



Kompetent kapital?

- Tre länder, tre försök

Rapporten är den andra av totalt fyra med koppling till Tillväxtanalys uppdrag att utvärdera den svenska satsningen med regionala riskkapitalfonder. Här återges och diskuteras erfarenheter från statliga kapitalförsörjningsinitiativ i Skottland, Finland och Norge. Viktiga lärdomar finns att hämta inom områden som kontextuell förståelse, långsiktighet, incitamentstruktur, geografisk dimension och design av policyåtgärd.

Dnr 2009/055
Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser
Studentplan 3, 831 40 Östersund
Telefon 010 447 44 00
Telefax 010 447 44 01
E-post info@tillvaxtanalys.se
www.tillvaxtanalys.se

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

Förord

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser (Tillväxtanalys), fick redan i 2009-års regleringsbrev uppdraget att utvärdera de insatser som görs i syfte att öka det regionala utbudet av ägarkapital under perioden 2009–2014 inom ramen för de åtta regionala strukturfondsprogrammen. Uppdraget ska redovisas med hjälp av tre delrapporter och en slutrapport. Den första rapporten *Staten och riskkapitalet* avrapporterades till regeringen 2010-03-15. Föreliggande delrapport *Kompetent kapital?* är således den andra i ordningen. Tyngdpunkten ligger enlighet med uppdragsformuleringen i 2011 års regleringsbrev på fördjupade fallstudier av liknande internationella kapitalförsörjningsinsatser. Erfarenheter har inhämtats från satsningar i Skottland, Finland och Norge.

I de tre undersökta satsningarna beskrivs dels upplägg, dels involverade aktörers erfarenheter. I samtliga tre fall försöker staten på olika sätt att involvera det privata kapitalet. Bakom denna konstruktion ligger ambitioner om att: (i) säkra kapitaltillförsel till företag med tillväxtpotential; (ii) i synnerhet rikta insatserna till tidiga faser och under stor grad av osäkerhet samt (iii) förbättra ”tunna” kapitalförsörjningsmarknader.

Dessa tre delsyften innebär sammantaget en utmaning att hantera ur ett policyperspektiv och studien visar på olikheter i upplägg och prioriteringar.

Lärdomar har samlats i fem nyckelområden: kontextuell förståelse, incitamentstruktur, design av policyåtgärd, geografisk dimension samt långsiktighet.

Informella investerare – affärsänglar – framträder som en viktig grupp, inte minst när det gäller tidiga satsningar och geografisk närvaro. Här saknas relevant kunskap och Tillväxtanalys föreslår därför en fördjupad internationell studie där erfarenheter om främjandeåtgärder mot denna grupp studeras närmare.

Rapporten har skrivits av analytiker Jörgen Lithander (projektledare, Tillväxtanalys), Roger Sørheim, professor vid Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse ved Norges Teknisk-Naturvitenskapelige Universitet (NTNU) och Handelshøgskolen i Bodø samt Dr. Einar Rasmussen (Handelshøgskolen i Bodø, Universitetet i Nordland).

Rapporten är således också tvåspråkig. Kapitel 1, 2 och 4 är skrivna på svenska medan kapitel 3 är skrivet på norska. Sammanfattningen är både på norska och svenska samt i en engelsk version.

Östersund, november 2011

Dan Hjalmarsson
Generaldirektör

Innehåll

Sammanfattning	7
Summary	13
1 Introduktion	19
1.1 Uppdraget.....	19
1.2 Rapportens disposition	20
1.3 Bakgrund.....	20
1.3.1 Satsningen.....	20
1.3.2 Tidigare rapport från Tillväxtanalys.....	23
2 Svenska regionala riskkapitalfonder – några reflektioner i halvtid.....	26
2.1 Uppbyggnad.....	26
2.2 Strukturer och uppdrag.....	26
2.3 Investeringar.....	27
2.3.1 Volym.....	27
2.3.2 Avkastning och additionalitet	27
2.4 Geografi.....	30
2.5 Samspelande aktörer	31
2.6 Fortsättningen	32
3 Kan private investorer gjøre offentlig kapital smartere? Tre hybride såkornordninger for vekstbedrifter i Finland, Norge og Skottland.....	33
3.1 Inledning.....	33
3.2 Hvilke bedrifter har behov for ekstern finansiering?	35
3.2.1 Aktuelle private kapitalkilder	36
3.2.2 Utfordringene i kapitalmarkedet for bedrifter tidlig fase.....	37
3.2.3 Offentlig involvering	39
3.2.4 Er det et regionalt kapitalgap?	41
3.3 Metode	44
3.4 Casebeskrivelser	46
3.4.1 Finland – VIGO programmet.....	46
3.4.2 Skottland – Scottish Co-Investment Fund.....	49
3.4.3 Norge - den norske såkornordningen.....	58
3.5 Diskusjon.....	67
3.5.1 En oppsummerende sammenligning.....	67
3.5.2 Bærekraftige modeller for såkornsatsing?	71
3.5.3 Utfordringer ved evalueringer hybride såkornmodeller	72
3.5.4 Implikasjoner i lys av en svensk kontekst	73
4 Policydiskusjon	74
4.1 Länderna	74
4.2 Diskusjon.....	74
Utvärdering.....	75
Långsiktighet	75
Kontext	76
Design	78
Geografi.....	79
4.3 Framtid	81
Referenser.....	83
Kapitel 1, 2 samt 4	83
Kapitel 3.....	85

Sammanfattning

Svenska regionala riskkapitalfonder – några reflektioner i halvtid

Satsningen med svenska regionala riskkapitalfonder startade formellt år 2009. Vid den tidpunkten fanns inte förutsättningar för full verksamhet. Genom fondernas eget arbete och med konstruktivt stöd från Tillväxtverket och följeforskarna (Ramböll) har arbetet alltmer tagit form. Kunskap och förståelse om regelverket har ökat, strukturer har upparbetats och investeringstakten har tagit fart.

Under år 2011 har fondernas *investeringstakt* uppmärksammats i anslutning till risken för återbetalningar till EU-kommissionen. Fonderna har av allt att döma hanterat detta i volym. De senast tillgängliga siffrorna (september 2011) visar att 127 investeringar hittills har utförts. Totalt, inkluderande såväl offentligt som privat kapital, har 957 miljoner kronor investerats. Av de tillgängliga ERUF-medlen har ungefär en tredjedel, 178 miljoner kronor, nyttjats.

Förväntningar på *avkastningsnivåer* skiljer sig mellan fonderna och de privata medinvestörarna. Det är troligt att fondernas lägre förväntan, åtminstone delvis, speglar den bredare målstruktur som de har att förhålla sig till.

Frågan om *additionalitet* är metodologiskt svår att hantera. Från det material som finns att tillgå kan en försiktig tolkning vara att satsningen så långt verkar ha utgjort en hävstång för privata investeringar som därmed växlats upp. Additionalitet förefaller föreligga för en knapp majoritet av investörarna. Eventuella undanträngningseffekter (för privata investörer) kan inte bedömas, men inte heller helt uteslutas. Det är Tillväxtanalys uppfattning att det är viktigt att dessa undersökningar görs regelbundet och med så bra dataunderlag som möjligt.

Fondernas träffsäkerhet när det gäller investeringar i *tidig fas* anses ligga väl inom satsningens intentioner.

Upplägget med regionala riskkapitalfonder knutna till ett specifikt programområde medför att den *geografiska dimensionen* blir viktig. Förutsättningarna för varje enskild fond är långt ifrån identiska.

Erfarenheter från Norge och den tidigare svenska pilotsatsningen visar på en del brister när det gäller *samarbete* mellan fonderna själva och andra aktörer. Det är därför angeläget att samarbete och erfarenhetsutbyte i nuvarande satsning både uppmuntras och faktiskt sker. En gemensam målbild är viktig för att underlätta samarbetet, men inte enkel att uppnå.

En av de frågor som blir allt viktigare över tid är *exit-möjligheter*. Detta kan vara en konkret fråga där erfarenhetsöverföring mellan fonderna kan spela en betydelsefull roll.

Generellt finns en brist på *systematiska utvärderingar* av statliga insatser på kapitalförsörjningsmarknaden. Den svenska satsningen har potential att bidra med många erfarenheter. Detta kräver givetvis data av god kvalitet. Det är därför mycket viktigt att förutsättningarna för en sådan datainsamling säkras.

Den *halvtidsrapport* som Ramböll producerat i egenskap av upphandlad ”följeforskare” innehåller många relevanta aspekter. Förhoppningen är att berörda aktörer på allvar tar del av rapporten och att det påbörjade samarbetet fortsätter att utvecklas.

Internasjonal fordypningsstudie

Hovedformålet med denne studien har vært å kartlegge erfaringer med hybride såkornmodeller i Finland, Norge og Skottland. Dette med hensyn til overordnede mål, organisering, effekter, incentiver og geografisk innretning.

I *Skottland* ble Scottish Co-Investment Fund (SCF) etablert i 2003. Med bakgrunn i en allerede etablert satsing på å utvikle ”business angels networks” (BAN) utviklet man en transparent saminvesteringsmodell hvor Scottish Enterprise godkjenner partnere i ordningen. Partnere i ordningen (typisk investornettverk og venturefond) gjør da arbeidet med å identifisere, evaluere og forhandle fram avtaler med aktuelle vekstbedrifter. SCF går da inn og saminvesterer med inntil 50 prosent og gjør dette på eksakt samme betingelser som de private aktørene. Investeringsbeslutningen ligger således hos partnerne i ordningen. I selve ordningen ligger det ikke andre risikoavlastningselementer, men det må sees i lys av at man i Storbritannia har svært gunstige individuelle skatteincentiver som gir skattelette på investert beløp (*front end*) og også skattelette på eventuell gevinst (*back end*). Evalueringer viser at ordningen har bidratt til en betydelig utvikling av robuste investeringsmiljøer som investerer i tidlig fase. Videre tar disse investorene ofte en aktiv strategisk og noen ganger også operativ rolle i de prosjekter som de velger å investere i. De økonomiske effektene av ordningen er foreløpig usikre, kun et fåtall bedrifter har hatt en exit som har gitt betydelig avkastning. Dette må også sees i lys finanskrise og at det ofte tar mellom syv og ti år å utvikle nye lønnsomme vekstbedrifter. Det er likevel grunn til å stille spørsmål om det har vært tilstrekkelig fokus på exit og om det er tilstrekkelig exit-kompetanse i de relativt unge investeringsmiljøene som er etablert.

I *Finland* har man eksperimentert med ulike ordninger som er ment å stimulere framveksten av nye høyvekstbedrifter. Dette har blant annet vært ordninger i form av ulike typer tilskudd til potensielle vekstbedrifter, ordninger for å stimulere framveksten av nye bedrifter og ulike former for statlige såkornfond. Ut fra en erkjennelse av det finnes prosjekter med et betydelig vekstpotensial som trenger større kapital og kapitaltilførsel etablerte man i 2009 VIGO programmet som var sterkt inspirert av Yozma ordningen i Israel. Gjennom dette programmet vil man etablere et ”fast track” til finansiering og samtidig tilføre kompetanse til bedriftene. Dette skjer ved å incentivere forretningsutviklere med internasjonal erfaring. I programmet valgte man i første omgang ut seks spesialiserte investeringsmiljøer (VIGO) bestående av serieentreprenører, investorer og forretningsutviklere med internasjonal erfaring. Poenget er at disse VIGOene med sin kompetanse, erfaring og nettverk kan bidra til at flere og bedre ideer med vekstpotensial realiseres. Programmet er fremdeles i en tidlig fase, men kan vise til flere case hvor man etter kort tid har fått plass betydelig finansiering fra internasjonale venturefond. Samtidig er det en betydelig frustrasjon i flere miljøer knyttet til at de statlige aktørene Seed Vera Venture og Tekes gjør selvstendige vurderinger av det enkelte case i tillegg til utvelgelsen som gjøres av hvert VIGO-miljø.

