslyckande att hålla investeringstakten var förknippat med risken att förlora en del av fondens kapitalbas. Även fondernas konstruktion, d.v.s. taket på tre procents förvaltningskostnader kombinerat med en förväntan om att fonderna ska vara aktiva ägare, har gett en stark indikation om att det inte finns utrymme för fonderna att arbeta med något annat än investeringar och förvaltning av sina portföljbolag.

Vidare har det inte heller varit tydligt vad som menas med regionala strukturer för riskkapital, när en sådan struktur förväntas vara etablerad, samt hur dessa strukturer förväntas att uppstå.

Resultatet blev att endast ett fåtal av fonderna har gjort några direkta strukturbyggande insatser och de insatserna har gjorts har varit behovsdrivna, dvs. med syfte att möjliggöra fondernas investeringsverksamhet.

Lärdomar och nyckelfrågor för utformning och implementering av policy

På grund av ett flertal otydligheter finns det en anledning att gå tillbaka till själva målformuleringen och förtydliga allt justera denna:

- Varför är en regional struktur för riskkapital viktigt?
- Är det ett rimligt mål på regional nivå, med tanke på stora skillnader i näringslivsstruktur, historik, attityder, etc.? Tillväxtanalys (kommande) föreslår en alternativ målsättning – struktur för riskvillig finansiering, som i sin tur kan se olika ut beroende på kontext.
- Beroende på vad som framkommer ovan, hur ser den önskvärda strukturen ut?

Vidare, utifrån ett förtydligande av målsättningar behöver Näringsdepartementet och Tillväxtverket ta ställning till:

- Hur ser prioriteringen ut mellan fondernas strukturbyggande roll och deras roll som investerare? Hur förenlig är satsningens konstruktion med en strukturbyggande roll (och vilka verktyg finns för att hantera detta problem)?
- Styrningsmässigt, hur kommuniceras prioriteringarna ut på ett tydligt och konsekvent sätt?
- Vidare, om fonderna inte ska prioritera sin strukturbyggande roll (dvs. att eventuella förändringar ska ske indirekt, genom fondernas investeringsverksamhet) – hur motiveras då fondernas aktiva investeringsmodell, jämfört med mer marknadsdrivna instrument som används i andra länder?

9.4 Behov att ta ställning till hur länge fondernas verksamhet kan anses vara experimenterande och innovativ

I den nya programperioden 2014–2020 har ERUF återigen poängterat att finansiering ska gå till innovativa och experimenterande satsningar. Inför förra programperioden 2007–2013 fanns det en betydlig osäkerhet om hur saminvesteringsfonder skulle fungera i kontexten av de åtta NUTS II-regionerna, de flesta av vilka inte tidigare haft riskkapitalverksamhet i denna skala. Även själva saminvesteringsinstrumentet behövde prövas, d.v.s. vad som är möjligt och vad som är lämpligt i kontexten av de enskilda regionerna.

I programperioden 2014–2020 fortsätter Sverige med att satsa på regionala saminvesteringsfonder, med fortsatt finansiering från ERUF. Argumentet har bl.a. varit att det är för tidigt att uttala sig om huruvida satsningen har fungerat. Även följeforskningen har poängterat att man i dagsläget inte vet mycket om effekter av satsningens verksamhet.

Under de närmaste åren kommer Sverige dock ha betydligt fler kunskapsunderlag från den nuvarande satsningen som kan vara vägledande i framtida beslut, bl.a.:

- Första data om utvecklingen i fondernas portföljer har redan kommit och redovisas i denna rapport. Data indikerar att vissa fonder har förlorat stora delar av sina kapitalbaser, sett till värdering av portföljbolagen, och att utvecklingen är sämre utanför storstadsregioner.
- Tillväxtanalys kommer leverera en första mätning av tillväxteffekter i företagen vid årsskiftet 2015/2016.
- Tillväxtanalys kommer att leverera en första bedömning av fondernas påverkan på regionala kapitalförsörjningssystem vid årsskiftet 2015/2016.
- Tillväxtanalys kommer leverera ytterligare en effektutvärdering år 2017 med fokus på tillväxten i företagen samt fondernas avkastning.
- Tillväxtverket och fonderna kommer att fortsätta att löpande utvärdera fondernas verksamhet i den nya programperioden.

Lärdomar och nyckelfrågor för utformning och implementering av policy

Mot bakgrund av ovanstående, och troligen senast inför nästa programperiod, kommer Sverige behöva ta ställning till:

- Ska denna verksamhet bedömas som framgångsrik (och på vilka grunder) och därmed gå över till nationell/regional finansiering?
- Ska verksamheten helt eller delvis läggas ner?
- Ska verksamheten fortsatt anses experimenterande (och på vilka grunder) och därmed finansieras inom ramen för ERUF även i nästa programperiod?

Lärdomar om satsningens konstruktion

Följeforskningen har hittills visat att fonderna lyckats uppnå sina kortsiktiga resultatmål: de håller sin investeringstakt, investerar i linje med uppdraget och graden av saminvestering med privat kapital överstiger förväntan. Således finns riskkapitalfonder med etablerade verksamheter, förtroende och legitimitet på marknaden och hög investeringstakt. Dock är det för tidigt att bedöma fondernas framgång: exitfasen är endast inledd och bör följas noga. Det är en uppenbar utmaning för fonderna att lyckas avyttra sina innehav på ett bra sätt, och att alla privata medinvestorare kan göra detsamma. För att satsningen ska vara

långsiktigt hållbar krävs goda exempel och privata investerare med goda erfarenheter.

Att fondernas utrymme för förvaltningskostnader är begränsat står i kontrast till deras möjligheter att vara aktiva ägare, särskilt utifrån uppdraget att samarbeta med informella och ofta oerfarna ägare. Det kräver innovativa arbetssätt och modeller från fondernas sida, samt ett behov av att balansera förväntansbilden på vad ägarskapet kan innebära. Ur ett regionalt och nationellt perspektiv är denna satsning *en* pusselbit i ett större system för riskfinansiering, varför det krävs kompletterande insatser för att förstärka övriga delar såsom efterfrågesidan och det privata kapitalets kompetens och investeringsvilja.

Referenser

Avdeitchikova, Sofia (2008) "Close-ups from afar: the nature of the informal venture capital market in a spatial context", Doktorsavhandling, *Lund University Press*

Borello, Giuliana, Veronica de Crescenzo och Flavio Pichler (2015) *The Funding Gap and the Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence from European Platforms*, Journal of Internet Banking and Commerce, April 2020, vol. 20, no. 1, <http://www.icommercecentral.com/open-access/the-funding-gap-and-the-role-of-financial-returncrowdfunding-some-evidence-from-european-platforms.pdf>

Braunerhjelm, Pontus (1999) "Venture capital, mångfald och tillväxt", *Ekonomisk debatt*, årg 27, nr 4

Cleantech Scandinavia (2012) *Nordic Deal Flow 2012*

Crowdcube blog (2013) "Vad definierar affärsänglar och equity crowdfunding?", <http://blog.crowdcube.se/affarsanglar-equity-crowdfunding/>

European Commission, DG Regio, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/doc/instruments/financial/financial_engineering_summary_report.pdf, <http://www.mmr.cz/getmedia/566b1bcb-8639-4ebc-bb4f-f3f1d2b22d12/FN-Appel.pdf?ext=.pdf>

Harrison, R. T. och Colin Mason (2000) *Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom*, *Venture Capital* 2: 223-42

International Private Equity Valuation Guidelines (2012), www.privateequityvaluation.com

Isaksson, Anders (2006) "Studies on the venture capital process", Umeå School of Business, Umeå University

Isaksson, Anders "Om miljöteknikföretag har en längre kommersialiseringsprocess än andra tillväxtföretag" (skrivet på uppdrag av Energimyndigheten)

Large, D. och Muegge, S. (2008) "Venture capitalists' non-financial value added: an evaluation of the evidence and implications for research", *Venture capital*, Vol. 10, No. 1, January 2008, 21-53

Leeuw, Frans. L (2012) "Linking theory-based evaluation and contribution analysis: Three problems and a few solutions", *Evaluation*, 18(3), s. 348-363

Mason, Colin och Botelho, Tiago (2013) "The role of the exit in the investment decision of business angel gatekeepers", Adam Smith Business School, University of Glasgow, Scotland

Regeringskansliet (2014) "Förslag till nationellt regionalfondsprogram för investeringar i tillväxt och sysselsättning 2014-2020"

Riché, Marielle (2012) "Theory Based Evaluation: A wealth of approaches and an untapped potential", European Commission

SOU 2015:64, "En fondstruktur för innovation och tillväxt"

Statens Energimyndighet (2011) *Ökad tillväxt inom miljöteknik – mer kapital i tidiga skeden*, ER 2011:07

Söderblom, Anna (2012) *The Current State of the Venture capital Industry*, Entreprenörskapsforum, Näringspolitiskt Forum rapport #2

Tillväxtanalys (2015) *Methodologies for an Interim Evaluation of the Swedish Co-Investment Funds (CIFs)*, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (kommande) *Effekter och erfarenheter, bilaga 2: Utveckling av regionala kapitalförsörjningssystem*, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2014) *Risikkapitalstatistik 2013: Venture Capital – Investeringar i svenska portföljbolag*, Statistik 2014:05