I *Norge* har man gjennom den norske såkornordningen hatt to runder med regionale og nasjonale såkornfond. I den norske ordningen har man valgt en tradisjonell venturemodell med ”general” og ”limited” partners. Staten har gått inn i fondene med ansvarlig lån som matcher den private kapitalen. I tillegg har man et tapsfond hvor inntil 25 prosent av lånekapitalen kan avskrives mot realiserende tap (maksimalt 50 prosent av tapet i den enkelte investering). Den første runden med såkornfond som ble etablert i 1998 har gitt elendig avkastning; kun en håndfull av investeringene har gitt en betydelig avkastning. I evalueringer gjort av første runde ble de mangelfulle resultatene relatert til at:

risikoavlastningen var for liten, manglende kompetanse i forvaltermiljøene, alt for små fond og at modellen med ansvarlige lån ikke har vært heldig. I runde to med såkorn fra 2006 og utover ble det etablert distriktsrettede og landsdekkende såkornfond, totalt ni fond. Her forsøkte man å avhjelpe en del av manglene fra runde en ved å ha større fokus på valg av forvalter (krav til at det er på plass et kompetent forvaltermiljø), fondene er langt større og det legges opp til erfaringsutveksling mellom de ulike fondene. Videre ble det ansvarlige lånet gitt med noe bedre betingelser. Men fremdeles sliter man med at man ved denne modellen har en situasjon hvor de private aktørene må bære fondets forvaltningskostnader, det gjør at forvaltningen sett fra de private investorenes side blir kostnadskrevene. Videre har fondene blitt kritisert for at de i for liten grad faktisk gjør reelle såkorninvesteringer. Fra fondenes side forklares dette med at staten ikke gir fondene nok forutsigbarhet. Såkornordningen i Norge er ingen ”permanent” modell og man går nå og venter på signaler fra Nærings- og handelsdepartementet om hvordan denne skal utvikles videre. Dette gjør at man får liten dynamikk og beskjedent bidrag til utviklingen av vedvarende robuste forvaltermiljø.

I alle tre ordningene forsøker man på ulike måter å *involvere den private kapitalen* slik at man i større grad enn tidligere får fokus på investeringer i bedrifter med reelt vekstpotensial. I dette ligger det også et dilemma i forhold til hva som er hovedmålet med ordningene.

- For det *første* forsøker man å involvere private aktører slik at man sikrer seg at det gjøres investeringer i prosjekter som reelt sett kan ha et betydelig vekstpotensial.
- *Samtidig* er det helt klart ønske og intensjon om at aktørene skal gjøre investeringer i svært tidlig fase, det vil si investeringer under genuin usikkerhet (gjerne i forskningsbaserte spin-offs fra universitets- og instituttsektoren). Dette er ikke alltid forenlig med risikoviljen til den private kapitalen.
- For det *tredje* er det helt klart et ønske om å utvikle ”tynne” kapitalmarkeder, slik at de blir sterkere med hensyn til kapital og kompetansetilførsel (spesielt i forhold til fase og bransje og i noen grad også til region).

Det er åpenbart svært krevende å adressere alle disse hovedmålsetningene i en og samme ordning. I de tre kartlagte ordningene ser vi at dette er vektlagt forskjellig, noe som har konsekvenser for innretningen på ordningene. I studien er det VIGO programmet som sterkest vektlegger *kompetansedimensjonen*. Her legges det vekt på at VIGO akseleratorene skal være involvert svært tidlig. Det legges opp til at partnerne skal ha en nærmest operativ involvering for å utvikle det enkelte case slik at det kan posisjoneres mot nasjonale og internasjonale investorer i løpet av en periode på ett til to år. I den skotske ordningen er det også et poeng at man involverer ”business angels networks” for å kunne tilføre strategisk og operativ kompetanse til porteføljebedriftene. I den norske modellen er også kompetansedimensjonen vektlagt, men her ser man en mer strategisk enn operativ involvering av partnerne i det enkelte såkornfond.

Denne studien viser også at utviklingen av ulike typer ordninger krever at man hensyntar den *historiske konteksten* de introduseres i. Ser man på SCF ordningen i Skottland er det åpenbart at den ikke ville blitt like vellykket uten de allerede eksisterende strukturene med skatteincentiver og nettverk av investorer. Det ville rett og slett ikke vært en infrastruktur som kunne dra nytte av initiativet. I dette tilfellet forsterket denne ordningen andre eksisterende virkemidler. I Finland ser man også at selv om de ulike aktørene er

velmenende så har man hatt utfordringer med å operasjonalisere ordningen innenfor rammen av de eksisterende virkemidlene i Finland.

Et annet sentralt poeng med studien er at satsingen på hybride såkornmodeller må være *langsiktig* og innebære stor grad av *forutsigbarhet* for å beholde interessen hos de private aktørene. Mangel på forutsigbarhet gjør at de private aktørene enten trekker seg ut eller opptrer mer forsiktig og reduserer sin planlagte investeringsaktivitet. Langsiktig er krevende for statlige myndigheter fordi man ønsker å se resultater raskt for å være trygg på at offentlige midler anvendes på en god måte. Dette er et dilemma siden det kan ta opptil 15 år før man kan gjøre en tilfredsstillende evaluering av denne typen ordninger. Dette innebærer at evalueringer av denne typen ordninger er krevende når det kommer til det å måle de økonomiske konsekvensene av den offentlige innsatsen for å utvikle kapitalmarkedet. Likevel er det fullt mulig å foreta ulike devalueringer underveis. Dette bør skje i tett samarbeid med aktørene som opererer de ulike ordningene. Operatørene samler jevnlig inn diverse data til internt bruk. Her ligger det et stort potensial til å gjøre følgevalueringer som kan gi offentlige myndigheter langt bedre beslutningsgrunnlag når de skal utvikle nye eller tilpasse eksisterende ordninger.

I *Sverige* har man valgt en modell som på mange måter kan minne om den norske såkornmodellen, men hvor den regionale dimensjonen er enda tydeligere. Med utgangspunkt i denne studien og tidligere forskning er det all grunn til å stille spørsmål om dette er en bra modell for Sverige. Det finnes en rekke studier som viser at regionale såkornfond svært sjelden lykkes kommersielt. Når man da har valgt en regional modell blir det viktig at man åpner opp for at disse tilpasses og opererer slik at de innretter seg optimalt til den regionale konteksten. Men det er ikke sannsynlig at en regional ordning som ikke har noen form av risikoavlastning skal lykkes med å levere god bedriftsøkonomisk avkastning til sine private og offentlige eiere. Samtidig er det åpenbart at mange av disse fondene kan spille en sentral rolle som regional utviklingsaktør, rett og slett fordi at forvaltermiljøene opparbeider seg kompetanse og erfaring som ikke finnes i mange av regionene fra før. Videre er det et spørsmål om man ved etableringen av denne typen fond klarer å inkludere serielle entreprenører i de ulike regionene. Det er nettopp disse som i mange tilfeller kan bidra med operativ og strategisk involvering i tidligste fasene av en bedrifts utvikling. Det er jo nettopp denne evnen til å bidra operativt så vel som strategisk som i mange tilfeller vil avgjøre om en potensiell vekstbedrift kan realisere sitt potensial.

Policydiskussion

I de tre undersøkte satsningarna beskrivs dels opplagg, dels involverade aktörers erfarenheter. I samtliga tre fall försöker staten på olika sätt att involvera det privata kapitalet.

Ur ett utvärderingsperspektiv kan konstateras märkbara brister i systematiska *utvärderingsansatser*. De utvärderingar som är gjorda är få till antalet och ger mer intryck av enskilda studier än delar i ett sammanhållet, långsiktigt, utvärderingssystem.

Sørheim och Rasmussens studie pekar på betydelsen av *långsiktiga* spelregler och *förutsägbarhet*. Statliga insatser med ojämna mellanrum, osäkerhet om förlängningar samt eventuella förändringar i opplagg och villkor riskerar dels att påverka aktörernas investeringsvilja (i volym och fas), dels att försvåra uppbyggnad av kompetenta miljöer.

En lärdom man kan dra av ovanstående är att vrida insatserna från korta, direkta policyåtgärder till mer indirekta, långsiktiga och systempåverkande riskkapitalstrategier

som incitamentsstrukturer och regelförändringar. Den långsiktiga utmaningen är dock att bygga upp och vidmakthålla en institutionell struktur som dels är stabil och långsiktig, dels stimulerar lärande och innovation.

De tre fallstudierna visar tydligt på *kontextens betydelse*. En överväldigande majoritet av de frågor vi i Sverige ställs inför är internationellt giltiga. Det betyder att metoder och lösningar från andra länder är högst relevanta även för oss. Utmaningen blir att ta till sig dessa utländska erfarenheter och samtidigt beakta den kontext där de utvecklats. I detta fall måste satsningar inom kapitalförsörjningsområdet tolkas utifrån faktorer som t.ex. historik, den finansiella marknadens karaktär och olikheter i näringsstruktur.

Med detta i beaktande kan konstateras att de skotska erfarenheterna pekar på förekomsten av affärsänglar (BA) och skatteincitament som två avgörande kontextuella faktorer för SCF:s framgångsrika implementering i landet. I Finland spelar affärsänglarna inte lika tydlig roll, men det finns ett nationellt affärsängelnätverk – Investor Extra. I Norge har kapital från BA bara utgjort en liten del av de totala investeringarna, men bedöms ändå spelat en viktig roll när det gäller att mobilisera institutionellt kapital. Frågan om skatteavdrag för investerare i tidig fas har väckts även i Finland, men har inte ännu erhållit tillräckligt politiskt stöd. I Norge har frågan däremot inte diskuterats i någon nämnvärd omfattning.

Även det historiska arvet påverkar hur nya satsningar uppfattas och lyckas i sin implementering. I Finland prövas en struktur som kraftigt avviker från tidigare hantering. Den snabba beslutsprocess som eftersträvas bygger på att VIGO-acceleratorernas värdering ska vara tillräcklig och att offentliga aktörer per automatik följer deras beslut. Detta är ett helt annat sätt att arbeta för Seed Vera Venture och TEKES än tidigare. Resultatet har också inledningsvis blivit en betydligt trögare beslutsprocess än vad som avsågs.

Den nu arbetande Företagsskattekommittén i Sverige kommer troligen bl.a. att föreslå avdragsmöjligheter för fysiska personer för riskkapitalinvesteringar. Det skulle kunna tänkas att vi i framtiden får se en *incitamentsstruktur* inom det svenska skatteområdet med inslag som påminner om det skotska systemet.

På en övergripande nivå kan frågas vad som är det *egentliga målet* med statens åtgärder? Eller annorlunda uttryckt, vad är det offentliga åtagandet? Finns det en långsiktig ambition att så långt som möjligt utveckla kapitalförsörjningsmarknaden så att behovet av statliga marknadsingripanden och punktinsatser kan reduceras? Eller ska målet betraktas som mer kortsiktigt där det är främjandet av ett mindre antal tillväxtföretag i specifika satsningar som står i fokus? Även om självklart båda aspekter kan hävdas vara betydelsefulla för en nation spelar det roll hur de prioriteras och kommuniceras.

Starkt förenklat kan vissa skillnader identifieras i de tre studerade fallens övergripande målsättningar. Finland satsar på få utvalda tillväxtföretag i mycket tidig fas, med affärsutveckling, snabb finansieringsaccess och internationell uppkoppling som huvudpunkter. Norge har en traditionell VC-modell där staten deltar genom att tillföra lånekapital. Inriktningen är innovativa tillväxtföretag, dessutom adderas en tydlig geografisk dimension genom regionala fonder. Skottlands SCF är mera marknadsutvecklande, att öka kapacitet och kompetens hos privata investerare. Samtliga satsningar berör ”tidig fas”.

Geografiska avgränsningar eller målsättningar har inkluderats på olika sätt i de tre länderna. Finlands VIGO-system är helt branschmässigt och har därmed enbart indirekt en

geografisk dimension. I Skottland finns inga uttalade geografiska överväganden. Samtidigt kan dock noteras att stimulansen av affärsängelnätverk har medfört att även investerare i rurala områden organiserat sig och inträtt på marknaden. Norge har en tydligt geografisk prägel på sin satsning med fyra nationella och fem regionala fonder. Målen för de senare är utmanande: tillföra kapital, kompetens och nätverk till kunskapsföretag med stor tillväxtpotential i områden som präglas av avfolkning och svag ekonomi. Dessa fonder är i praktiken rimligen mera att betrakta som regionala utvecklingsaktörer än distinkta såddfinansieringsfonder och bör kanske också bedömas utifrån detta.

Investerare vill gärna investera i sitt geografiska närområde och ha portföljföretagen inom ”räckhåll”. Orsakerna är intuitivt lättförklarliga – det blir lättare att finna case och lättare att sköta och övervaka dem.

Om det politiska målet är att förbättra riskkapitalförsörjningen i hela landet blir ovanstående erfarenheter en intressant bakgrund. Två tänkbara policyimplikationer kan göras. Ett första alternativ är att tilldela riskkapitalfonder snäva geografiska avgränsningar för att säkerställa var investeringar sker. Det andra alternativet är att arbeta med nationella fonder och komplettera med icke-finansiella främjandeinsatser mot aktörerna, s.k. *investor/investment readiness*-program. Väl genomförda insatser ökar sannolikheten för investeringsagerande, höjer kompetensen och minskar sökkostnader i båda grupper. Rimligen ökar därmed sannolikheten att aktiva informella investerare möter investeringsfärdiga företag i sitt närområde. Tillväxtanalys bedömer det senare alternativet som betydligt mer tilltalande än det förra.

Informella investerare framträder som en viktig grupp, inte minst när det gäller tidiga satsningar och geografisk närvaro. Tyvärr sammanfaller detta också med en oklar statistiskt situation. Tillväxtanalys föreslår därför en *fördjupad internationell studie* där erfarenheter från främjandeåtgärder mot denna grupp studeras närmare.

Summary

The Swedish regional venture capital funds – a few reflections at mid-term

The Swedish regional venture capital fund endeavour formally began in 2009. At the time, conditions did not permit full operations. Through the funds' own work and with constructive support from "the on-going evaluators" (Ramböll) and the Swedish Agency for Economic and Regional Growth (Tillväxtverket), the efforts have increasingly taken shape. Knowledge and understanding of the regulations have grown, structures have been developed and the rate of investment has gathered speed.

In 2011, the *rate of investment* has gained increased attention with the aim of avoiding repayments to the European Commission. All indications are that the funds have managed this in volume. The most recently available figures (September 2011) indicate that 127 investments have been made thus far. In total, SEK 957 million has been invested, including both public and private capital. Of the available European Regional Development Fund (ERDF) financing, around one third or SEK 178 million has been utilised.

Expectations on the *levels of return* differ between the funds and the private co-investors. It is likely that the funds' lower expectations, at least partially, reflect the broader target structure to which they must relate.

The issue of *additionality* is methodologically difficult to manage. From the material available, a cautious interpretation may be that the endeavour to-date appears to have constituted leverage for private investments that have thereby shifted up. Additionality appears to exist for a bare majority of the investors. Potential displacement effects cannot be assessed, but nor can they be ruled out entirely. The Swedish Agency for Growth Policy Analysis (Growth Analysis) believes that it is important that these studies are done regularly and with as good underlying data as possible.

The accuracy of the funds in terms of investments at an *early phase* is considered to be well within the intentions of the effort.

The arrangement with regional venture capital funds tied to a specific programme area makes the *geographical dimension* important. The conditions for every individual fund are far from identical.

Experiences from Norway and the previous Swedish pilot study indicate some deficiencies in terms of *collaboration* between the funds themselves and other stakeholders. Consequently, it is important that cooperation and experiential exchange in the current effort are both encouraged and actually take place. A shared vision is important in order to facilitate cooperation, but not easy to achieve.

One of the increasingly important issues over time is *exit opportunities*. This may be a concrete issue where experiential transfer between the funds may play a significant role.

In general, there is a shortage of *systematic evaluations* of national efforts on the capital supply market. The Swedish effort has the potential to contribute much experience. This naturally requires high quality data. It is therefore very important that the conditions for such data collection are secured.

The mid-term report produced by Ramböll in its capacity as the procured "on-going evaluators" includes many relevant aspects. It is hoped that the stakeholders involved earnestly study the report and that the initiated cooperation will continue to be developed.

International case study

The main purpose of this study has been to map experiences with hybrid seed funding models in Finland, Norway, and Scotland. More specifically, overarching goals, organization, effects, incentives, and geographical distribution have been under scrutiny.

In *Scotland*, the Scottish Co-Investment Fund (SCF) was established in 2003. Based on an already established initiative that aimed to develop business angel networks (BANs), this program established a co-investment model where the Scottish Enterprise approves the partners that will take part in the program. The program partners (typically investor networks and venture funds) are responsible for identifying, evaluating and negotiating deals with potential portfolio companies. When investing, SCF will co-invest up to 50 percent of the investment amount at the same conditions as the private actors. Therefore, the decision to invest is made by the program partners. There is no other risk-reducing elements in the program, but one has to bear in mind that the United Kingdom has very attractive individual tax incentives both on invested capital (*front end*) and realized returns (*back end*). Studies have shown that this program has been important in building robust investment networks that invest in early stage of a firm's life cycle. Moreover, these investors often take on a strategic role, and sometimes even an operational role, in the companies that they invest in. The economic effects of SCF are as of today uncertain, because only a couple of companies have been exited at a reasonable rate of return. This must be viewed in light of the financial crisis, and the fact that it take between seven and ten years to develop new, profitable growth companies. However, it is reasonable to question whether the emphasis on exit has been large enough, and if the investment networks have the necessary experience in facilitating successful exits.

The *Finnish* government has experimented with different programs to stimulate the population of growth ventures. Examples of such programs are: different types of monetary contributions to potential growth ventures, programs for stimulating the creation of new ventures, and different types of governmental seed funds. Realizing that high-potential projects need more capital, the VIGO-program, highly inspired by the Israeli Yozma-program, was established in 2009. This program intended to provide a fast track to financing and competence for high-potential companies. A key component in this program is the use of incentivized business developers. The program began by choosing six specialized accelerator networks (VIGOs) consisting of serial entrepreneurs, investors, and business developers with international experience. The rationale behind the establishment of the VIGOs was that the competence, experience, and network inherent in these networks could contribute to the realization and survival of high-potential ideas. The VIGO program is still in an early phase, but several projects has already succeeded in attracting significant amounts of capital from international venture capital funds. At the same time, however, several of the VIGOs have expressed frustration with the fact that the public actors Seed Vera Venture and Tekes make independent assessments of each project in addition to the evaluation conducted by each VIGO network.

In *Norway*, two rounds with regional and national seed funds have been set up by the Norwegian seed capital program. The program has been organized as a traditional venture capital model with general and limited partners. The government has committed liable loan

capital equal to the private capital infused. Additionally, a fund that is subject to claims from realized losses has been established, where 25 percent of the loan capital can be amortized (maximum percent of the loss in each project). The first round of seed funds, established in 1998, has given a non-satisfactory rate of return, and only a few of the investments have given a reasonable return. When evaluating the first round, the following explanations were found for the non-satisfactory return: insufficient risk-reducing mechanisms, lack of competence among the fund managers, too small funds, and a non-satisfactory liable loan capital model. In the second round of seed funds, established in 2006, a total of nine regional and national seed funds were established. By learning from the first round, the focus in this round was: more attention to the choice of fund managers (requiring competent fund managers), larger funds, and facilitating the sharing of experiences between the different fund managements. Moreover, the liable loan capital had slightly better conditions. Still, however, the private actors must bear the cost of management, making the fund management expensive seen from the private actors' side. As a consequence, the funds have been criticized for not making "real" seed investments. According to the funds themselves, this is due to lack of stable governmental regulations. The seed program in Norway is not a permanent model, and as of today the fund managements are waiting for signals from the Ministry of Trade and Industry of whether or not the program will be continued. This uncertainty implies lack of dynamic and makes the seed program a modest contributor to the development of sustained, robust networks of fund managements.

All of these three programs try to *involve private capital* in order to increase the emphasis on investments in companies with a real growth potential. This illustrates the following dilemma between the main objectives of the programs:

- *First*, the governments wish to engage private actors in order to ensure that investments are made in projects that have a large growth potential.
- *Second*, the programs' intentions are clearly to invest in projects in a very early phase, where the uncertainty is large and genuine. Examples of such projects are research-based spin-offs from universities. However, this intention is not always aligned with the risk-profile of private investors.
- *Third*, it is clearly a wish to develop "thin" capital markets, so that the strength of these markets increase with the supply of additional capital and competence (especially when considering phase and industry, but also to some degree when considering regions).

It is clearly demanding to address all of these goals in one program. In the three programs explored in this report, the goals are weighted differently, and as a consequence, the programs have different characteristics. The VIGO-program puts the strongest weight on the *competence dimension*. It is emphasized that the VIGO-accelerators should be involved in a very early phase of a company's life. The partners are almost expected to involve themselves in operational matters in the companies, in order to position them for domestic as well as foreign investments after a period of one to two years. A key objective in the Scottish program is to engage BANs that can supply strategic and operational competence to the portfolio companies. The competence dimension is also important in the Norwegian model, but the involvement from the general partners in each seed fund is more strategic than operational.

In addition, this study shows that the *historical context* needs to be taken into account when introducing and developing different programs. For instance, the SCF in Scotland would not have been as successful without the existing tax incentives and investor networks. In absence of this infrastructure, actors would not have been able to exploit the possibilities presented by the program. In this case the introduction of the program enhanced the effect of existing means. On the other hand, Finland has experienced difficulties when trying to operationalize the program with respect to the current set of means.

Another central finding in this study is that the focus on hybrid seed capital models must have a *long-term perspective*, and the government must enhance *stability* in order to maintain the interest from private actors. Lack of stability can make private actors terminate their investments, behave more risk-averse, or reduce their planned investment activity. To have a long-term perspective is difficult for the government, because the government wants to see quick results in order to ensure that public money are invested in a satisfying way. Bearing in mind that it could take 15 years before a satisfying evaluation of these programs can be undertaken, this is an obvious dilemma. Moreover, it is difficult for evaluations of such programs to measure the economic effects of the public money spent to develop capital markets. However, it is possible to undertake partial evaluations underway. Such evaluations should be conducted in close cooperation with fund managers in these programs, since these managers often collect data for internal use. By using this data, it is possible to conduct follow-up evaluations that can support the decision-making process when the government is going to adjust existing programs or developing new programs in a much better way than today.

The Swedish model is in many ways similar to the Norwegian seed model. However, the regional dimension is even more evident. With this study and previous research in mind, it should be questioned whether this model is a good solution for Sweden. Several studies have shown that regional seed funds struggle to succeed commercially. When a regional model has been chosen, it is important that the program is flexible and can be tailored to the regional context. It is not likely, however, that a regional program without some kind of risk-reducing mechanisms will deliver a reasonable rate of return to its private and public owners. At the same time, it is clear that these funds could play an important role for regional development, because the fund managers gather competence and experience that is not present in the regions. Another question is if the establishment of such funds engages serial entrepreneurs in the different regions. It is serial entrepreneurs that in many cases can provide the operational and strategic competence that is invaluable in the early phases of a company's lifetime. The operational as well as strategic advice from serial entrepreneurs could be determining for whether or not a prospective high-growth company will realize its potential.

Policy discussion

In the three efforts studied, the experiences of the involved stakeholders and the structures are described. In all three cases, the government is trying to involve private capital in various ways.

From an evaluation perspective, notable deficiencies can be confirmed in *systematic evaluation attempts*. Few evaluations have been done and they provide more of an impression of individual studies than parts of a cohesive, long-term evaluation system.

Sørheim and Rasmussen's study emphasizes the significance of *long-term* playing rules and *predictability*. Government efforts at irregular intervals, uncertainty regarding extensions and possible changes in structures and terms are at risk of influencing the stakeholders' desire to invest (in volume and phase) and making the building of competent environments more difficult.

One lesson that can be learned from the above is to shift the efforts from short, direct policy measures to more long-term, indirect and system-impacting venture capital strategies, such as incentive structures and regulatory changes. The long-term challenge is, however, to build up and maintain an institutional structure that is stable and long term on one hand, but stimulates learning and innovation on the other.

The three case studies clearly indicate *the significance of the context*. An overwhelming majority of the issues we face in Sweden are internationally applicable. This means that methods and solutions from other countries are highly relevant to us as well. The challenge is to take in these foreign experiences and, at the same time, take into account the context in which they developed. In this case, efforts in the area of the supply of capital must be interpreted based on such factors as history, the nature of the financial market and differences in the business structure.

With this in mind, it can be noted that the Scottish experiences point to the existence of business angels and tax incentives as two crucial, contextual factors for the Scottish Co-investment Fund's (SCF) successful implementation in Scotland. In Finland, business angels do not play as distinct a role, but a national business angel network does exist – Investor Extra. In Norway, capital from business angels has constituted a small part of total investments, but is still judged to have played an important role when mobilising institutional capital. The question of tax relief for investors in an early phase was also posed in Finland, but has not yet found sufficient political support. In Norway, the issue has, however, not been discussed to any mentionable extent.

Historical heritage also influences how new efforts are perceived and succeed in their implementation. In Finland, a structure is being tried that markedly deviates from previous handling. The strived for rapid decision process is based on the VIGO accelerators' valuation being adequate and public stakeholders automatically complying with their decisions. This is an entirely different way of working for Seed Vera Venture and TEKES than before. This has also initially resulted in a significantly more sluggish decision process than envisioned.

The now working Corporate Income Tax Committee in Sweden will probably propose possibilities of tax relief for natural persons for venture capital investments. In the future, we might possibly see an *incentive structure* in the Swedish tax area with elements reminiscent of the Scottish system.

On a general level, it can be asked what the *actual goal* is of the government's actions? Is there a long-term ambition to develop the capital supply market to the furthest extent possible so that need for government market intervention and selective measures can be reduced over time? Or should the goal be viewed as more short term where the promotion of a smaller number of growth companies in specific efforts is in focus? Although both aspects can naturally be said to be significant to a country, how they are prioritised and communicated plays a role.

In very simple terms, some differences can be identified in the overall objectives of the three cases studied. Finland is making a stake on few selected growth companies at a very

early phase, with business development, rapid access to financing and international connections as main points. Norway has a traditional venture capital model where the government participates by contributing lending capital. The emphasis is on innovative growth companies, and a clear geographical dimension is added through regional funds. Scotland's SCF seeks more to develop the market by increasing capacity and competence among private investors. All efforts concern an "early phase".