Tillväxtanalys (2013a) *Risikkapitalmarknaden i Sverige 2013*, Statistik 2013:07, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2013b) *Affärsänglar, risikkapitalfonder och policyportföljer*, Rapport 2013:08, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2012) *Privat risikkapital och Cleantech – Förutsättningar och hinder utifrån investerarnas perspektiv*, Rapport 2012:10, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2011a) *Kapitalförsörjningen i små och medelstora företag – En inventering av statistik över risikkapitalmarknaden*, Working paper/PM 2011:32, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2011b) *Bilaga 5. Fördjupad kapitalförsörjning till rapporten Utvecklingskraft i kommuner och regioner (2011)*, Rapport 2011:01, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2011c) *Kompetent kapital? Tre länder, tre försök*, Rapport 2011:05, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtanalys (2010) *Staten och risikkapitalet, Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt*, Rapport 2010:01, Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser: Östersund

Tillväxtverket (2015) *Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020*, Rapport 0183

Tillväxtverket (2014a) *Behovet av venture capital i Sverige under EU:s programperiod 2014–2020*, Info 0558

Tillväxtverket (2014b) *Företagens villkor och verklighet 2014 – Förutsättningar för konkurrenskraftiga företag*, Info 0563

Tillväxtverket (2013) *Följeforskning 2012 – Regionala risikkapitalfonder*, Rapport 0149

Tillväxtverket (2012) *Horisontella kriterier i de regionala strukturfondsprogrammen*, Info 0424 Rev A

Tillväxtverket (2011) *Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder, Implementering och lärdomar*, Rapport 0108

Tillväxtverket (2010a) Info 0212 Rev A: *Förutsättningar för fondprojektens genomförande*

Tillväxtverket (2010b) *Start av regionala riskkapitalfonder – Uppdrag och lärdomar*, Rapport 0072 Rev B

Bilaga 1

Bakgrund till satsningen på regionala riskkapitalfonder

För en utförlig bakgrund till satsningen, se t.ex. Tillväxtverket (2010b) Start av regionala riskkapitalfonder, uppdrag och lärdomar, Rapport 0072 Rev B och Tillväxtverket (2011) Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder, implementering och lärdomar, Rapport 0108. Nedan följer en kortare bakgrund.

Den europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) ska arbeta för att stärka den ekonomiska och sociala sammanhållningen i EU genom att utjämna regionala skillnader. Genom fonden har en rad former av stöd distribuerats under åren; olika typer av finansieringsinstrument, direkta finansieringsstöd till företag, stöd till infrastruktursatsningar med mera. Under programperioden 1994–1999 växte andelen strukturfondsmedel som användes till riskkapitalfonder i Europa från att ha varit i det närmaste obefintlig. Bakgrunden var bedömningen att det rådde brist på riskkapital för små och medelstora företag med tillväxtambitioner. Inför programperioden 2000–2006 ökade satsningarna på ERUF-finansierade riskkapitalfonder. Kommissionen uppmanade också medlemsländerna att omorientera de företagsinriktade finansieringsinsatserna från traditionella bidrag till s.k. revolverande finansieringsformer, såsom riskkapital. Några av argumenten för denna omorientering var brist på riskkapital, att upplägg med revolverande riskkapitalfonder både kan ge mindre konkurrensnedvridning och öppna för ett återflöde av kapital (riskkapitalfonderna kan ge avkastning som i sin tur kan återinvesteras). Dessutom fanns positiva erfarenheter av ERUF-finansierade riskkapitalfonder. I programperioden 2007–2013 satsades mer medel än någonsin på riskkapital för SMF. Kommissionen har fortsatt att uppmana medlemsländerna att öka användningen av revolverande finansieringsinstrument och i programperioden 2014–2020 fördubblar Sverige sin andel, från åtta till sexton procent av de totala ERUF-medlen. Samtliga medel som avsätts till revolverande finansieringsinstrument kommer satsas i form riskkapital.⁹⁶

I Sverige startade de första ERUF-finansierade riskkapitalfonderna 2005. Initiativet togs bl.a. efter att den Europeiska kommissionen i en rapport från 2002 pekat ut Sverige som ett av fyra länder som fortfarande endast tillämpade direkta bidrag i sina olika strukturfondsprogram. Tre piloter med regionala partnerskapsfonder startades inom dåvarande Mål 2 i Västsverige, Gotland och Mellerta Norrland,⁹⁷ där regionala Almi-bolag startade dotterbolag som förvaldade partnerskapsfonder. Upplägget för piloterna byggde på att vara en passiv partner till en aktiv privat medinvestor och var baserat på en modell för offentliga riskkapitalfonder som utvecklades i Skottland. Piloterna avslutades i juni 2008, med undantag för följdinvesteringar i befintliga portföljbolag.⁹⁸

Under 2006 gjorde Europeiska investeringsfonden (EIF) en analys av behov av och möjligheter att stärka SMF:s kapitaltillgång med strukturfondsmedel i Sve-

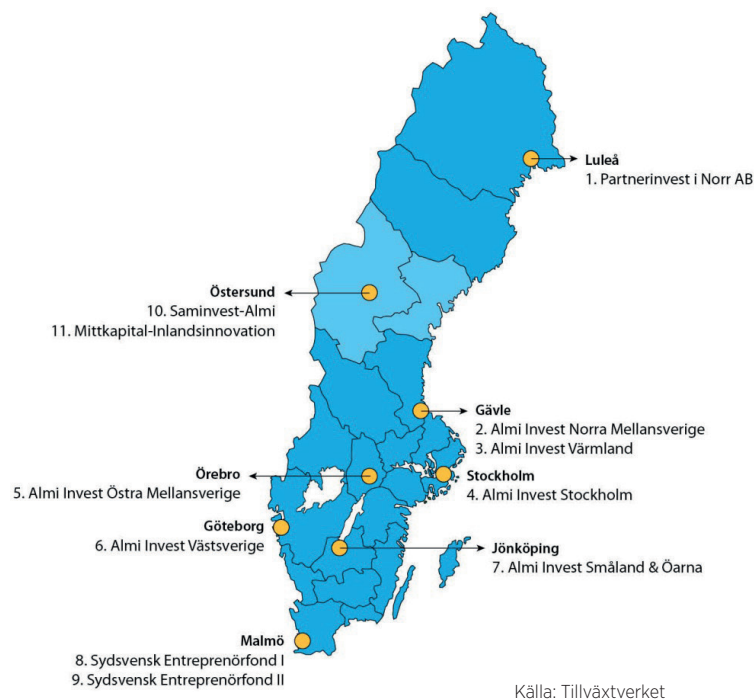
⁹⁶ Andra exempel på revolverande finansieringsinstrument är lån och kreditgarantier.

⁹⁷ Almi Företagspartner Örebro AB startade det helägda dotterbolaget Vestra Partnerinvest, Almi Företagspartner Mitt AB det helägda dotterbolaget Saminvest och Almi Företagspartner Gotland AB startade Region Invest AB.

⁹⁸ Se kapitel 2.2 för en sammanfattning av resultaten från pilotsatsningen 2005–2008.

rige inom det s.k. JEREMIE-initiativet (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises).⁹⁹ Initiativet syftar till att stimulera utveckling av SMF genom att förbättra tillgången till mikrokrediter, riskkapital och lånegarantier. Grunden för finansieringen kommer från ERUF med krav på både nationell offentlig medfinansiering samt privat medfinansiering.¹⁰⁰ ERUF öppnar även för andra sätt att arbeta med kapitalförsörjning för SMF. Som alternativ till JEREMIE gav strukturfondspartnerskapet i de åtta programområdena och Nutek/Tillväxtverket (i egenskap av förvaltande myndighet för ERUF) finansieringsaktörer möjligheten att ansöka om ERUF-medel för delfinansiering av garanti- eller riskkapitalfonder. Detta upplägg syftar liksom JEREMIE-initiativet till att skapa revolverande finansieringsverktyg för ägarkapital som vill gå in i SMF med tillväxtambitioner. Utlysningen resulterade i att tolv, numera elva, regionala riskkapitalfonder bildades.

Figur 13 Karta över fondprojekten i Sverige 2009–2015



Sedan 2009 har flera aktörer finansierat och/eller drivit fonderna: Innovationsbron, Almi Invest, Saminvest, Norrlandsfonden, Sjätte AP-fonden och Inlandsinnovation. Sedan sammanslagningen av Almi och Innovationsbron vid årsskiftet 2013 driver Almi Invest idag åtta av elva fonder (inklusive de två sydsvenska entreprenörfonderna som tidigare drevs av Innovationsbron¹⁰¹) och är delägare i ytterligare två (Saminvest och Partnerinvest i Norr). Mittkapital i Jämtland/Väs-

⁹⁹ JEREMIE är ett gemensamt initiativ från Europeiska kommissionen och Europeiska Investeringsfonden som presenterades i oktober 2005.

¹⁰⁰ EIF identifierade brister i kapitalförsörjning och rekommenderade Sverige att satsa på en nationell JEREMIE-fond. Det visade sig också finnas ett stort intresse för en riskkapitalsatsning, men också stora problem att få fram nationell medfinansiering i vissa regioner. Dessutom gjorde gällande lagstiftning (bl.a. lagen om offentlig upphandling) att det blev mycket tekniskt komplicerat att bilda en JEREMIE-fond i Sverige.