Geographic delimitations or objectives have been included in various ways in the three countries. Finland's VIGO system is entirely divided by industry and consequently only has an indirect geographic dimension. In Scotland, there are no express geographic considerations. However, at the same time, it can be noted that the stimulus of business angel networks has meant that investors in rural areas organised and entered the market. Norway has a clear geographic character in its efforts with four national and five regional funds. The objectives of the latter are challenging: contribute capital, expertise and networks to knowledge companies with considerable growth potential in the areas characterised by depopulation and a weak economy. In practice, these funds can reasonably be considered to be more regional development actors than distinct seed financing funds and should perhaps also be judged based on this.

Investors prefer to invest in their local geographic area and have portfolio companies within "reach". The reasons are intuitively easy to explain – it is easier to find cases and easier to take care of and monitor them.

If the political objective is to improve the supply of venture capital nationwide, the above experiences provide an interesting background. Two conceivable policy implications can be noted. The first alternative is to assign venture capital funds strict geographical delimitations to ensure where investments are made. The second alternative is to work with national funds and supplement with non-financial promotion efforts directed at the actors, so-called, *investor/investment readiness* programmes. Well-implemented efforts increase the likelihood of investment action, increase expertise and reduce the search costs in both groups. The likelihood that active informal investors meet investment-ready companies in their local area thereby reasonably increases. Growth Analysis deems the latter alternative to be significantly more attractive than the former.

Informal investors appear to be an important group, particularly in terms of early efforts and a geographic presence. Unfortunately, this also coincides with an unclear statistical situation. Growth Analysis therefore proposes an *in-depth international study* where experiences of promotional measures directed at this group are studied more closely.

1 Introduktion

Under perioden 2009-2014 pågår en kapitalförsörjningsinsats inom ramen för Sveriges åtta regionala strukturfondsprogram. Syftet är att öka det regionala utbudet av ägarkapital för mikro, små- och medelstora företag (SME). Investeringarna ska huvudsakligen avse tidiga skeden.¹ Det är första gången strukturfondsmedel i Sverige används i större riskkapitalsammanhang. Tolv regionala fonder (fondprojekt) har, i olika konstellationer, bildats. Bakom fonderna ligger aktörerna Almi Invest, Innovationsbron, Norrlandsfonden samt Sjätte AP-fonden. Satsningen omsluter totalt ca 2,5 miljarder kronor. Halva summan ska komma från privata riskkapitalaktörer och den andra hälften fördelas i lika delar på medel från europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) och regional offentlig medfinansiering.

Satsningen ska vara marknadskompletterande och revolverande. Med det förra avses att den inte ska tränga ut befintliga privata investeringar, med det senare att kapitalbasen på lång sikt inte ska minska. Investeringar sker alltid tillsammans med en privat aktör och på samma villkor som denne.

Kapitalförsörjningsinsatsen ska på olika sätt följas upp och utvärderas. Dels av Tillväxtverket (s.k. följeforskning), dels av Tillväxtanalys enligt uppdraget nedan.

1.1 Uppdraget

Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag avseende den svenska insatsen med riskkapital i strukturfonderna formuleras av regeringen i 2009, 2010 samt 2011 års regleringsbrev till myndigheten. Uppdraget i sin helhet ska redovisas med tre delrapporter (2010, 2011, 2013) och en slutrapport (2015). Av uppdraget framgår att utvärderingen ska kunna fungera som ett underlag för lärande inför eventuella framtida insatser av liknande karaktär. Tonvikt läggs vid erfarenheter från internationell forskning och empiri.

Föreliggande delrapport *Kompetent kapital?* är således den andra i ordningen från Tillväxtanalys inom detta uppdrag. I enlighet med uppdragsformuleringen i 2011 års regleringsbrev ligger tyngdpunkten i rapporten på fördjupade fallstudier av liknande internationella kapitalförsörjningsinsatser:

”Tillväxtanalys ska göra en sammanställning av internationell empirisk forskning som är inriktad på att undersöka effekter av liknande insatser. Generella slutsatser som kan dras från dessa studier ska lyftas fram. Internationella insatser som därvidlag bedöms särskilt intressanta ur ett svenskt policyperspektiv ska, om myndigheten bedömer det relevant, undersökas djupare i form av någon eller några fördjupade fallstudier.”

Denna rapport svarar upp mot det senare stycket och innehåller tre fördjupade fallstudier. Uppdraget ska avrapporteras till Regeringskansliet (Näringsdepartementet) senast den 15 november 2011.

¹ Under projektidens gång har ”tidig-begreppet” vidgats något och målgruppen definieras nu som SME i sådd-, uppstart eller expansionsfaser.

1.2 Rapportens disposition

Rapporten består av fyra kapitel. Efter detta första, introducerande, kapitel följer kapitel 2 med några kortare reflektioner på den hittillsvarande tiden för de svenska regionala riskkapitalfonderna. Kapitel 3 utgör rapportens tyngdpunkt med sina tre fördjupade fallstudier av statliga insatser för såddfinansiering i Skottland, Finland samt Norge. Fallstudierna har utförts av två norska forskare: Roger Sørheim (NTNU – Instituttt for industriell økonomi og teknologiledelse) och Einar Rasmussen (Handelshøgskolen i Bodø vid Universitetet i Nordland). I det avslutande kapitel 4 för Tillväxtanalys en policydiskussion baserad dels på erfarenheter från de tre fallstudierna, dels från den svenska riskkapitalinsatsen.

1.3 Bakgrund

1.3.1 Satsningen

Framväxtkontext

Satsningens tillkomst kan tillskrivas en kombination av diskussioner om kapitalbrist och EU-kommissionens förändrade syn på företagsinriktade insatser inom strukturfondsprogrammen.

Start och expansion av små och medelstora företag (SME) är en viktig del i den ekonomiska tillväxten. De flesta företag är på olika sätt beroende av någon form av externt kapital i dessa faser. En situation där investeringsfärdiga företag med stor tillväxtpotential inte finner finansiering är uppenbarligen ett tillväxthinder. En sådan obalans mellan det befintliga marknadsutbudet och företagens efterfråga diskuteras ofta (såväl i Sverige som i de flesta andra länder) i termer av ett ”kapitalgap”.²

Den europeiska regionala utvecklingsfondens (ERUF) uppgift är att stärka den ekonomiska och sociala sammanhållningen i EU genom att utjämna regionala skillnader. Bland annat finansieras direkta investeringsstöd till företag, finansieringsinstrument samt infrastrukturinvesteringar i vid bemärkelse.

Under slutet av 1990-talet förändrades finansieringsinsatserna mot företag inom ERUF. I de flesta EU-länder minskade andelen direkta projektbidrag. Istället ökade insatser där strukturfondsmedel användes till riskkapitalfonder eller motsvarande. I Sverige fortsatte dock de företagsinriktade finansieringsinsatserna i huvudsak att effektueras i form av direkta projektbidrag. Detta uppmärksammades också av EU-kommissionen. I en rapport från 2002 noterades att Sverige var ett av kvarvarande fyra länder som fortfarande enbart använde direkta bidrag i sina strukturfondsprogram. Inför programperioden 2000-2006 uppmanade Kommissionen medlemsstaterna att styra över medel i strukturfondsprogrammen från direkta bidrag till olika finansieringsformer som låne- garanti- och riskkapital. Argumenten var bl.a. mindre konkurrenssnedvridning och – genom ”revolverande fonder” – att skapa ett återflöde av kapital och garantiutrymmen.

² För en problematiserande diskussion om detta, se t.ex. Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”, avsnitt 3.6.1; 4.1 resp. 4.2

Sverige agerar

Med detta som bakgrund fattade regering och riksdag under år 2004 och 2005 beslut som möjliggjorde liknande satsningar även i Sverige³. En pilotsatsning med tre regionala riskkapitalfonder startade därefter under år 2005 med tydlig influens från Scottish Co-investment Fund (SCF). De tre fondernas aktiva investeringsperiod var under perioden 2005-2008. Under perioden investerades totalt 112 miljoner kronor i 62 portfölj företag. Förvaltning och realisering av utförda investeringar får pågå till och med sista december 2015.⁴

Förutsättningar och behov för ytterligare insatser undersöktes vidare. Under perioden 2007-2008 presenterade dels EIF⁵, dels Sweco Eurofutures AB⁶ två separata studier av den svenska kapitalförsörjningssituationen. Slutsatsen för den förra rapporten var att utbudet av extern finansiering har vissa brister – tydligast i företagens tidiga utvecklingsfaser. EIF påpekade även att Sverige verkade ha en komplex struktur med många små och delvis överlappande företagsfrämjande aktörer. I den senare rapporten identifierades ett gap mellan såddfasen och nästa steg där det kommersiella kapitalet på allvar träder in. I detta finansieringsgap framträder ett behov av kompletterande offentligt ägarkapital i intervallet 1–2 miljoner kronor upp till 10–20 miljoner kronor. Vissa regionala skillnader framträder också, t.ex. svårigheter att få banklån i inlandet och på mindre orter på grund av det låga andrahandsvärdet på fastigheter och anläggningar. För dessa områden pekas även på behovet av lånegarantier eller kompletterande lån med begränsade säkerheter.

Sammanfattningsvis sammanfaller således slutsatserna i Sweco Eurofutures rapport med EIF:s analys om vissa brister i det externa finansieringsutbudet. Ett behov hade identifierats. Genomförandemetod och organisation återstod att lösa.

Fondstruktur

Inledningsvis prövades möjligheter att bilda en eller flera nationella JEREMIE-holdingfonder.⁷ Trots stora ansträngningar medförde legala svårigheter (strukturfundsbestämmelser och upphandlingsregler) att det alternativet fick avföras. I stället valdes en regionalt baserad modell med riskkapitalfonder i landets åtta strukturfondregioner (NUTS 2)⁸. Under slutet av 2008 utlyste respektive regions strukturfondpartnerskap, tillsammans med förvaltande myndighet, en inbjudan till

³ Kapitalförsörjningsförordningen (1996:1188) kräver att riksdag och regering lämnar sitt godkännande innan statens medel eller övriga tillgångar används som ägarkapital i företag av myndigheter. Se t.ex. prop. 2004/05:1, Näringsutskottets betänkande, 2004/05:NU02; rskr. 2004/05:96

⁴ De tre projekten var Regioninvest Gotland AB, AB Vestra Partnerinvest (senare namnbyte till Partnerinvest i Mellansverige AB) samt Saminvest Mitt AB. För en utvärdering av pilotsatsningen se: Ramböll, (2011), ”Utvärdering: Pilotsatsning på regionala investeringsfonder”. För mer information om SCF se kapitel 3 i denna rapport.

⁵ EIF, (2007), *JEREMIE, Interim report for Sweden. SME Financing Gap Assessment*

⁶ SWECO EuroFutures, (2008), ”Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning i Sverige”.

⁷ JEREMIE är en akronym för Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises. Det är ett gemensamt initiativ mellan EU-kommissionen och Europeiska investeringsfonden. Syftet är att främja användningen av finansieringstekniska instrument för att öka små och medelstora företags tillgång till finansiering genom strukturfundsåtgärder. Se:

http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_sv.cfm#1

⁸ Varje region har utarbetat ett eget strukturfundsprogram för regional konkurrenskraft och sysselsättning som finansieras av ERUF och svenska offentliga medel. I varje region finns ett strukturfondpartnerskap vars huvuduppgift är att prioritera mellan ansökningar om projektstöd.

finansieringsaktörer att ansöka om ERUF-medel för delfinansiering av kapitalbasen i nya riskkapitalfonder. Ansökningarna resulterade i tolv fonder. Bakom de tolv fonderna står, i olika konstellationer: Almi Invest, Almi Företagspartner Mitt AB, Norrlandsfonden, Sjätte AP-fonden och Innovationsbron. Fördelat per programområde är bilden denna:

- *Övre Norrland*: Partnerinvest i Norr AB
- *Mellersta Norrland*: Saminvest Mitt AB; Mittkapital Jämtland och Västernorrland AB
- *Norra Mellansverige*: Almi Invest Norra Mellansverige AB; Almi Invest Västsverige AB (Värmland)⁹
- *Östra Mellansverige*: Almi Invest Östra Mellansverige AB
- *Stockholm*: Almi Invest Stockholm AB
- *Västsverige*: Almi Invest Västsverige AB (Västra Götaland/Halland)⁹
- *Sydsverige*: Sydsvensk Entreprenörskapsfond I; Sydsvensk Entreprenörskapsfond II¹⁰; Sydsvensk Entreprenörskapsfond III¹⁰
- *Småland och Öarna*: Almi Invest Småland och Öarna AB

Kapital, metod och mål

De tolv fondernas kapitalbas varierar från 36 till 200 miljoner kronor. Totalt summeras detta till 1,4 miljarder kronor. Kapitalet har två källor, hälften kommer från ERUF och den andra hälften från regionala finansiärer (regionförbund, länsstyrelser, regionala Almi Företagspartner etc). Till detta ska läggas minst lika mycket i förväntad privat, kommersiell, medfinansiering.

Åtgärden ska vara marknadskompletterande och revolverande. Med det förra avses att den inte ska tränga ut befintliga privata investeringar, med det senare avses att kapitalbasen på lång sikt inte ska minska. Investeringar sker alltid tillsammans med en privat, oberoende, aktör¹¹ och på samma villkor (*pari passu*) som denne. Den privata aktören ska minst gå in med samma belopp som den regionala, offentliga, riskkapitalfonden.

Målgruppen är mikro-, små- och medelstora företag (SME) och investeringarna ska huvudsakligen avse tidiga skeden¹². Investeringsintervallet är i normalfallet mellan en och tio miljoner kronor.

Målet med satsningen, dvs. fondernas faktiska uppdrag, är inte helt tydligt. Det övergripande syftet är att förbättra kapitalförsörjningen till SME i tidiga skeden och medverka till tillväxt i portföljföretagen. Till detta ska läggas målformuleringar om revolverande kapital, förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur, kompetensutveckling

⁹ Almi Invest betraktar fonden Västsverige (Värmland + V:a Götalands och Hallands län) som en fond. Ur ett finansieringsperspektiv (programområdesanknytning) har den här uppdelats på två: Västsverige Värmland respektive Västsverige V:a Götaland och Halland.

¹⁰ Entreprenörskapsfond II och III är bolagiserade i ett bolag med samma mål, syfte och process, dvs. kan i praktiken bedömas som en fond.

¹¹ Utan tidigare koppling till portföljföretaget. I normalfallet riskkapitalbolag, affärsängel eller annat företag som vill investera ägarkapital.

¹² Under projektidens gång har ”tidig-begreppet” vidgats något och målgruppen definieras nu som SME i sådd-, uppstart eller expansionsfaser.

av olika finansieringsaktörer, förbättrade samarbeten mellan finansieringsaktörer, horisontella krav (miljö, jämställdhet och integration) etc. En relativt utförlig måldiskussion har förts under satsningens första år i syfte att klarlägga vilka förväntningar och restriktioner som möter fondprojekten i denna satsning.¹³

Satsningens projektperiod sträcker sig mellan 1 januari 2009 och sista december 2014. De senast tillgängliga siffrorna (september 2011) visar att 127 investeringar hittills har utförts. Totalt, inkluderande såväl offentligt som privat kapital, har 957 miljoner kronor investerats. Av de tillgängliga ERUF-medlen har ungefär en tredjedel, 178 miljoner kronor, nyttjats.¹⁴

1.3.2 Tidigare rapport från Tillväxtanalys

Tillväxtanalys första rapport om den svenska satsningen med regionala offentliga riskkapitalfonder, *Staten och kapitalet*, lämnades till Regeringen den 15 mars 2010.¹⁵ I rapporten presenterades en metodbeskrivning, en internationell forskningsöversikt samt en avslutande policydiskussion. Nedan följer en kort sammanfattning av dessa tre delar.

Metoddiskussion

I metoddiskussionen visades, översiktligt, hur Tillväxtanalys avsåg att gå till väga för att lösa uppdraget i sin helhet. Efter en teoretisk genomgång framgick bl.a. att uppgiften genererar frågor som kräver två typer av utvärderingsansatser, dels en genomförandevärdering, dels en ex post utvärdering. Till den förra kategorin kan föras de internationella erfarenheter från forskning och utvärdering som ska inhämtas, sammanställas och sättas i relation till den svenska kapitalförsörjningsåtgärden. Till samma utvärderingskategori kan också adderas den analys som baseras på satsningens processerfarenheter. En ex post utvärdering ska även genomföras i form av en effektutvärdering efter åtgärdens avslut (tidigast år 2015) som ska undersöka eventuella orsakssamband mellan kapitalförsörjningsinsatser och portföljföretagens prestanda.

Forskningsöversikt

Utifrån rapportens internationella forskningsöversikt granskades fjorton olika statliga VC-program i åtta länder som på olika sätt har utvärderats. Denna genomgång sammanfattades i ett antal generella iakttagelser:

- Hypotesen om ett marknadsmisslyckande får ett begränsat stöd i forskningen. Det handlar snarare om rationellt agerande aktörer på små eller outvecklade marknader.
- Offentliga insatser skall komplettera den privata sektorn och inte konkurrera eller tränga ut den. Det är tydligt att detta är lättare sagt än gjort. Statliga VC-program hamnar ofta i kläm mellan å ena sidan kravet på additionalitet och å andra sidan kravet på att agera på lika villkor som den privata marknaden, vilket innebär en risk att man konkurrerar med den.

¹³ Se t.ex. Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”; Ramböll, (2010), ”Start av regionala riskkapitalfonder – uppdrag och lärdomar” samt Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder – implementering och lärdomar”.

¹⁴ Siffror från Tillväxtverket, (2011), ”Kvartalsuppföljning, Q3 2011 i ’Fondprojekten’”

¹⁵ Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”

- Den kontext som ett VC-program har att verka i är ofta en avgörande förklarande faktor till varför ett program lyckas eller misslyckas.
- Många offentliga VC-program har regionalpolitiska ambitioner. Man hoppas att venture capital skall skapa tillväxt i en region som saknar tillväxt. Det innebär ofta problem. Venture capital dras till tillväxtregioner, men skapar dem inte.
- Incitamentsstrukturer som stimulerar saminvesteringar från privata aktörer är betydelsefulla för ett VC-programs möjligheter att lyckas.

Tidig policydiskussion

I den tidiga policyreflektionen konstaterades att insatsen både innehåller möjligheter och utmaningar. Realistiska förväntningar måste finnas på venture capital. Samtidigt som det är ett oerhört kraftfullt finansieringsinstrument med dokumenterad förmåga att skapa tillväxt finns även behov av nyansering. Venture capital är en finansieringsform för ett begränsat antal företag med mycket hög tillväxtpotential. Ett litet antal lyckade investeringar kan ge exceptionell avkastning vid exit, men de flesta investeringar i tidiga skeden misslyckas eller ger mycket blygsam avkastning. Venture capital är inte lösningen för majoriteten av företag med finansieringsbehov. Venture capital kan inte själv vända en ekonomisk utveckling i regioner med ett svagt näringsliv.

Utgångspunkter för insatsen som *finansieringsgap*, *marknadsmislyckande* och *utbudsbrist* diskuterades och problematiserades i rapporten. Ett finansieringsgap kan, oavsett om det föreligger marknadsmislyckande eller marknadsrationalitet, betraktas som ett *problem* för samhällsekonomin i den mån nystartade företag med tillväxtpotential missgynnas.

Snarare än ett rent utbudsproblem diskuterades *kapitalförsörjningsmarknadens "viskositet"* (en glidande skala mellan "tunn" respektive "tjock"). En "tunn" marknad har förhållandevis få aktörer, vilket medför problem (tid och kostnader) att hitta varandra och sluta avtal. I en "tjock" marknad gäller motsatsen, här finns många aktörer som interagerar frekvent. Investeringar har tillräcklig storlek och managementkompetens för att både kunna utföra de investeringar som erfordras och även i övrigt kunna stödja portföljföretagen. I en sådan marknad finns även ett tillräckligt antal högkvalitativa rådgivare samt en fungerande och likvid exitmarknad. Desto mera inslag av den "tunna" marknaden ett land eller region har desto tydligare blir det att effektiva policyåtgärder måste innehålla mer än enbart ett ökat utbud av venture capital.

En slutsats av detta blir att det är viktigt att se insatsen i sin kontext. En policyinsats kan fungera *olika bra beroende på regionala förutsättningar*. Ett policyalternativ till en uniform insats är en anpassning av verktygen till de regionala förutsättningarna. Även insatser på efterfrågesidan och andra kapitalförsörjningsinstrument än venture capital skulle då kunna diskuteras.

De privata aktörernas mål om avkastning möter i insatsen ett flertal politiska mål och restriktioner. En av de stora utmaningarna är också själva *balansgången mellan politiska och kommersiella mål*.

Tydliga spelregler är alltid betydelsefulla. Tillväxtanalys konstaterade att en klarare och mer distinkt målstruktur definitivt hade underlättat för fonderna, förtydligat vilka förväntningar som ställs på dem samt reducerat behovet av komplicerade avvägningar. Det är mycket viktigt att målstrukturen framgent diskuteras och klargörs så långt som möjligt. I de möten som hittills hållits tillsammans med fonderna, Tillväxtverket och Ramböll har

också sådana diskussioner inletts, vilket Tillväxtanalys uppfattade som positivt och produktivt.

Slutligen, möjligheterna till lärande bedömdes goda. Ett bra samarbete hade påbörjats, dels mellan myndigheterna, dels med fonderna.

2 Svenska regionala riskkapitalfonder – några reflektioner i halvtid

Den svenska satsningen på regionala riskkapitalfonder är nu i halvtid. Även om svenska processerfarenheter inte står i centrum för denna rapport kommer nedan några kortfattade reflektioner att göras. För en mer detaljerad beskrivning av satsningen kan Rambölls halvtidsutvärdering rekommenderas.¹⁶

Inledningsvis finns anledning att stanna upp något vid vissa övergripande förutsättningar. Det svenska finansiella systemet är i grunden bankbaserat, dvs. bankerna har stor betydelse för kapitalförsörjning och riskhantering till skillnad mot t.ex. Storbritannien och USA där värdepappersmarknaderna spelar en större roll.¹⁷

I likhet med andra marknader består kapitalförsörjningsmarknaden inte enbart av utbud. Här finns även en heterogen efterfrågan, en mångfald ”produkter” och matchningsbehov. Riskkapital är *ett* av många finansieringsinstrument som finns att tillgå. En satsning som ökar *utbudet* av *riskkapital* måste då också värderas precis utifrån detta och inte som en universell lösning på ett kapitalförsörjningsproblem i vid bemärkelse.

2.1 Uppbyggnad

Satsningen med svenska regionala riskkapitalfonder startade formellt år 2009. Vid den tidpunkten fanns inte förutsättningar för full verksamhet. All personalrekrytering var inte klar, potentiella medinvestorer och portfölj företag var inte informerade om satsningen i önskvärd omfattning, regional medfinansiering var inte helt på plats och oklarhet rådde delvis om vilka regler och strukturer som egentligen gällde. För fyra av fonderna dröjde den första investeringen till år två (2010). För en av fonderna så sent som i oktober nämnda år. Majoriteten av fonderna låg således efter sin investeringsplan efter det första året.

Genom fondernas eget arbete och med konstruktivt stöd från Tillväxtverket och följeforskarna (Ramböll) har arbetet alltmer tagit form. Samarbete mellan fonderna har uppmuntrats och olika dokument med såväl problematiserande som förtydligande karaktär har producerats. Sammantaget har regelverket klarnat, strukturer upparbetats och investeringstakten ökat.

2.2 Strukturer och uppdrag

Utan att närmare beröra den process som så småningom utmynnade i beslutet om en svensk riskkapitalsatsning kan konstateras att det inledningsvis fanns många dokument som på olika vis formulerade målsättningar, villkor, inrapporteringskrav m.m. för verksamheten. Sammantaget medförde detta tolkningsproblem, osäkerhet och prioriteringsdiskussioner. Förutom komplicerade uppstarts förhållanden för de regionala fonderna och förvaltningsmyndigheten blev naturligtvis även kommunikationen om det konkreta marknadserbudet påverkad.

¹⁶ Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder”

¹⁷ Sverige, Tyskland, Japan, Österrike, Frankrike är exempel på bankorienterade marknader. Se t.ex. Jeng LA & Wells PC, (2000), “The determinants of venture funding: Evidence across countries”; Black BS & Gilson RJ, (1998), “Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets”.

Genom diskussioner, möten och så småningom i november år 2010 även ett ”förtydligande dokument” från Tillväxtverket har över tid de flesta frågetecken kunnat rätas ut.¹⁸

Exempel på viktiga frågeställningar som lyftes var:

- Vad betyder det att vara marknadskompletterande?
- Hur ska avkastningskravet (revolverande kapital) tolkas?
- Vad menas med att investera med oberoende privata kommersiella aktörer på marknadsmässiga grunder?
- Vilka krav och förväntningar finns kopplade till horisontella kriterier?
- Vilka krav ställs på geografisk närvaro i det egna programområdet för portföljföretagen?
- Hur kommer fondernas verksamhet sammantaget att bedömas?

Varje fråga kräver som framgår en särskild diskussion och bred förståelse för såväl den juridiska situationen som för investerarnas verklighet.