¹⁰¹ Tidigare fanns tre fonder i Skåne-Blekinge: Sydsvensk entreprenörfond (SEF) I, SEF II och SEF III. SEF II och SEF III slogs ihop år 2011.

ternorrland drevs av Sjätte AP-fonden under perioden 2009–2013, men innehaven förvaltas sedan 31 oktober 2013 av Inlandsinnovation.¹⁰²

1.1 Satsningen fortsätter under programperioden 2014–2020

Följeforskningen har hittills visat att fonderna lyckats uppnå sina kortsiktiga resultatmål: de håller sin investeringstakt, investerar i linje med uppdraget och graden av saminvestering med privat kapital överstiger förväntan. Således finns riskkapitalfonder med etablerade verksamheter, förtroende och legitimitet på marknaden och hög investeringstakt. Dock är det för tidigt att bedöma fondernas framgång: exitfasen är endast inledd. I vilken utsträckning det finns privata tagare av fondernas innehav är ännu för tidigt att uttala sig om. Den typ av ägarkapitalinvesteringar som fonderna arbetar med bygger emellertid på långsiktighet, vilket står i kontrast till att de är riggade som elva fristående projekt och därmed har ett projektslut år 2015. Fonderna startade 2009, investeringarna kom igång under 2010 och de sista genomförs 2015. Perioden oktober 2015 – augusti 2020 är en "förvaltningsperiod": fonderna får använda medel till följdinvesteringar i befintliga portföljbolag och ska avyttra samtliga ägarintressen i portföljbolag senast sista augusti 2020. Fondernas livscykel riskerar att bli för kort för att vara effektiv. Den följeforskningsrapport som publicerades år 2013 framhöll vidare att fonderna investerar genom ägarkapital: de äger delar av företag, men att det fanns oklarheter kring vem som är ägare när projektet slutar.¹⁰³

Mot bakgrund av detta har det funnits starkt stöd för en fortsättning av verksamheten, såväl hos fonderna själva som hos deras regionala medfinansierare och Tillväxtverket. Almi Invest har under 2015 ansökt om och beviljats fortsatt ERUF-finansiering för en fortsättning av verksamheten under programperioden 2014–2020. Nio av elva fonder kommer fortsätta sin verksamhet och samtliga drivas av Almi Invest. Mittkapital i Jämtland/Västernorrland fortsätter inte verksamheten, utan innehaven ligger inom Inlandsinnovations förvaltningsuppdrag. I Skåne-Blekinge, som under perioden 2009–2015 haft två fonder (SEF I och SEF II), görs istället en fond.

Fonderna har haft möjlighet att genomföra nyinvesteringar under perioden 2009 t.o.m. september 2015 och senast den sista augusti 2020 ska samtliga ägarintressen i portföljbolagen avyttras. Mellan oktober 2015 och sista augusti 2020 får medel i användas till följdinvesteringar i befintliga portföljbolag. Inga investeringar får göras i andra, nya bolag under denna period, som med andra ord blir en "förvaltningsperiod". Då fonderna har möjlighet att genomföra följdinvesteringar och exits fram till 2020 är de alltså inte avslutade vid tidpunkten för denna rapport. Beslut har alltså dessutom fattats om att nio av elva fonder fortsätter sin verksamhet i form av en ny fond ("fond II") med ERUF-finansiering under innevarande strukturfondsperiod 2014–2020.

¹⁰² Sjätte AP-fonden sålde Mittkapital då fonden inte ligger inom den strategi med fokus på mognare bolag som Sjätte AP-fonden arbetar efter sedan 2011. För mer information, se t.ex. Sjätte AP-fonden (2013) "Mittkapital säljs till Inlandsinnovation", <http://www.apfond6.se/sv/Kommunikation/Mittkapital-saljs-till-Inlandsinnovation/>

¹⁰³ Tillväxtverket (2013) *Följeforskning 2012 – Regionala riskkapitalfonder*, Rapport 0149

Bilaga 2

Fondernas formalia och uppbyggnad

Grundstenarna i satsningens utformning kan sammanfattas enligt nedan:

- Riskkapitalfonderna är regionala och får endast investera i företag i den egna regionen (enligt EU:s NUTS II-indelning).
- Riskkapitalfonderna ska göra ägarkapitalinvesteringar motsvarande omkring 1–10 miljoner kronor i normalfallet direkt i SMF i uppstarts- och tidiga expansionsfaser. Investeringar får även gå till mognare företag om syftet med investeringen är expansion.
- Riskkapitalfonderna ska vara marknadskompletterande. Detta innebär att riskkapitalfonderna ska adressera ett gap inom kapitalförsörjningen av SMF med tillväxtpotential och inte konkurrera med den privata marknaden.
- Tio av elva riskkapitalfonder förutsätter privat medfinansiering om minst halva investeringsbeloppet. Riskkapitalfonderna ska investera tillsammans med en privat kommersiell oberoende aktör och investeringen ska göras på lika villkor (pari passu).
- Riskkapitalfonderna ska revolvera, det vill säga när fondernas innehav realiserar ska medlen återinvesteras i regionen. Det innebär också att fonderna ska sträva efter att behålla sin kapitalbas. Några formella krav på att riskkapitalfonderna ska generera en positiv avkastning finns dock inte.
- Som samtliga strukturfondsprogram föreskriver ska fonderna beakta de horisontella kriterierna i de regionala strukturfondsprogrammen: jämställdhet mellan kvinnor och män, integration och mångfald samt en miljömässigt hållbar utveckling

Fonderna har haft möjlighet att genomföra nyinvesteringar under perioden 2009 t.o.m. september 2015 och senast den sista augusti 2020 ska samtliga ägarintressen i portföljbolagen avyttras. Mellan oktober 2015 och sista augusti 2020 får medel i användas till följdinvesteringar i befintliga portföljbolag. Inga investeringar får göras i andra, nya bolag under denna period, som med andra ord blir en "förvaltningsperiod". Då fonderna har möjlighet att genomföra följdinvesteringar och exits fram till 2020 är de alltså inte avslutade vid tidpunkten för denna rapport. Beslut har alltså dessutom fattats om att åtta av elva fonder fortsätter sin verksamhet i form av en ny fond ("fond II") med ERUF-finansiering under innevarande strukturfondsperiod 2014–2020.

Bilaga 3

Om följeforskningens uppgift och funktion

Ramböll har haft uppdraget att genomföra en löpande, lärande uppföljning och utvärdering (följeforskning) av samtliga elva riskkapitalfonder mellan hösten 2009 och hösten 2015. Poängen med att löpande arbeta med utvärdering är att det ger större möjlighet för lärande och utveckling av en insats under dess genomförande. Ett problem som Europeiska kommissionen, Tillväxtverket och andra aktörer har noterat är att utvärderingar ofta görs för sent för att rekommendationer ska kunna användas till att utveckla och förbättra insatser. I vägledningen för utvärdering av strukturfonderna för perioden 2007–2013 uttrycker Tillväxtverket att det övergripande målet för följeforskning är att skapa förutsättningar för ett kontinuerligt lärande i projekten och att följeforskningen skall ha en framåtsyftande och utvecklingsstödande ansats.

Kan fonderna verkligen vara regionala? Finns en efterfrågan på fondernas investeringar från SMF och privata investerare? Kan den här typen av fonder vara framgångsrika? När fonderna startade fanns inga entydiga svar på de här frågorna, även om det fanns förstudier och internationell erfarenhet och pilotverksamhet med liknande fonder i Sverige. Regionalfonden syftar till att ge utrymme för experimentella sätt att arbeta med regional utveckling i medlemsländerna, på villkoret att de utvärderas löpande.

Tillväxtverket, som är förvaltande myndighet för de åtta regionala strukturfondsprogrammen i Sverige, valde också att satsa extra medel för att upphandla löpande utvärdering gemensamt för alla fonderna. Jämfört med en enskild löpande utvärdering av varje fondprojekt för sig ger det gemensamma angreppssättet ökade möjligheter till en samlad utvärdering och ett samlat erfarenhetsutbyte mellan utvärderarna (inkl. myndigheten Tillväxtanalys), Tillväxtverket, fonderna och deras finansiärer. Det öppnar också för jämförelser mellan fondernas upplägg, förutsättningar och resultat.

Följeforskningen har haft flera uppgifter:

Den ska ge löpande uppföljning av fondernas verksamhet med avseende på flöde av förfrågningar från företag, investeringsbeslut, utbetalda medel samt portföljsammansättning.

- Den ska också studera på vilket sätt verksamheten drivs: hur verksamhetens processer har utformats (t.ex. samarbete mellan förvaltande myndighet och fonder, värdering av företag, samarbete med medinvestorer, samarbete med portföljbolag m.m.)
- Den ska studera fondernas effektivitet: leder de till önskade resultat och effekter på kortare sikt?
- Den ska bidra till offentlig debatt:¹⁰⁴ de insikter och erfarenheter som utvärderingen ger ska inte bara återföras till utvärderingsobjektet; fondernas ledning, styrelse, medarbetare och finansiärer. Följeforskningen ska också aktivt bidra

¹⁰⁴ Det som kallas *public debate* på engelska.

till en bredare diskussion i samhället kring finansieringsfrågor genom att rikta sig mot aktörer som företagare, privata investerare, Näringsdepartementet, myndigheten för Tillväxtanalys, regionala aktörer, forskare inom företagsfinansiering, med flera.

Följeforskningens ambition är att bidra med kunskap och analys som kan användas för att utveckla fonderna under projektperioden och att utvärdera satsningen, dvs. värdera den utifrån vissa kriterier som relevans, effektivitet m.fl. Följeforskningen ska inte studera långsiktiga effekter, det är ett uppdrag som regeringen har gett Tillväxtanalys, som vid sidan om följeforskningen arbetar på uppdrag av Näringsdepartementet med en vidare utvärdering där bl.a. forskningsöversikter, internationella erfarenheter av riskkapitalsatsningar och effektutvärdering ingår. Tillsammans ska denna följeforskning och utvärderingen som bedrivs av Tillväxtanalys öka förståelsen för ERUF-finansierade saminvesteringsfonder som ett instrument i den svenska kontexten samt förståelsen för om det även i fortsättningen är lämpligt att satsa på denna typ av fonder i Sverige.