2.3 Investeringar

2.3.1 Volym

De senast tillgängliga siffrorna (september 2011) visar att 127 investeringar hittills har utförts. Totalt, inkluderande såväl offentligt som privat kapital, har 957 miljoner kronor investerats. Av de tillgängliga ERUF-medlen har ungefär en tredjedel, 178 miljoner kronor, nyttjats.¹⁹

Enligt gällande bestämmelser ska de ERUF-medel som inte investerats i portföljbolag minst en gång före 2014-12-31 betalas tillbaka till EU-kommissionen. Som tidigare nämdes i avsnitt 2.1 låg majoriteten av fonderna efter i sina investeringsplaner efter det första året. Under år 2011 har mycket av uppmärksamheten därför riktats mot fondernas investeringstakt. Detta är förstaeligt utifrån ett förvaltningsperspektiv, men inte lika självklart ur ett strikt samhällsekonomiskt perspektiv. Krav på utvecklingspotential, additionalitet, tidiga skeden m.fl. är datumlösa till sin natur. En lägre volym marknadskompletterande investeringar som ”träffar” kapitalförsörjningsgapet till fullo är med det senare synsättet bättre än större investeringsvolymer med undanträngningseffekter (*crowding out*), investeringar i senare faser eller med lägre utvecklingspotential etc.

Från följeforskarnas intervjuer med fonder, privata medfinansiärer, regionala finansiärer m.fl. finns också enstaka röster som specifikt nämner potentiella problem med volymfokusering och dess påverkan på investeringsurval.²⁰

2.3.2 Avkastning och additionalitet

Avkastningskrav och förväntningar har ofta diskuterats under satsningens första år.²¹ Ett centralt inslag i satsningen är den ”revolverande” ansatsen. Avkastning på investeringar

¹⁸ Tillväxtverket, (2010), ”Förutsättningar för fondprojektens genomförande”

¹⁹ Siffror från Tillväxtverket, (2011), ”Kvartalsuppföljning, Q3 2011 i ’Fondprojekten’”

²⁰ Se t.ex. Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder”, avsnitt 6.2.2 samt Ramböll, (2010), ”Start av regionala riskkapitalfonder – uppdrag och lärdomar”, avsnitt 6.1.

ska flöda tillbaka så att kapitalbasen hålls intakt över tid. Vad detta innebär i praktiken är svårare att säga. Ska kapitalet revolvera i nominellt eller realt värde? Ska avkastningsnivån täcka förvaltningskostnaderna (*management fee*)? Finns eventuellt ytterligare ambitioner? Här finns tydligt olika uppfattningar, dels mellan offentlig sektor och det privata kapitalet, dels mellan fonderna själva. I den nyligen (september 2011) genomförda halvtidsutvärderingen har följeforskarna frågat en delmängd av de privata medinvesterarna om deras avkastningsförväntningar. Med förbehållet att representativiteten inte är helt säkerlagd är det ändå intressanta svar. I genomsnitt finns en förväntan på en årlig avkastning på ca 20 procent.²²

Denna förväntan ska jämföras med fondernas d:o. I halvtidsutvärderingen formuleras ”grundstenarna” i satsningen. Avkastningskravet är där betydligt mer nedtonat:

*”...fonderna ska sträva efter att behålla sin kapitalbas. Några formella krav på att riskkapitalfonderna ska generera en avkastning finns dock inte.”*²³

Tillväxtanalys har tidigare (2010) frågat fonderna om deras tolkning av avkastningskrav och ambitionsnivå. Majoriteten uttryckte då att någon formellt fastställt nivå inte fanns, men i diskuterande form nämndes nivåer från 2 till 6,2 procent. Bakgrunden till de nivåerna uppgavs i de flesta fall baseras på täckning för *management fee* (3 procent) och/eller en genomsnittlig inflation (2 procent). En av fonderna avvek dock från detta och meddelade att de hade bestämt ett explicit avkastningsmål till 6,2 procent. Nivån kunde dock variera årsvis beroende på ränteläge, BNP-tillväxt m.m.

Sammanfattningsvis kan alltså konstateras att avkastningsförväntningarna skiljer sig en hel del mellan fonderna och de privata medinvesterarna. Det är troligt att fondernas lägre förväntan, åtminstone delvis, speglar den breda målstruktur som de har att förhålla sig till och som inkluderar betydligt mer än avkastningsnivå.

En annan mycket viktig del av satsningen är den marknadskompletterande ansatsen och att investeringar ska ske i tidiga skeden. Samtidigt som detta är en viktig anledning för staten att överhuvudtaget vara involverad innebär det också en utmaning för fonderna att hantera. Investeringar ska alltid ske tillsammans med en *”...privat kommersiell aktör [...] med minst lika stort belopp och på lika villkor.”*²⁴ Som visades ovan finns påtagliga olikheter i avkastningsförväntan mellan fonderna och de privata medinvesterarna. De senares höga avkastningskrav möter fonder med ett marknadskompletterande uppdrag.

Additionalitet (mervärde) ska här tolkas som i vilken mån de investeringar som sker inte skulle ha skett utan den offentliga satsningen.²⁵ Som berördes i Tillväxtanalys första rapport är detta en metodologisk svår fråga att hantera.²⁶ Ofta används intervjuer där portfölj företag eller medinvesterare själva får skatta detta. Det ställs alltså höga krav på att

²¹ Se även diskussionen om detta i Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”, avsnitt 2.4.2 resp. 4.3.

²² Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder”, sid: 95

²³ Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder”, sid: 22

²⁴ Fondprojektens särskilda villkor, punkt 5

²⁵ Ett annat sätt att uttrycka detta i utvärderingssammanhang är genom begreppet ”dödviktsförsluster” (effekterna skulle ändå ha uppnåtts utan insatsen i fråga)

²⁶ Se diskussionerna i Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”, avsnitt 3.6.2

dels kunna bedöma ett kontrafaktiskt tillstånd (vad skulle faktiskt ha hänt om åtgärden inte funnits?), dels att vara helt uppriktiga i sina svar.²⁷

I halvtidsutvärderingen redovisar Ramböll i en enkät frågor om additionalitet till en delmängd av de privata medfinansiärerna. Förutom ovanstående metodologiska aspekter är det svårt att fullt ut bedöma representativiteten i enkäten. Den totala mängden privata medfinansiärer kunde vid intervjutidpunkten inte helt säkerställas och två fonder ingick inte alls.²⁸ Med detta i beaktande återges utfallet i Tabell 2-1. Respondenterna fick ta ställning till vad som skulle ha hänt med deras medfinansiering om inte den skett från riskkapitalfonden.

Tabell 2-1: Privata medfinansiärens bedömning om vad som skulle ha skett med investeringen utan offentlig medfinansiering. N = 31

Alternativ	Andel
Vi/jag skulle troligen ha investerat hela beloppet (inkl. det som nu medfinansierats av fonden)	3 %
Vi/jag skulle troligen ha investerat ungefär samma belopp som vi/jag gjort nu (exkl. det som nu medfinansierats av fonden)	42 %
Vi/jag skulle troligen ha genomfört en investering, men ett mindre belopp	10 %
Vi/jag skulle troligen inte ha genomfört någon investering överhuvudtaget	45 %

Resultaten kan tolkas på olika vis. Å ena sidan uppger lite drygt hälften av respondenterna att de utan satsningen ändå skulle ha investerat helt eller delvis. För drygt fyra av tio investerare har inte fonden medfört någon additionalitet, eftersom de uppger att de skulle ha investerat lika mycket ändå (dvs. s.k. dödviktsförlust). Å andra sidan har fonderna totalt sett fungerat som hävarm (om än med varierande utväxling), för 97 procent av investerarna. Knappt hälften uppger dessutom att de inte alls skulle ha investerat utan fondens medverkan.

En försiktig tolkning av enkäten kan vara att satsningen så långt verkar ha utgjort en hävstång för privata investeringar som därmed växlats upp. Additionalitet förefaller föreligga för en knapp majoritet av investerarna. Eventuella undanträngningseffekter (av privata investerare) kan inte bedömas, men inte heller helt uteslutas.

Det är Tillväxtanalys uppfattning att det är viktigt att dessa undersökningar görs regelbundet och med *så bra dataunderlag* som möjligt.

²⁷ Det finns emellertid även andra metoder. Tillgång till en matchad kontrollgrupp av t.ex. företag som inte fått del av en satsning ger möjligheter för mer objektiva skattningar.

²⁸ Vid tidpunkten för enkäten (Q1 2011) redovisade fonderna 91 genomförda investeringar. Antalet portföljbolag uppgick då till 87 st. Det totala antalet medinvesterar är okänt eftersom företagen inte behöver rapportera in dessa kvartalsvis. Kontaktuppgifter till delmängden 50 medinvesterar erhöles av fonderna. Av dem svarade 31 stycken helt eller delvis. Dessa är dessa 31 investerares åsikter som redovisas i enkäten.

Hur följer då fonderna sin inriktning på investeringar i *tidig fas* och *företagsstorlek*?²⁹ Av sammanlagt 104 utförda investeringar t.o.m. juni 2011 tillhörde 24 procent start-up, 34 procent *tidig fas*, 35 procent *tidig expansion* samt 8 procent *mogen fas*. Fram till och med samma tidpunkt hade det investerats i totalt 98 portföljföretag. Av dem var 77 procent mikroföretag, 17 procent små företag och enbart 6 procent medelstora företag. Inga investeringar hade utförts i stora företag.³⁰

Tillsammans med uppgifter från ett flertal fonder om större efterfrågan än väntat avseende små företag och *tidig fas* får detta resultat anses ligga väl inom satsningens kriterier. En fond avviker dock i sammanhanget med hela 79 procent av investeringarna i företag i *mogen fas*. En investeringsstruktur som bör följas upp.

2.4 Geografi

Upplägget med regionala riskkapitalfonder knutna till ett specifikt programområde (NUTS 2-nivå) medför att den geografiska dimensionen blir viktig. Sverige är inte homogent. Näringslivsstruktur, mängden potentiella portföljföretag, tillgången på privat medfinansiering, erfarenhet och kunskap om instrumentet riskkapital formar tillsammans ett sammanhang för fonderna att arbeta i. Förutsättningarna för varje enskild fond är därför långt ifrån identiska. Till detta ska även läggas en mer eller mindre uttalad förväntan från regionala medfinansierare om ett större samhällsansvar än traditionella riskkapitalister.

Som bekräftas i kapitel tre är den regionala närvaron viktig. Investerare vill investera i sitt närområde och ha portföljföretagen inom "räckhåll". Orsakerna är intuitivt lättförklarliga – det blir lättare att finna case och lättare att sköta och övervaka dem. Betydelsen av geografisk närhet verkar vara ännu tydligare i tidiga faser. En intressant iakttagelse är att en av fonderna valt att arbeta på "distans och inte ha en fast regional närvaro. Till viss del menar man att detta kompenseras av regionala samarbetspartners. Det blir intressant att se om den lösningen påverkar investeringsstrukturen.

Vi vet redan av upplägget att respektive fonds investeringar per automatik sker i sina egna programområden. Men varifrån kommer den privata medfinansieringen? Är den också regional eller attraheras även externt kapital? En av målsättningarna med satsningen är att utveckla riskkapitalmarknaden. Detta kan ske på flera sätt, såväl på utbuds- som på efterfrågesidan. Ur ett snävare, geografiskt, investerarperspektiv är det huvudsakligen två möjligheter som förefaller rimliga för att öka *antalet* investerare: (i) För regionen nya finansierare kan attraheras; (ii) potentiella, men passiva, inomregionala investerare kan aktiveras. När det gäller *volymen* kapital kan givetvis även befintliga investerare, såväl utanför som inom regionen, stimuleras att utöka sin aktivitet.

I Tabell 2-2 nedan beskrivs de privata medinvesteringarnas hemvist.³¹

²⁹ Faser enligt EVCA. *Start-up*: 1 år eller yngre, ingen omsättning; *Tidig fas*: 1-2 år, liten oms., negativt kassaflöde; *Tidig expansion*: 2 år <, omsättning kassapositiv eller nära; *Mogen*: trad. verksamhet m. stabil efterfrågan och kalkylerbar avkastning. Storleksklasser. *Mikro*: 0-9 anställda; *Små*: 10-49 anställda; *Medelstora*: 50-249 anställda; *Stora*: 249 < anställda.

³⁰ Siffror från Ramböll, (2011), "Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder, sid: 84

³¹ I samarbete med Tillväxtverket. Tillväxtanalys har initierat behovet och Tillväxtverket gör årliga datainsamlingar.