Lärandeprocesser har varit centrala i följeforskningens upplägg och personer med relevanta teoretiska och praktiska erfarenheter har löpande bidragit till lärande och nya perspektiv. Vetenskaplig expertis har löpande knutits till genomförandet.

Under det första året (hösten 2009 – våren 2010) motsvarade följeforskningen en ex ante-utvärdering med fokus på analys av satsningens relevans, utformning och målstruktur. Centrala frågeställningar kretsade kring vad riskkapitalfonderna ska uppnå för att ses som framgångsrika, hur verksamheten kommit igång och om fonderna utformats så att de kan förväntas nå framgång. Under det andra året (våren och hösten 2011) genomfördes en halvtidsutvärdering av satsningen, i syfte att ge Tillväxtverket, riskkapitalfonderna och andra berörda aktörer tidiga indikationer på hur satsningen ligger till i relation till uppsatta mål och hur genomförandet fortlöper. Under det tredje året (2012–2013) genomfördes en utvärdering med fokus på satsningens resultat samt på förutsättningar för att resultaten ska kunna bli långsiktiga och bestå efter projektperioden. Under det fjärde året (2013–2014) bestod följeforskningen av en i huvudsak kvantitativ uppföljning av de 11 regionala riskkapitalfondernas investeringstakt, efterfrågan från företagen ("dealflow"), fondernas portföljsammansättning och genomförda exits. Under följeforskningens sista år (2015) har föreliggande slutrapport författats.

Bilaga 4

Utvärderingens datakällor

Utöver den följeforskning som bedrivits 2009–2013 används följande datakällor som underlag för denna slutrapport: webbenkäter, telefonintervjuer/möten, workshops/seminarier, dokumentstudier och kvantitativa data. Dessa beskrivs kortfattat nedan.

Utvärderingens frågeställningar och datakällor

Frågeställning	Huvudsakliga datakällor
Svarar satsningen mot ett behov hos företagen?	Enkät till portföljbolagen Telefonintervjuer/möten med fondernas VD:ar Telefonintervjuer med fondernas regionala medfinansiärer Telefonintervjuer med portföljbolag Telefonintervjuer med privata investerare Tidigare studier och forskning
Har satsningens konstruktion fungerat som den ska?	Telefonintervjuer med fondernas VD:ar Telefonintervjuer med fondernas regionala medfinansiärer Tidigare studier och forskning
Har fonderna investerat i enlighet med uppdraget?	Kvantitativa data avseende fondernas investeringar
Vilka externa faktorer påverkar fondernas förutsättningar för framgång?	Telefonintervjuer samt workshop med fondernas VD:ar Telefonintervjuer/möten med privata investerare och SVCA Telefonintervjuer/möten med forskare och sakområdesexperter Tidigare studier och forskning
Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljbolagen?	Enkät till portföljbolagen
Hur har fonderna bidragit till utveckling och tillväxt i portföljerna?	Enkät till fondernas investment managers och VD:ar Enkät till fondernas privata medinvestorare Telefonintervjuer med fondernas VD:ar Telefonintervjuer/möten med forskare och sakområdesexperter Telefonintervjuer med portföljbolag Telefonintervjuer med privata investerare Kvantitativa data avseende fondernas investeringar och portföljers värdeutveckling Tidigare studier och forskning
Hur har fonderna bidragit till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital?	Samtliga ovan
Vad kan vi lära oss inför programperioden 2014–2020?	Syntes av samtliga ovan

1.2 Webbenkäter

Tre olika webbenkäter har utformats för slututvärdering: en till portföljbolag, en till medinvestorare och en till fondernas investment managers och VD.

Enkät till portföljbolagen

Syftet med enkäten till *portföljbolagen* har varit att erhålla information om företagen som fått finansiering från riskkapitalfonderna avseende bland annat deras finansieringshistorik och upplevda "kapitalgap", ambitioner för tillväxt och syn på företagets framtida utveckling, preferenser för riskkapital som finansieringskälla och förväntningar på och upplevd påverkan av investeringen på företagets verksamhet.

Kontaktuppgifter till företag som erhållit finansiering har tillgängliggjorts av de regionala riskkapitalfonderna och avser i normalfallet företagets VD. Ramböll erhöll kontaktuppgifter för 261 företag, av totalt 313 som erhållit en investering till och med det fjärde kvartalet 2014. Hälften av respondenterna (50%) har slut-

fört enkäten och ytterligare fem procent har delvis besvarat den. Respondenterna gavs sex veckor att besvara enkäten och tre påminnelser skickades ut under denna tid. Vad som är en bra svarsfrekvens är beroende på vilken målgrupp enkäten riktar sig mot, vilken relation avsändaren har till respondenterna samt hur enkäten är utformad. För webbenkäter brukar svarsfrekvenser som ligger över 55 procent anses vara goda. En statistisk bortfallsanalys (med chi square-metoden) genomfördes också för att undersöka om det finns skillnader mellan företag som har besvarat enkäten och icke-respondenter, d.v.s. hur representativa de företag som besvarat enkäten är för alla de företag som rapporten avser att studera. Bortfallsanalysen gjordes med avseende på de variabler som fanns tillgängliga för alla företag: utvecklingsfas, bransch, region/fond och huruvida företaget är ett aktivt innehav för fonden eller om exit/konkurs genomförts. Bortfallsanalysen visar att det inte föreligger några signifikanta skillnader mellan icke-respondenter och respondenter med avseende på samtliga variabler, undantaget den sista: entreprenörer som gjort exit/konkurs är underrepresenterade i enkäten. Detta var dock väntat då berörda företag inte längre finns och entreprenören bytt mailadress (enkäten har i dessa fall "studsat"). Detta bortfall har hanterats genom att manuellt söka fram sådana entreprenörer och genom telefonsamtal inhämta synpunkter från målgruppen.

Enkät till privata medinvesterare

Syftet med enkäten till *privata medinvesterare* har varit att erhålla information om bland annat valet att saminvestera med offentliga fonder, drivkrafter för samarbetet med fonden och medinvesterarnas förväntningar och upplevda nytta och deras syn på sin egen roll och möjlighet att bidra till det finansierade företagets utveckling. Medinvesterarna har även fått besvara frågor avseende förutsättningar på exitmarknaden och haft möjlighet att öppna kommentarer kring det generella investeringsklimatet i tidiga faser i Sverige.

Liksom i fallet med företagen tillgängliggjordes kontaktuppgifter till privata medinvesterare av de regionala riskkapitalfonderna och respondenterna gavs sex veckor att besvara enkäten. Ramböll erhöll kontaktuppgifter för 362 privata medinvesterare, varav 102 (28%) har slutfört enkäten och ytterligare 18 (5%) delvis besvarat enkäten. Det är viktigt att poängtera att det totala antalet medinvesterare som riskkapitalfonderna har samarbetat med är betydligt större än 362. De investerare som riskkapitalfonderna har investerat tillsammans med men som inte ingår i uppföljningen är t.ex. sådana som kommit i kontakt med portföljbolaget (företaget) direkt och inte aktivt valt att samarbeta med riskkapitalfonderna. Denna grupp utgörs i stor utsträckning av privatpersoner som investerat mycket små belopp. Vissa av riskkapitalfonderna har också varit försiktiga med att uppge kontaktuppgifter till sina privata medinvesterare på grund av en hög nivå av konfidentialitet som fonderna eftersträvar gentemot denna grupp.

Enkätundersökningen till privata medinvesterare avser vidare samtliga fonder inom Almi Invest (inkl. Partnerinvest i Norr, SamInvest och SEF), dock inte Mittkapital i Jämtland/Västernorrland. Förklaringen är att Inlandsinnovation, som under 2013 köpte Mittkapital av Sjätte AP-fonden, inte hade tillgång till kontaktuppgifter till berörda medinvesterare och att tidigare personal hos Mittkapital inte har kunnat nås.

Således finns dels ett bortfall i urvalsfasen, dels ett bortfall i själva undersökningen. Vad gäller bortfallet i urvalsfasen kan fonderna inte förväntas tillföra

nytta och mervärde för investerare de inte direkt samarbetar med, varför det är ett mindre problem att inte samtliga investerare i portföljbolagen ingår i undersökningen. Att Mittkapitals medinvesterar inte finns representerade kan ses som olyckligt, men då syftet framförallt är att utvärdera satsningens sammanlagda bidrag till att främja affärsänglar och privata riskkapitalfonder i olika regionala kontexter är problemet mindre.¹⁰⁵

Vad avser bortfallet i själva undersökningen uppgår svarsfrekvensen alltså till cirka 30 procent. Återigen, vad som är en bra svarsfrekvens beror på vilken målgrupp enkäten riktar sig mot, vilken relation avsändaren har till respondenterna samt hur enkäten är utformad. Vad gäller målgruppen medinvesterar har de till skillnad från portföljbolagen inte tagit del av offentliga medel,¹⁰⁶ varför deras incitament att svara kan betraktas som lägre. Vad gäller avsändarens relation till respondenterna kan det inte uteslutas att frågor om investeringsbeteende, investeringsvilja, syn på exitmöjligheter m.m. kan upplevas som känsliga för många privata investerare. För att lindra denna problematik utformades enkäten i nära samarbete med Almi Invest och hade Almi Invest som avsändare, men det var givetvis ingen hemlighet att underlaget skulle användas i en utvärderingsrapport. Slutligen, vad gäller enkätens utformning har det i öppna svar inkommit synpunkter från respondenter om att enkäten är för lång, vilket också märks på så sätt att svarsfrekvensen sjunker i takt med frågorna. Att gå ut med en undersökning till medinvesterar kan som ovan diskuterats anses känsligt, samtidigt som det för med sig viktiga möjligheter att utvärdera satsningens mervärde för målgruppen affärsänglar och andra investerare. Mot bakgrund av detta togs enkätundersökningen fram i bred dialog mellan Ramböll, Almi Invest, Tillväxtverket och Tillväxtanalys. Inför framtida undersökningar blir det därför viktigt att inblandade aktörer begränsar antalet frågor till målgruppen.

Givet dessa förutsättningar kan en svarsfrekvens motsvarande 30 procent betraktas som god. I tillägg har en statistisk bortfallsanalys (med chi square-metoden) genomförts med avseende på de variabler som fanns tillgängliga för alla medinvesterar: typ av investerare (privatperson/affärsängel, privat bolag/corporate venture och organiserat kapital/fondbaserade) samt region/fond. Bortfallsanalysen visar att det inte föreligger några signifikanta skillnader mellan icke-respondenter och respondenter med avseende på dessa variabler.

Enkät till fondernas investment managers och VD

Syftet med enkäten till fondernas investment managers och VD har varit att erhålla kompletterande information hur de olika fonderna skiljer sig från varandra, både utifrån regionala förutsättningar/kontext och arbetssätt. En viktig tanke bakom enkäten har varit att få in investment managers synpunkter, då det framförallt är fondernas VD som utvärderaren haft kontakt med tidigare under följeforskningen. Respondenterna har också fått besvara frågor avseende förutsättningar på exitmarknaden.

Enkäten har skickats till samtliga 46 investment managers för de portföljbolag som var aktiva innehav per 2014-12-31 (baserat på riskkapitalfondernas uppgifter), varav 31 (67%) har slutfört enkäten och ytterligare 1 (2%) delvis besvarat enkäten. Svarstiden var densamma som för medinvesterar och portföljbolag.

¹⁰⁵ Det privata kapital som saminvesterats tillsammans med Mittkapital står för 8 procent av det totala privata kapitalet i satsningen och 23 procent av det privata kapitalet i glesbygdregionerna.

¹⁰⁶ Medinvesterarna har *indirekt* tagit del av offentliga medel genom att t.ex. dela sin risk med fonderna, tagit del av fondernas investeringsbedömning och/eller fondernas investeringsavtal

1.3 Telefonintervjuer

Inom ramen för slututvärderingen har telefonintervjuer eller möten med fem aktörsgrupper genomförts: fondernas VD, företrädare för deras regionala finansierare, privata investerare som har och inte har saminvesterat med fonderna, experter inom riskkapital och portföljbolag.

Telefonintervjuer/möten med fondernas VD:ar

Samtliga VD:ar har intervjuats med avseende på hur fonden arbetat med centrala aktörer och aktiviteter enligt det analytiska ramverk som tidigare presenterats (efterfrågesidan, medinvesteringsmöjligheter, tagare/köpare och regionala tillväxtaktörer), samt hur satsningens konstruktion påverkat arbetet. Dessa intervjuer har tagit mellan 1,5 och 2 timmar. Därutöver har alla VD:ar utom två intervjuats i en andra omgång i syfte att diskutera arbetssätt för att bidra till utveckling, tillväxt och exits i portföljbolagen, under cirka en timme. I några fall har intervjuerna skett i form av fysiska möten, i samband med att respondenter befunnit sig i Stockholm.

Telefonintervjuer med företrädare för fondernas regionala medfinansierare

De regionala medfinansierarna finansierar och är i många fall även regionalt utvecklingsansvariga med god kännedom om regionala utmaningar och utvecklingsåtgärder, varför de utgör en central aktörskategori för fonderna. De har möjlighet att både samarbeta med, underlätta för och ställa krav på fonderna. Syftet med intervjuerna med företrädare för fondernas regionala medfinansierare har därför varit att få information om hur regionala förutsättningar (näringslivsstruktur, entreprenörskapsklimat, attraktivitet m.m.) kan påverka fondernas förutsättningar för framgång, finansierarnas förväntningar på fondernas resultat, bedömning av den verksamhet som pågått sedan 2009 och prioriteringar inför programperioden 2014–2020. Intervjuerna har även använts som underlag för den regionindelning som används i analysen av fondernas bidrag till framväxten av en långsiktig struktur för offentligt och privat riskkapital.

25 intervjuer har genomförts med personer som representerar fondernas regionala medfinansierare och/eller regionalt utvecklingsansvariga i länen/regionerna. Företrädare från samtliga NUTS-regioner har intervjuats. Då samtliga NUTS-regioner (i vilka fonderna investerar) också består av flera län eller delregioner har Ramböll strävat efter att intervjua en företrädare per län/delregion i respektive NUTS-region. Samtliga län/regioner utom tre finns representerade. Skälen till dessa bortfall är praktiska skäl (t.ex. avbokningar, tidsbrist eller andra förhinder för respondenter). Detta utgör dock inget problem för utvärderingen då de 25 genomförda intervjuerna ger en fullgod bild av de olika regionala förutsättningarna, regionala aktörers förväntningar på fonderna samt skiftande synen på vad rollen som medfinansier/samarbetspartner innebär.

Telefonintervjuer med portföljbolag

Som komplement till enkäten till portföljbolag har nio telefonintervjuer genomförts med utvalda portföljbolag. Intervjuerna har genomförts i syfte att genom exempel få ökad kvalitativ förståelse för vad som kan ligga bakom olika företrädesvis kvantitativa enkätsvar, exempelvis gällande företags inställning till riskkapital som finansieringsform, upplevt samarbete med fonden och de privata medinvesterarna och inställning till och preferenser i samband med exit.

Företagen som deltog i enkäten ombads uppge om de ställde upp på en telefonintervju. Urvalet av intervjuer gjordes sedan för att säkerställa variation i företagens geografi, status, bransch samt i hur nöjda de är med investeringen. Två intervjuer genomfördes med företag där en positiv exit genomförts och en intervju med en entreprenör vars företag gått i konkurs. De intervjuade företagen återfinns/har funnits i samtliga NUTS-regioner/programområden.

Telefonintervjuer/möten med privata investerare och experter

Fonderna, deras finansörer, medinvesterarna och portföljbolagen är samtliga på olika sätt involverade i satsningen. Ett viktigt komplement till datainsamlingen riktad mot dessa aktörer är därför s.k. "skuggkontroll", som innebär att insiktsfulla aktörer/nyckelpersoner som inte direkt är involverade i investeringarna uppskattar deras betydelse och gör en bedömning av hur marknaden skulle ha sett om fonderna inte hade funnits¹⁰⁷ Ramböll har strävat efter att finna investerare i samma segment som fonderna, men som inte har saminvesterat med dem, i syfte att diskutera fondernas relevans, konstruktion och bidrag till önskvärda resultat och effekter. Detta har varit svårt då det finns relativt få aktörer som investerar i segmentet, men 16 telefonintervjuer/möten har genomförts med investerare inom riskkapital i företrädesvis tidiga faser, varav hälften inte har saminvesterat med fonderna. Urvalet av investerare har gjorts med utgångspunkt i SVCA:s medlemsregister.

Utöver dessa investerare och följeforskningens löpande samarbete med vetenskaplig expertis har sex olika experter intervjuats i slututvärderingen, där fokus för samtalen varierat beroende på typ av organisation/respondent och tidigare kunskap om aktuella fonder. Vissa intervjuer/möten har behandlat de externa faktorerna (exitmarknad, kapitalmarknad och politiskt intresse för riskkapital) medan andra har behandlat en kombination av perspektiv.

1.4 Dokumentstudier

Utvärderingen bygger på följande dokumentstudier:

- Tidigare följeforskningsrapporter
- De regionala operativa strukturfondsprogrammen
- Tidigare studier och forskning

De *tidigare följeforskningsrapporterna* har använts i syfte att jämföra resultat, arbetssätt, erfarenheter av satsningens konstruktion m.m. över tid. De *regionala operativa strukturfondsprogrammen* har, vid sidan av intervjuerna med regionala medfinansörer, använts som underlag för indelningen av fonderna och regionerna i olika regiongrupper (glesbygdsregioner, större regioncentra och storstadsregioner) och för analysen av hur skilda regionala förutsättningar kan förväntas påverka fondernas framgång. För mer information om vilka tidigare studier och forskning som använts i utvärderingen, se rapportens referenslista.

1.5 Workshops/seminarier

Lärandeprocesser är centrala i följeforskningen och inom ramen för slututvärderingen har två workshops/seminarier genomförts. Det första i maj 2015 med fondernas ledningsgrupp där en preliminär analys av hur de externa faktorerna

¹⁰⁷ Se t.ex. Brulin, Göran, Wahlgren, Ingela, Jansson, Sven och Jonas Lindén (2014) "Evidenssäkrad utvärdering för regional tillväxt och effektivare arbetsmarknader"

(kapitalmarknad, exitmarknad och politiskt samt allmänhetens intresse) har påverkat verksamheten och kan antas påverka verksamhet i programperioden 2014–2020 stämdes av och diskuterades. Det andra lärseminariet ägde rum den 21 oktober och var dels en avstämning och kvalitetssäkring av slututvärderingens resultat och slutsatser, dels en lärande workshop kring vilka lärdomar som kan dras från föregående programperiod inför programperioden 2014–2020 och inför utformningen av närliggande satsningar. Medverkande aktörer var representanter för fonderna, Näringsdepartementet, Tillväxtverket, Tillväxtanalys och Industrifonden.