Tabell 2-2: Privata medfinansierers hemvist (investeringar under 2010)

Fondprojekt	Geografisk hemvist, privata medfinansierare, inv. 2010 (%)				
	Inom regionen	Utanför regionen	Utanför SE, i EU	Utanför EU	Totalt
Partnerinvest i Norr AB ^a	6 (50 %)	6 (50 %)			12
Saminvest	14 (82 %)	2 (12 %)	1 (6 %)		17
Mittkapital	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.
Norra Mellansverige	1 (33 %)	2 (67 %)			3
Västsverige, Värmland	3 (60 %)	2 (40 %)			5
Östra Mellansverige ^a	15 (56 %)	12 (44 %)			27
Stockholm ^a	11 (55 %)	5 (25 %)	2 (10 %)	2 (10 %)	20
Västsverige	7 (32 %)	15 (68 %)			22
Småland & Öarna ^a	8 (73 %)	3 (27 %)			11
Sydsvensk Entrp. fond I	8 (62 %)	3 (23 %)	1 (8 %)	1 (8 %)	13
Sydsvensk Entrp. fond II-III ^a	27 (84 %)	4 (13 %)	1 (3 %)		32
<i>Sammantaget</i>	<i>100 (62 %)</i>	<i>54 (33 %)</i>	<i>5 (3 %)</i>	<i>3 (2 %)</i>	<i>162 (100 %)</i>

Anm: [a] Datamaterialet har dock i dagsläget vissa kvalitetsbrister. Investerande privatpersoner har i dessa fonder inrapporterats på ett sätt som inte möjliggör bedömning av antalet och/eller geografisk hemvist.

Källa: Tillväxtverket, Årlig redovisning t.o.m. 2010

Underlaget är än så länge begränsat med uppgifter endast från ett år. Innan några säkrare slutsatser kan dras behöver flera investeringar genomföras. Några högst preliminära reflektioner kan ändå göras. Som väntat dominerar privata medinvestorer från den egna regionen. Fler än sex av tio tillhör denna kategori. Det omvända kan ses för gruppen utländska investerare. Även om såväl de med hemvist inom som utanför EU adderas når de inte upp till mer än fem procent.

Några mellanregionala skillnader kan också noteras. T.ex. har Saminvest och Sydsvensk Entreprenörsfond II-III störst andel finansierare från den egna regionen medan motsatsen gäller för Västsverige och Norra Mellansverige. Stockholm och Sydsvensk Entreprenörsfond I har båda lyckats attrahera utländskt kapital från såväl inom som utom EU.

Men som sagt, i nuläget finns enbart ett mindre antal observationer att tillgå (avseende år 2010). Det blir intressant att följa kapitalströmmarna över tid och se vilken struktur som växer fram.

2.5 Samspelande aktörer

Satsningen på regionala riskkapitalfonder sker ingalunda i ett vacuum. Fonderna måste på olika sätt och omfattning interagera med ett flertal aktörer. Det kan vara andra fonder, portfölj företag, privata medinvestorer, regionala medfinansierare, förvaltningsmyndighet, departement, andra statliga myndigheter, främjandeaktörer, media m.fl. Det är dessvärre rimligt att anta att målbilden för satsningen ifråga inte är identisk för denna heterogena samling. I den mån möten och informationsutbyte kan få dessa målbilder att närma sig

varandra torde det underlätta samarbetet och därmed i förlängningen även påverka satsningens förutsättningar positivt.

Erfarenheter från Såkorn 1-satsningen i Norge visar på en del brister när det gäller samarbete mellan fonderna själva och andra aktörer. Till runda två gjordes därför vissa ändringar av Innovation Norge för att öka informationsutväxling och kompetensöverföring. Svenska erfarenheter från den tidigare pilotsatsningen pekar i samma riktning. Även där verkar kontakter mellan de tre fonderna ha varit sparsamma. Det är därför angeläget att samarbete och erfarenhetsutbyte i nuvarande satsning både uppmuntras och faktiskt sker. Det kan noteras att Almi Invest är den absolut största aktören, vilket ger dem ett bra utgångsläge att agera initiativtagare i ett fondövergripande samarbete.

2.6 Fortsättningen

En av de frågor som blir allt viktigare över tid är avyttringar, exits. Erfarenheter från Norge (i synnerhet Såkorn 1), Skottland och den svenska pilotsatsningen tyder på att detta inte är lätt. Detta kan vara en konkret fråga där erfarenhetsöverföring mellan fonderna kan spela en betydelsefull roll.

Utgångspunkten för satsningen är ett avslut 2020-08-31. Senast detta datum ska samtliga ägarintressen i portfölj företag ha avyttrats. Tillväxtverket har i sitt ”förtydligande dokument” pekat ut två övergripande vägar att gå; ”avslut utan förtida avveckling” (huvudalternativ) samt ”avslut med förtida avveckling”. Hur kan detta, i praktiken, hanteras på ett effektivt sätt? Ska ägarandelar säljas helt oavsett rådande marknadspris och köpintresse? Om försäljning, av olika skäl, inte skulle vara möjlig i samtliga fall och fonderna då kvarstår som delägare efter 2020-08-31, går det att hantera? Här återfinns grundläggande riktlinjer, men det återstår att överföra detta till praktik.

Erfarenheter från kapitel fyra (och även andra forskningsrapporter) pekar generellt på en brist på systematiska utvärderingar av statliga insatser på kapitalförsörjningsmarknaden. Den svenska satsningen har potential att bidra med många erfarenheter. Den starka regionala prägel som den svenska satsningen har erbjuder t.ex. goda möjligheter att följa hur olikheter i förutsättningar påverkar utfallet. Detta kräver givetvis regelbundet insamlad data av god kvalitet. Det är därför mycket viktigt att förutsättningarna för en sådan datainsamling säkras.

Den halvtidsrapport som Ramböll producerat i egenskap av upphandlad ”följeforskare” innehåller många relevanta aspekter. Förhoppningen är att berörda aktörer på allvar tar del av rapporten och att det påbörjade samarbetet fortsätter att utvecklas.

3 Kan private investorer gjøre offentlig kapital smartere? Tre hybride såkornordninger for vekstbedrifter i Finland, Norge og Skottland

3.1 Inledning

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser (Tillvaxtanalys) ba i november 2010 om et tilbud på en kvalitativ studie av tre såkalte hybrid såkornprogram i tre ulike land. Denne studien er gjennomført av Roger Sørheim (NTNU – Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse) og Einar Rasmussen (Handelshøgskolen i Bodø ved Universitetet i Nordland).

Sørheim, är professor vid Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse vid Norges Teknisk-Naturvitenskapelige Universitet (NTNU) och Bodø. Sørheim har dr. grad. i foretaksøkonomi og bedriftsadministrasjon fra (NTNU), Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse (2003). Sørheim har siden 1998 drevet forskning med fokus på ulike aspekter relatert til finansiering av nye kunnskapsbedrifter. Med bakgrunn i denne forskningen har Sørheim publisert en rekke artikler i internasjonale tidsskrift. Som en del av sitt forskningsarbeid har Sørheim hatt prosjektlederansvar for flere større forskningsprosjekter med fokus ulike aspekter relatert til kommersialisering av ny teknologi.

Rasmussen har drevet forskning og prosjektutvikling relatert til entreprenørskap og næringsutvikling siden 2000. Han har doktorgrad fra Handelshøgskolen i Bodø (2006) som omhandler nyetableringer basert på kommersialisering av forskningsresultater. Rasmussen har ledet flere forskningsprosjekter og har bred erfaring med case-baserte studier av bedrifter, entreprenørskapsprogrammer og offentlige virkemidler. Resultatene fra disse studiene er publisert i ledende internasjonale tidsskrifter.

I Sverige pågår det i perioden 2009 – 2014 oppbygging av en satsing med saminvesteringsfond. Dette skjer blant annet med finansiering fra det Europeiske regionale utviklingsfondet (ERUF). Formålet er å øke tilbudet av eierkapital til nye og voksende små og mellomstore bedrifter. I forbindelse med dette skal det gjøres en evaluering av lignende initiativ i andre sammenlignbare land. En av delrapportene skal være en fordypningsstudie av minst tre ulike program (utenfor Sverige).

Formålet med denne studien har vært gjennom case studier å kartlegge erfaringer fra hybride såkornmodeller i Finland, Norge og Skottland. I valg av land og spesifikke ordninger som studeres ble det vektlagt at ordningene opererer i en kontekst som er relevant i en svensk policy kontekst.

I studien inngår:

- En kort gjennomgang av tidligere forskning relatert til: a) en klargjøring hvilke bedrifter opplever tilgangen på finanskapital som et problem for å realisere vekst, b) hva tidligere forskning sier om det offentliges rolle i utviklingen av såkorninstrumenter
- En beskrivelse av de ulike ordningene, men minst like viktig har det vært å belyse hvordan ulike typer aktører oppfatter ordningen med hensyn til blant annet organisering, beslutningsprosesser og incentiver for den private kapitalen. Vi har ønsket å komme bak den ”glansede” fasaden som ofte formidles fra policyhold.

- En kartlegging av metoder, resultater og utfordringer ved evaluering av ordningene i de tre utvalgte landene.
- En avsluttende diskusjon som reflekterer hvor krevende det er å lykkes med denne typen ordninger. Avslutningsvis reflekterer vi rundt hvilke implikasjoner funnene fra denne studien kan ha for utviklingen av den svenske satsingen på såkornfond.

3.2 Hvilke bedrifter har behov for ekstern finansiering?

Tidligfase prosjekters utfordringer i forhold til tilgang til kapital er på ingen måte en ny problemstilling. I Storbritannia ble det allerede på 1930-tallet påpekt at det var små og mellomstore bedrifter som hadde problemer med å få tilførsel av risikokapital. Dette refereres ofte til som ”kapitalgap” eller ”finansieringsgap”, og er begreper som ofte brukes i forbindelse med problemer knyttet til finansiering av potensielle vekstbedrifter. Winborg (2000) viser at det på ingen måte eksisterer noen felles forståelse av begrepet ”kapitalgap”. En rekke ledende forskere er av den oppfatning at bruken av ordet ”gap” er lite egnet siden det alltid vil være bedrifter som har behov for mer finanskapital (det vil alltid eksistere et ”subjektivt” gap) (Murray, 2007; Storey, 1994). Oppgaven til de ulike aktørene i finanskapitalmarkedet er jo nettopp å gjøre prioriteringer av ulike prosjekter; slett ikke alle prosjekter og bedrifter bør få finansiering. Det er lite som tyder på at det eksisterer ”objektivt” generelt kapitalgap i finansmarkedet (Murray, 2007; Winborg, 2000; Storey, 1994). Det synes imidlertid å være bred enighet om at i den grad ekstern finansiering er et problem, er det unge bedrifter som ønsker å vokse som opplever problemer med å få tilgang til ekstern kapital (både fremmedkapital og egenkapital) (se også teoridiskusjonen rundt kapitalgap i del 2.3).

Ekstern finansiering (egenkapital eller lån) anvendes gjerne i forhold til fire hovedområder:

- for å håndtere likviditetsutfordringer i forbindelse med vekst,
- til finansiering av fysisk utstyr etc.,
- til finansiering av produktutvikling og
- til finansiering av markedsintroduksjon.

Videre er det ofte interessant å vurdere bedriftsmassen utfra entreprenørens ambisjonsnivå. Her (Tabell 3-1) kan en grovt gruppere bedriftene som følger:

Tabell 3-1: Bedrifter og ambisjonsnivå

Entreprenørens motivasjon og ambisjoner	Typer av bedrifter
Ønske om å etablere en bi-inntekt	Hobbybedrifter
Ønske om å skape sin egen arbeidsplass	Levebrødsbedrifter
Teknologi eller markedsdrevet	Vekstbedrifter

Hvis man for eksempel tar utgangspunkt i de ca. 40 000 bedriftene som etableres i Norge hvert år vil mer enn 90 prosent havne kategoriene levebrøds- eller hobbybedrifter (Borch et al. 2002; Sørheim, 2006). Disse bedriftene har i svært liten grad behov for ekstern finansiering (egenkapital eller lån). Det er vekstbedriftene som opplever det å skaffe nødvendig finansiering (låne- og egenkapitalfinansiering) som en utfordring i forhold til å realisere sitt vekstpotensial. Men utfordringene til disse vekstbedriftene varierer i forhold til hvilket stadie bedriften er i. Dersom en ser på bedriftenes utviklingsløp kan dette beskrives ved ulike faser som etablereren og bedriften gjennomgår. Det finnes flere måter å beskrive utviklingen av slike foretak på. Nedenfor i Tabell 3-2 er det kort beskrevet fem faser som et prosjekt gjennomgår i perioden fra ide til prosjektet har begynt å generere inntekter som dekker løpende drifts- og utviklingskostnader.

Tabell 3-2: Prosjektfas og behov for innsats

Stadium i utviklingen av foretaket	Kjennetegn og behov for innsats
Ide- og utviklingsfasen	Karakterisert av intensiv FoU-innsats, utvikling av teknologi og kunnskap – høy grad av usikkerhet og risiko. Liten tilgang på lånekapital. Behov for egenkapitalfinansiering.
Etableringsfasen	Teknologien er delvis utviklet, prototyp eksisterer og kan testes – Markedssiden er lite utviklet og selskapet har begrenset salg og inntjening – Fortsatt høy usikkerhet og liten mulighet for lånefinansiering. Behov for tilførsel av egenkapital.
Kommersialiserings-fasen	Teknologien og produktet skal introduseres i markedet. Oppbygging av organisasjon for å håndtere markedssiden og produksjon, etablering av produksjonsfasiliteter. Behov for tilførsel av kapital, men vil ofte i denne fasen kunne finansiere dette ved en kombinasjon av egenkapitaltilførsel og noe lånekapital.
Tidlig vekstfase	Videre oppbygging av organisasjon og systemer for produksjon, salg og distribusjon. Fortsatt behov for tilførsel av kapital. Kan finansiere ved kombinasjon av egenkapitaltilførsel og lånekapital.
Konsolidering	Veksten flater ut, og kontantstrømmen er positiv. Behov for tilførsel av kapital utenfra minker.