1.6 Arbetsgruppsmöten

Tillväxtverkets arbetsgrupp för finansieringsinstrument har utgjort en viktig arena för diskussion och analys under utvärderingens genomförande. Arbetsgruppen har sammanträtt sex gånger under 2015 och har bestått av 3-4 företrädare för Tillväxtverket med olika roller och ansvar i satsningen, projektledaren för Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag samt Ramböll inklusive underkonsult Sofia Avdeitchikova, SA Policy Consulting.

1.7 Kvantitativa data avseende fondernas investeringar

Kvantitativa data utgörs av fondernas inrapportering av sina investeringar till och med det tredje kvartalet 2015 samt data avseende fondernas värdeutveckling under perioden 2009–2014. Fondernas inrapportering av investeringarna inbegriper bl.a. följande centrala variabler:

- Investeringar: investerade belopp och år
- Portföljbolag: investerade belopp och år, typ av investering (ny- eller återinvestering), fas- och branschtillhörighet, storleksklass (antal anställda)
- Privat medfinansiering: investerade privata medel, privat medfinansiär, aktuellt portföljbolag, geografisk hemvist, typ av investering (ny- eller återinvestering), typ av investerare (affärsängel/privatperson, privat bolag, organiserat kapital)
- Exits: typ av exit (industriell försäljning, börsintroduktion etc.), exitsumma, tagarens hemvist

Ramböll har även fått ta del av fondernas uppgifter avseende fondernas värdeutveckling under perioden 2009–2014.

Bilaga 5

Externa faktorer som har påverkat fondernas förutsättningar för framgång

I denna bilaga går vi igenom ett antal omvärldsfaktorer som har påverkat fondernas verksamhet och deras möjlighet att lyckas med sitt uppdrag. Vi följer modellen som presenterades i kapitel 2 och beskriver nedan kapitalmarknadens förutsättningar, politiskt och allmänhetens intresse samt förutsättningar för exits under den aktuella perioden.

1.1 Kapitalmarknadens förutsättningar

Utvecklingen av förutsättningar för aktörer på kapitalmarknaden och specifikt på riskkapitalområdet kan kort sammanfattas som följande:

- *Skiftande likviditet på riskkapitalmarknaden.* Uppgången i mitten av 2000-talet följs av en kraftig nedgång och åren 2008–2010 kännetecknas av mycket låga nyinvesteringar och mycket få nya fonder. Under de första åren av fondernas verksamhet finns därför ett momentum för fonderna att gå ut med sitt saminvesteringserbjudande. Framåt 2015 har likviditeten (och aktiviteten) dock ökat betydligt, delvis tack vare den ekonomiska återhämtningen och delvis tack vare det låga ränteläget.
- *Ökad efterfrågan på alternativa finansieringskällor (inkl. riskkapital).* I och med finanskrisen 2008/2009 har bankerna överlag blivit mer restriktiva i att låna ut pengar till SMFs, vilket har lett till försämrad lånetillgång för vissa typer av företag. De som har berörts mest är nystartade företag, företag i nya branscher och företag med stor andel immateriella tillgångar. Efterfrågan på alternativa finansieringskällor från vissa segment av SMF har därför ökat.
- *Mer attraktivt för privatpersoner att investera i onoterade bolag.* Det utdragna lågränteläget som har efterföljt finanskrisen har lett dels till att vissa privatpersoner har fått en förbättrad ekonomisk ställning (pga. lägre räntekostnader) och dels till att traditionella placeringar, t.ex. räntefonder, har blivit mindre lönsamma. Mer pengar har därför strömmat till börsen och även till alternativa tillgångar, t.ex. onoterade företag. Det senare har stimulerats ytterligare av framväxten av ett antal crowdfunding- plattformar i Sverige och internationellt¹⁰⁸ och av införandet av ett investeraravdrag för privatpersoner.¹⁰⁹

¹⁰⁸ Borello, Giuliana, Veronica de Crescenzo och Flavio Pichler (2015) *The Funding Gap and the Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence from European Platforms*, Journal of Internet Banking and Commerce, April 2020, vol. 20, no. 1, <http://www.icommercentral.com/open-access/the-funding-gap-and-the-role-of-financial-returncrowdfunding-some-evidence-from-european-platforms.pdf>

¹⁰⁹ Bland Almi Invests saminvesterare som investerat i egenskap av privatperson och som besvarat vår enkätundersökning (inkl. dem som saminvesterat med Almi Invest SÅDD, f.d. Innovationsbron) uppger 23 procent att de använt investeraravdraget vid den senaste nyinvesteringen tillsammans med Almi Invest. Bland dessa uppger sedan 25 procent att de även utan investeraravdraget skulle ha investerat, men ett lägre belopp och 6 procent att de inte skulle ha genomfört investeringen överhuvudtaget (69 procent av dem som använt avdraget bedömer att de skulle ha investerat samma belopp i alla fall).

- *Kompetensen och kunskapen om riskkapital – ett fortsatt problem.* Erfarenheten av och kunskapen om vad det innebär att ta in externt ägarkapital bland företag är fortfarande låg utanför storstadsregioner. Även inom den offentliga sektorn råder det på många håll en kompetensbrist om hur riskkapital fungerar och vilken sorts nytta den kan skapa.

FAKTA: Detta har hänt

- 2008 3,7 miljarder privat institutionellt riskkapital investeras i svenska onoterade bolag
- 2008 Riksbankens styrränta ligger på 4,75 %
- 2008 Den globala finanskrisen börjar
- 2009 Almis nyutlåning till SMF ligger på 3,3 miljarder (jmf med 1,7 miljarder år 2008 och 1,5 miljarder år 2007)
- 2011 Sveriges första crowdfunding plattform, FundedByMe, etableras
- 2011 €445 miljoner investeras genom crowdfunding plattformar i Europa
- 2012 Ca 1 miljard privat institutionellt risk-kapital investeras i svenska onoterade bolag
- 2012 Riksbankens styrränta ligger på 1 %
- 2013 Basel III reglerna börjar gälla i Sve-rige, bl.a. får bankerna ökade kapitaltäckningskrav och lån till SMF tillskrivs större riskvikter
- 2013 Ett investeraravdrag för privatpersoner införs.
- 2013 Över €1 miljard investeras genom crowdfundingplattformar i Europa
- 2014 Globala VC investeringar tillbaka på samma nivå som år 2000
- 2015 Riksbankens styrränta ligger under 0%

1.2 Politiskt och allmänhetens intresse

Utvecklingen av intresset för riskkapital och specifikt offentligt riskkapital från politikens och allmänhetens sida kan kort sammanfattas som följande:

- *Ökat fokus.* I Sverige, ökad fokus på statens roll i kapitalförsörjningen efter 2008–2009 års finanskris. Fokus på finansiering till bolag i tidiga skeden och specifikt riskkapital hos bägge blocken i valkampanjer 2010 och 2014. Riskkapital och affärsänglar är mer omskrivna i media. På EU-nivå, ökat fokus på revolverande finansieringsinstrument; förbättrade regelverk för att jobba med riskfinansiering i och den 8:e programperioden.
- *Mer resurser och aktivitet.* Inom strukturfonderna förväntar man sig minst en fördubbling av medel till revolverande finansieringsinstrument under den innevarande programperioden jämfört med ca €12 miljarder¹¹⁰ under programperioden 2007–2013. Även EIF har kontinuerligt utökat sin aktivitet på riskkapitalområdet, genom sin fond-i-fond verksamhet, JEREMIE och saminvesteringsfonder för affärsänglar. Av OECD-länderna har 20 länder infört nya

¹¹⁰ European Commission, DG Regio, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/doc/instruments/financial/financial_engineering_summary_report.pdf, <http://www.mmr.cz/getmedia/566b1bcb-8639-4ebc-bb4f-f3f1d2b22d12/FN-Appel.pdf?ext=.pdf>

alternativt utökad befintliga satsningar inom riskkapitalområdet mellan åren 2009 och 2013. I Sverige rullas ett flertal nationella insatser på riskkapitalområdet ut – Inlandsinnovation (2011) med geografiskt fokus på skogslänen, Fouriertransform (2009) med fokus på fordonsindustrin. Den s.k. CO₂-fonden med fokus på miljöinnovationer står i startgroparna och likväl en fond-i-fond satsning.

- *Mer kritik.* Offentligt engagemang på riskkapitalområdet är fortsatt ifrågasatt. Regeringen får vidare upprepad kritik för att det offentliga riskkapitalet är ineffektivt organiserat, har för många utförare med delvis överlappande verksamhet och otydliga mål samt att endast en mycket liten del av kapitalet går till tidiga skeden (se bl.a. McKinseys rapport från 2011 och Riksrevisionens rapport från 2014).
- *Mer kunskap.* I Sverige, ingående utvärderingar har gjorts av Tillväxtanalys och av Ramböll (inom ramen för följeforskningen). Internationellt, ett växande antal forskningsstudier, som oftast visar på svårigheter att arbeta med offentligt riskkapital som instrument. OECD släpper ett antal studier mellan 2011–2014 och visar på en stark ökning av användningen av offentligt riskkapital, särskilt saminvesteringsinstrument, i OECD-länderna samt även ökning av andra policyinsatser, bl.a. skattelättnader och efterfrågeorienterade insatser.

FAKTA: Detta har hänt

- 2006 Alliansen vinner valet. Fokus i den politiska retoriken gradvis skiftar från företagande till tillväxtföretagande.
- 2006 Sverige får kritik från EU:s håll för den låga användningen av revolverande finansiella instrument.
- 2007 EU:s 6:e programperiod börjar. Användning av ERUF-medel för revolverande finansieringsinstrument ökar.
- 2008 Den globala finanskrisen börjar.
- 2009 Almi Invest bildas och tillsammans med Innovationsbron attraherar ca 1,2 miljarder nationella och ERUF-medel för riskkapitalinvesteringar.
- 2009 Det statliga riskkapitalbolaget Fourier Transform bildas och får en budget på 2 miljarder kr.
- 2010 Sverige utreder möjlighet till investeraravdrag, men går inte vidare.
- 2011 Det statliga riskkapitalbolaget Inland-innovation bildas och får 2 miljarder kr att investera.
- 2011 McKinsey levererar en rapport till regeringen där organisationen av det statliga riskkapitalsystemet beskrivs som otydlig, överlappande och komplex.
- 2013 Almi och Innovationsbron slås ihop.
- 2013 Ett investeraravdrag för privatpersoner införs.
- 2014 EUs sjunde programperiod påbörjas. Upp till 30 miljarder Euro förväntas gå till revolverande instrument.
- 2014 EIF rullar ut sitt fond-i-fond instrument i 11 länder, med en budget på ca 2,5 miljarder Euro.
- 2014 I Sverige utlovar båda politiska blocken medel för offentligt riskkapital i sina valkampanjer.

- 2014 Riksrevisionen levererar en granskning där man kritiserar regeringen för att det offentliga riskkapitalet inte går till tidiga skeden.
- 2015 Regeringen tillsätter en ny utredning av det offentliga riskkapitalet.

1.3 Förutsättningar för exits

Utvecklingen av förutsättningarna att genomföra exits kan kort sammanfattas som följande:

- *Globalt, en tydlig återhämtning av exitmarknaden under framåt mitten 2010-talet.* Såväl antal exits som exitvolymerna ligger högt. Även värderingarna vid exits har varit höga, särskilt de senaste två åren, vilket kan tyda på en överhettning av riskkapitalmarknaden i tidiga skeden. Detta bekräftas av aktörer inom externt ägarkapital (private equity) som nu upplever en större konkurrens vid uppköp som driver upp värderingarna.
- *Globalt, en ökad tid från första riskkapitalinvestering till exit.* Detta dock kan bero på flera faktorer, bl.a. att exitmarknaden varit dålig och det gjorts och ytterst få exits under åren 2010–2012 samt att exits som görs idag innehåller en större andel av life science och cleantech-investeringar (som traditionellt har mycket längre ledtider). Spridningen är också större, både mellan branscher (t.ex. ligger snittet för internet-baserade företag istället på ca 4 år) och mellan länder vad gäller tiden till exit.
- *Globalt, ökning av antalet/aktiviteten av industriella investerare.* Ett antal internationella aktörer har intagit en starkare plats på den internationella marknaden, både inom nyinvesteringar (corporate venture capital) och inom exits (industriella uppköp). Till dessa hör bl.a. Google, Samsung, Siemens, Novartis och GlaxoSmithKline. Sverige har dock inte fullt ut tagit del av denna ökning.
- *Sverige är det femte mest attraktiva landet för industriella uppköp (M&A) samt börsnoteringar (IPOs).* Detta i en jämförelse med 36 andra länder världen över, enligt rapporten Global Transaction Forecast. År 2014 låg det totala värdet av dessa transaktioner på \$15,8 miljarder (totalt 437 transaktioner) och det förväntas öka till ca \$22 miljarder år 2017 (och närmare 600 transaktioner).
- *Möjligheter till notering på de mindre listorna i Sverige har också förbättrats under 2010-talet.* År 2014 genomfördes 47 noteringar på FirstNorth (jmf med 15 st år 2008) och 33 noteringar på Aktietorget (jämfört med 30 st år 2008). Även om notering på de mindre listorna har historiskt varit en mindre attraktiv exitväg för VC, så anses det ändå att vara ett verkningsfullt sätt att uppnå en partiell exit och ta in mer externt kapital i bolaget.

FAKTA: Detta hänt 2006–2015

- 2014 Exitvolymerna inom VC ökar 69 % jämfört med 2013 och 83 % jämfört med 2011 (globalt).

- 2014 Totalt görs ca 1520 "större" exits (dvs. börsnotering, industriella förvärv (M&A) och finansiella uppköp (PE buyout)) av riskkapitalfinansierade bolag globalt under året till ett värde av \$194 miljarder, högst någonsin.
- 2014 Mediantid till exit ligger på 6,8 år för industriella förvärv, 9,7 år för börsnotering och ca 11 år för finansiella uppköp, en ökning sedan 2010 då genomsnittlig tid till exit låg på under 5 år.

Bilaga 6

Data om fondernas medinvesterarare

Nedan presenteras uppgifter om fondernas privata medinvesterarare, utifrån:

- typer av medinvesterarare enligt fondernas rapportering, där PP = privatpersoner/affärsänglar, PB = privata bolag/corporate venture (investeringar av bolag vars kärnverksamhet inte är att investera i andra bolag) och OK = organiserat kapital (investeringar av bolag vars kärnverksamhet är att investera i andra bolag)
- medinvesterararnas geografiska hemvist

Vi känner inte till antalet unika investerarare i satsningen, av sekretesskäl. Personnummer för små investerarare (framförallt dem som investerat <75 000 kr men även upp till 200 000 kr i vissa fall) finns ej tillgängliga enligt en tidigare överenskommelse mellan Tillväxtverket och fonderna. Fonderna har i sin rapportering ofta slagit ihop små investerarare, t.ex. är "övriga investerarare under 75 000 kr" eller "10 befintliga ägare" exempel på rapporteringen av sådana investerarar.

Det vi däremot kan beskriva är hur *antalet privata (sam-)investeringstillfällen* (= nyinvesteringar + följdinvesteringar) fördelar sig mellan typerna av medinvesterarare och utifrån deras geografiska hemvist. Vi kan också studera hur *privata (sam-)investerade belopp* fördelar sig utifrån variablerna ovan.

Fördelning av antal privata *saminvesteringstillfällen* (ny- + följdinvesteringar) per typ av medinvesterarare och fond

Fond	OK	PB	PP	Vet ej	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	11%	56%	25%	8%	100%
Almi Invest Småland & Öarna	26%	41%	22%	11%	100%
Almi Invest Sthlm	22%	30%	40%	8%	100%
Almi Invest Västsverige	24%	36%	31%	9%	100%
Almi Invest Västsverige Värmland	18%	34%	39%	9%	100%
Almi Invest Östra Mellansverige	17%	41%	30%	12%	100%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	18%	49%	27%	7%	100%
Partnerinvest i Norr AB	35%	38%	20%	7%	100%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	39%	30%	31%	0%	100%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	4%	27%	64%	5%	100%
Sydsvensk Entreprenörfond II	17%	26%	45%	12%	100%
Samtliga, genomsnitt	22%	36%	34%	8%	100%

Fördelning av privata saminvesterade *belopp* per typ av medinvesterare och fond

Fond	OK	PB	PP	Vet ej	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	19%	67%	8%	6%	100%
Almi Invest Småland & Öarna	34%	40%	16%	10%	100%
Almi Invest Sthlm	48%	28%	15%	9%	100%
Almi Invest Västsverige	40%	30%	10%	19%	100%
Almi Invest Västsverige Värmland	16%	51%	27%	5%	100%
Almi Invest Östra Mellansverige	36%	38%	14%	13%	100%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	59%	32%	8%	1%	100%
Partnerinvest i Norr AB	47%	35%	2%	15%	100%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	48%	26%	26%	0%	100%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	4%	34%	55%	7%	100%
Sydsvensk Entreprenörfond II	30%	24%	22%	24%	100%
Samtliga, genomsnitt	38%	34%	16%	12%	100%

Fördelning av antal privata *saminvesteringstillfällen* (ny- + följdinvesteringar) utifrån medinvesterarens geografiska hemvist

Fond	I regionen	Utanför regionen i Sverige (NUTS)	Utanför Sverige i Norden/EU	Utanför Norden & EU	Vet ej	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	41%	42%	5%	1%	11%	100%
Almi Invest Småland & Öarna	27%	59%	4%	0%	10%	100%
Almi Invest Sthlm	55%	24%	11%	3%	6%	100%
Almi Invest Västsverige	56%	19%	0%	0%	24%	100%
Almi Invest Västsverige Värmland	46%	32%	5%	0%	17%	100%
Almi Invest Östra Mellansverige	42%	37%	3%	1%	18%	100%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	57%	31%	1%	2%	9%	100%
Partnerinvest i Norr AB	59%	23%	4%	1%	14%	100%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	42%	50%	4%	2%	1%	100%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	80%	3%	9%	1%	7%	100%
Sydsvensk Entreprenörfond II	70%	13%	3%	4%	11%	100%
Samtliga, genomsnitt	52%	30%	5%	1%	13%	100%

Fördelning av privata saminvesterade *belopp* utifrån medinvesterarens geografiska hemvist

Fond	I regionen	Utanför regionen i Sverige (NUTS)	Utanför Sverige i Norden/EU	Utanför Norden & EU	Vet ej	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	38%	46%	9%	1%	6%	100%
Almi Invest Småland & Öarna	33%	46%	17%	0%	4%	100%
Almi Invest Sthlm	68%	17%	6%	4%	5%	100%
Almi Invest Västsverige	54%	21%	0%	2%	22%	100%
Almi Invest Västsverige Värmland	55%	33%	2%	0%	10%	100%
Almi Invest Östra Mellansverige	33%	44%	13%	0%	9%	100%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	86%	12%	0%	0%	2%	100%
Partnerinvest i Norr AB	64%	17%	9%	0%	9%	100%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	41%	47%	8%	4%	0%	100%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	76%	4%	10%	1%	9%	100%
Sydsvensk Entreprenörfond II	33%	25%	12%	6%	24%	100%
Samtliga, genomsnitt	52%	28%	8%	2%	10%	100%

Bilaga 7

Fondernas portföljsammansättning t.o.m. Q3 2015

Utvalda nyckeltal

Fond	Antal portföljbolag (totalt)	Investerat kapital (ERUF+offentlig medfinansiering), Mkr	Privat medinvestering per investerad fondkrona	Fondvärde år 2014 (2009 = 100%)	IPEVC-värde Q1 2015
Almi Invest Norra Mellansverige	28	88,7	1,4	49%	79%
Almi Invest Småland & Öarna	39	100,1	1,3	69%	110%
Almi Invest Sthlm	30	120,5	1,8	84%	105%
Almi Invest Västsverige	50	195,2	1,5	92%	99%
Almi Invest Västsverige Värmland	11	38,4	1,5	74%	71%
Almi Invest Östra Mellansverige	45	151,6	1,4	81%	72%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	15	143,5	1,1	Data saknas	Data saknas
Partnerinvest i Norr AB	44	163,7	1,3	61%	Data saknas
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	39	106,7	1,8	49%	67%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	20	35,5	2,4	74%	72%
Sydsvensk Entreprenörfond II	18	11,3	1,8	62%	(avser genomsnitt av SEF I och II)
Summa	339	1255,2	1,5	71%	89%

Antal investeringar (portföljbolag) per fond och investeringarnas status

Fond	Aktiva investeringar	Delxits	Exits	Konkurser	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	21	1	2	4	28
Almi Invest Småland & Öarna	27	5	3	4	39
Almi Invest Sthlm	21	4	2	3	30
Almi Invest Västsverige	35	5	6	4	50
Almi Invest Västsverige Värmland	4	7	-	-	11
Almi Invest Östra Mellansverige	32	5	6	2	45
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	7	2	4	2	15
Partnerinvest i Norr AB	25	7	6	6	44
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	24	-	6	9	39
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	10	-	8	2	20
Sydsvensk Entreprenörfond II	13	2	2	1	18
Summa	219	38	45	37	339

Fördelning av antal investeringar (portföljbolag) efter branschtillhörighet

Fond	ITC	IND	HAND	LS	CL	ÖVR	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	32%	25%	25%	4%	14%	0%	100%
Almi Invest Småland & Öarna	31%	28%	10%	10%	10%	10%	100%
Almi Invest Sthlm	63%	3%	10%	20%	3%	0%	100%
Almi Invest Västsverige	42%	14%	4%	24%	14%	2%	100%
Almi Invest Västsverige Värmland	36%	9%	27%	18%	9%	0%	100%
Almi Invest Östra Mellansverige	38%	22%	13%	18%	9%	0%	100%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	0%	33%	13%	0%	7%	47%	100%
Partnerinvest i Norr AB	20%	20%	25%	9%	7%	18%	100%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	26%	26%	28%	3%	5%	13%	100%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	40%	10%	15%	25%	10%	0%	100%
Sydsvensk Entreprenörfond II	17%	22%	0%	33%	11%	17%	100%
Summa	33%	20%	15%	14%	9%	8%	100%

Definitioner av branscherna:

- *IT/Telekommunikation (ITC)*: Inkluderar datasystem, konsumtionselektronik, hårdvara, elektroniska komponenter, kretskort, halvledare, mjukvara, övriga tjänster inom IT, radio och tv, publikationer och manus, kommunikationstjänster, telekommunikation, videokonferenser, IP-telefoni, hårdvara inom telekom och internetteknologi
- *Life Science (LS)*: Inkluderar bioteknologi, medicinteknik, sjukvårdstjänster, medicinteknisk utrustning med tillhörande mjukvara, läkemedel, apotek och andra sjukvårdsrelaterade tjänster
- *Industri/Transport (IND)*: Inkluderar kemiska produkter, affärsrelaterade och industriella produkter och tjänster, mätsystem, avläsningsutrustning, kontrollsystem, tillverkning och transporttjänster
- *Handel (HAND)*: Tillverkning och distribution av konsumtionsvaror samt konsumtionsrelaterade tjänster såsom utbildning, sport och underhållning, offentliga tjänster samt hotell och restaurang
- *Energi/Miljöteknik (CL)*: Inkluderar förnybar energi, kol- och metallmalm, gas och olja, energirelaterade tjänster och övrigt inom energi- och miljöteknik
- *Övrigt (ÖVR)*: Inkluderar byggsektorn, fastigheter, finansiella tjänster och jordbruk

Fördelning av antalet nyinvesteringar per fond efter portföljbolagens fas vid nyinvesteringstillfället

Fond	Sådd	Start	Expansion	Summa
Almi Invest Norra Mellansverige	4%	29%	68%	100%
Almi Invest Småland & Öarna	8%	36%	56%	100%
Almi Invest Sthlm	3%	17%	80%	100%
Almi Invest Västsverige	0%	20%	80%	100%
Almi Invest Västsverige Värmland	9%	45%	45%	100%
Almi Invest Östra Mellansverige	2%	24%	73%	100%
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland	0%	57%	43%	100%
Partnerinvest i Norr AB	0%	36%	64%	100%
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	0%	49%	51%	100%
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	45%	45%	10%	100%
Sydsvensk Entreprenörfond II	0%	17%	83%	100%
Samtliga, genomsnitt	5%	32%	63%	100%

Definitioner av faserna:

- *Sådd*: analys, bedömning och utveckling av ett nytt koncept före nyetableringen
- *Start*: produktutveckling och inledande marknadsföring hos företag som ännu inte har sålt sin produkt eller tjänst på affärsmässiga grunder och ännu inte gör någon vinst
- *Expansion*: finansiering av tillväxt och expansion i ett företag som kan göra ett nollresultat eller gå med vinst – finansieringen används för att öka produktionskapaciteten, för marknads- eller produktutveckling eller som ytterligare rörelsekapital

Bilaga 8

Kategorier av icke-finansiella värden i riskkapitalinvesteringar

Följande kategorier och definitioner av icke-finansiella tillskott (kompetens/nätverk) har använts i utvärderingens enkätundersökningar till fondernas investment managers och VD:ar, privata medinvestorer och portföljbolag:

Hjälp med relevanta kontakter och nätverk till externa aktörer: innefattar utåtriktade, proaktiva aktiviteter för att skapa viktiga kontakter mellan portföljbolaget och viktiga externa aktörer: t.ex. potentiella kunder och andra potentiella finansierare

Kompetensförsörjning/rekrytering av interna nyckelpersoner: innefattar uppsökande/identifiering av nyckelpersoner till portföljbolaget, t.ex. potentiella styrelsemedlemmar och potentiell personal. Kan innefatta även andra rekryteringsaktiviteter, såsom inhämtande av referenser och förhandlingar om anställningsvillkor med både befintlig nyckelpersonal i portföljbolaget eller med potentiell ny kompetent personal

Framtagande av formella system och strukturer för att utveckla management i företaget: t.ex. framtagande av avtal, ekonomisystem och ekonomiska/finansiella nyckeltal (s.k. key performance indicators)

Direkt management och operativt arbete i företaget: innefattar aktiviteter där fonden tar en aktiv roll i företagets dagliga arbete, t.ex. genom att medverka i externa säljmöten i delta i företagets aktiva planering. Dessa aktiviteter är "hands-on" och kompletterar dem som görs av företagets eget management team men innefattar inte aktiviteter som företagets styrelse ägnar sig åt)

Hjälp med kontroll och uppföljning: innefattar att hämta in, följa upp och analysera t.ex. ekonomiska nyckeltal, säljstatus, finansiellt utfall, kassaflödesprognos och effektivitet i portföljbolaget. Dessa aktiviteter motsvarar sådana som en styrelse ägnar sig åt, men inte direkt management/operativt arbete i företagets dagliga arbete

Strategiarbete som stöd till företagets långsiktiga planering: innefattar aktiviteter med syfte att skapa långsiktigt strategiskt fokus i företaget, t.ex. utveckling av affärsplaner och långsiktig strategisk planering)

Bollplank för idéer/mentorskap: innefattar aktiviteter av mindre formell karaktär än kategorierna ovan, t.ex. coaching och rådgivning i rådgivning i olika frågor som kan uppstå spontant vid behov

De olika typerna har tagits fram utifrån en forskningsöversikt¹¹¹ samt i dialog med representanter för fonderna. Det finns flera utmaningar med att studera behov av och effekter av investerarnas icke-finansiella engagemang i portföljbolag:

¹¹¹ Large, D. och Muegge, S. (2008)

- Forskningsläget är osäkert: olika studier använder olika kategoriseringar, det råder oklarhet kring vilka typer av tillskott som skapar mest nytta för portföljbolagen och vilka resultatindikatorer som bör användas för att fånga denna nytta
- Företagen vet inte alltid vad de behöver: en poäng med att ta in externa investerare i företaget är att dessa genom erfarenhet och kompetens kan identifiera företagets behov, ställa krav och styra upp verksamheten
- Entreprenörer i företag som utvecklats positivt kan vara benägna att tillskriva sig själv äran för detta, medan entreprenörer i företag som inte utvecklats positivt kan vara benägna att skylla detta på de externa investerarna.

Tillväxtverket

Swedish Agency for Economic
and Regional Growth

Tel 08-681 91 00
tillvaxtverket.se



Rapport 0195

Regionala riskkapitalfonder
Slututvärdering 2015