3.2.1 Aktuelle private kapitalkilder

Private investorer

Med private investorer (ofte kalt ”business angels”) menes i denne sammenheng investorer som investerer direkte i unoterte bedrifter hvor de ikke har familierelasjoner. Private investorer tenderer til å anvende sine finansielle resurser innenfor et relativt beskjedent geografisk område eller innenfor en spesifikk bransje. De tenderer imidlertid til å være med over flere faser, og kan med sitt lokale fokus og bidrag med kompetent kapital være en faktor for å få de private bankene til å bidra på lånesiden. Disse investorene er mer langsiktige enn de øvrige tilbydere av egenkapital, og har ofte litt mer fleksible vurderinger av ”exit-problematikken”. De private investorene følger opp sine investeringer over tid, enten gjennom emisjoner eller gjennom å yte lån til bedriftene de har investert i. På denne måten kan de i mange tilfeller dekke bedriftens behov for fremmedkapital i en periode der bankene ikke har mulighet til å bidra (Sørheim, 2006).

Venturekapitalfond

Institusjonell venturekapital er en viktig finansieringskilde til nye potensielle vekstbedrifter preget av usikkerhet med hensyn til både teknologi og økonomiske resultater, men med et betydelig vekstpotensiale på 3-5 års sikt. Venturekapitalfond finansierer typisk prosjekter med høy grad av risiko og med et potensial for rask vekst. Videre er det et poeng for mange venturefond å utøve aktivt eierskap, det vil si at de ønsker å bidra med mer enn penger. De ønsker å bidra med kompetanseressurser som komplementerer de ressursene entreprenørteamet sitter på i forhold til for eksempel marked, strategi og økonomistyring. Hovedmålet er å bidra med både kapital og kompetanse, såkalt kompetent kapital, for å skape ytterligere vekst. Fondene får sin avkastning ved at de går inn relativt tidlig, bidrar til å utvikle verdier i bedriften over en periode på 2 til 5 år, for deretter å bidra til å selge bedriften slik at en eventuell gevinst kan realiseres. Et av særtrekkene for

venturekapitalindustrien er den store usikkerheten omkring avkastning på de enkelte investeringene.

Investorene i et venturefond er typisk velstående privatpersoner, forsikringsselskaper, pensjonsfond og store selskaper som velger å benytte seg av et mellomledd, venturekapitalfond, når kapitalen skal kanaliseres til vekstbedrifter. Et venturekapitalfond er normalt etablert med en kontraktfestet levetid på omlag 7 til 12 år. Fondet forvaltes av et "management selskap" som mottar en årlig godtgjørelse på 2-3 prosent av forvaltningskapitalen. Videre vil dette managementet også få en suksessbonus ved vellykket utgang av investeringene, d.v.s. verdiøkning som kan realiseres ved for eksempel salg av bedriftene. Organiseringen innebærer at "managementet" opererer som et forvaltningsselskap og etablerer ett eller flere fond hvor eksterne investorer plasserer kapital som forvaltningsselskapet igjen investerer i porteføljeforetak. For hvert fond som opprettes blir kommitert kapital investert i løpet av de tre til fem første årene. Etter investeringsfasen er målet å hjelpe porteføljeselskapene til å utvikle seg, oppnå vekst og senere finne exitmuligheter (Sørheim, 2006).

Private banker

Bankene har på lånesiden tradisjonelt representert et tilbud for etablert næringsliv, og har vært svært fokusert på pantesikkerhet og lønnsomhet. De får derfor problemer med å bidra aktivt på kapitalsiden i forhold vekstbedrifter i tidlig fase, der det først og fremst dreier seg om immaterielle verdier (assets). Dette bekrefter bildet fra tidligere studier som har vist at bankene spiller en langt mer framtrædende rolle i bedriftens vekstfase (Reitan og Sørheim, 2001). Samtidig er det klart at bankene med sitt nett av filialer spiller en veldig sentral rolle når det gjelder en regional spredning av kapitaltilbudet. Bankene som satser på å arbeide innenfor nyskapingfeltet er opptatt av at det er private aktører eller profesjonelle eiere inne på eiersiden i bedriftene. Dette er knyttet til behovet for å redusere usikkerheten, men også til bankenes begrensede mulighet til å aktivt følge opp slike engasjement (Sørheim, 2006).

3.2.2 Utfordringene i kapitalmarkedet for bedrifter tidlig fase

Tilgangen på finansielle ressurser er en av mange faktorer som har betydning for generering og utvikling av nye bedrifter. I et perfekt kapitalmarked vil alle aktører uavhengig av størrelse stå ovenfor det samme markedsrisikojusterte kapitalavkastningskravet. Symmetrisk informasjon, fravær av markedsrett, realøkonomiske disposisjoner uavhengig av finansiering, nøytral skatt, lik rente og god likviditet vil være gjeldende. Brudd på disse forutsetningene kan føre til svikt i kapitalmarkedet. Studier fra blant annet Storbritannia, USA, Norge og Sverige viser at unge bedrifter med vekstambisjoner opplever tilgangen på ekstern kapital som det viktigste hinderet for vekst og utvikling (Landström, 2003; Winborg, 2000; Storey, 1996). Videre er det en rekke makroøkonomiske studier som viser at det er en sammenheng mellom økonomisk vekst og velutviklede finansmarkeder. Men det har over lang tid pågått en diskusjon om hvorvidt økonomisk vekst gir sitt utslag i velfungerende kapitalmarkeder eller om velfungerende kapitalmarkeder er en forutsetning for økonomisk vekst (Craig et al., 2008). Svaret på dette er ikke entydig men flere relativt ferske studier konkluderer med at utviklingen av velfungerende finansmarkeder er et fundament for å få økt veksttakt i økonomien (Rajan og Zingales, 1998; Guiso et al., 2004).

I den teoretiske diskusjonen rundt dette med "finansieringsgap" har man i ulike studier hatt ulike utgangspunkt. Ofte er utgangspunktet at unge vekstbedrifter må betale en høyere

avkastningsrate, eventuelt høyere lånerente, enn større og mer etablerte bedrifter. Dette er altså en situasjon hvor bedriften får et tilbud om finansiering, men til betingelser som sett fra bedriftens side er urimelige. Altså et opplevd (subjektivt) finansieringsgap (Storey, 1994). Sett fra finansieringskildenes side kan det være rasjonelle grunner for at disse bedriftene skal betale en høyere pris for kapitalen. Det vil være høyere kontroll og oppfølgingskostnader per investering i denne typen bedrifter (Stoll og Whaley, 1983). Disse bedriftene mangler en forhistorie (Binks, 1996) noe som bidrar til stor informasjonsasymmetri i relasjonen mellom bedrift og investor. Dette leder til såpass stor usikkerhet at denne typen bedrifter må regne med å betale en høyere pris for kapitalen.

Et annet utgangspunkt er problemer knyttet til det å i det hele tatt å få langsiktig ekstern finansiering til unge og/eller små bedrifter. Dette er en situasjon hvor bedriften ikke får tilbud om finansiering selv om de er villige til å tilfredsstille krav om en høyere avkastningsrate eventuelt høyere lånerente. Dette betyr at finansørerne rett og slett ikke ønsker denne typen bedrifter i sin portefølje. Når det gjelder gjeldsfinansiering viser en rekke studier at finansieringsinstitusjoner for eksempel vil sette strengere krav til sikkerhet ved finansiering av unge vekstbedrifter bedrifter. Dette medfører at bedrifter som har høy spesialiseringsgrad på sine aktiva og i tillegg ikke har noen forhistorie ("track record") vil kunne oppleve store problemer med å få finansiert sine prosjekter fra private finansieringskilder (Binks, 1996). Stiglitz og Weiss (1981) beskriver i sitt klassiske arbeid en situasjon hvor man opplever at noen låntagere mottar lån og andre ikke, selv om de som ikke får lån er villige til å betale en høyere pris eventuelt stille nødvendig sikkerhet for finansieringen. Ifølge Stiglitz og Weiss (1981) har vi da en situasjon med kredittrasjonering. Man argumenterer med at en økning i rentesatsen vil kunne medføre økte seleksjonsproblemer, på grunn av at en høy rente vil medføre at finansieringsinstitusjonen tiltrekker seg kunder med mer risikofylte prosjekter, samt at en høy rente vil medføre at bedriftene får et incentiv til å investere i prosjekter med høyere risiko. Ved en slik form for kredittrasjonering kan man si at bedriften opplever et "objektivt" kapitalgap, man har en markedsvikt. De Meza og Webb (1990) har stilt spørsmålsteget ved gyldigheten av dette resonnementet. De argumenterer med at hvis bankene er ute av stand til å vurdere hvilke prosjekter som er gode og dårlige, kan det medføre finansiering av "dårlige prosjekter". Dette vil da bety at asymmetrisk informasjon i relasjonen finansierer og bedrift vil kunne lede til overinvestering snarere enn kredittrasjonering. Dette vil også lede til at "gode" prosjekter blir avkrevd en høyere rentesats som vil kompensere for tapene i de dårlige prosjektene. Hovedforskjellen i argumentasjonen mellom Stiglitz og Weiss (1981) på den ene side og de Meza og Webb (1990) på den andre siden er at man legger forskjellige antakelser til grunn. Stiglitz og Weiss (1981) legger til grunn at de ulike prosjektene har samme forventede verdi men ulikt risikonivå. De Meza og Webb (1990) legger til grunn at prosjektene har ulik forventet verdi. Dermed vil det ut fra resonnementet til de Meza og Webb (1990) være kvaliteten på prosjektene være avgjørende for hvorvidt det foregår en kredittrasjonering i markedet. Ut fra dette kan man hevde at kostnaden ved eller muligheten til å skille de ulike prosjektene fra hverandre er et problem, det medfører finansiering av for mange "dårlige" prosjekter. Det er derfor naturlig at mange av de tradisjonelle finansieringskildene er mer skeptiske til investeringer i potensielle vekstbedrifter. Dette som et resultat av at graden av informasjonsasymmetri er høy (fordi informasjonen er vanskelig og kostbar å skaffe til veie, eller at den rett og slett ikke er tilgjengelig i det hele tatt; man har da en situasjon med genuin usikkerhet).

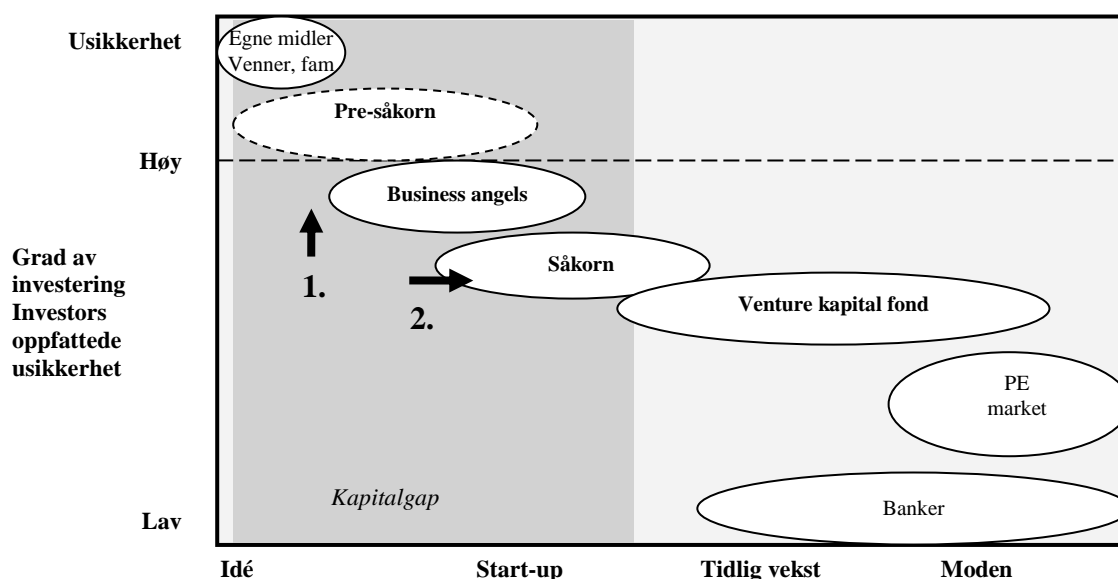
I løpet av de siste årene har en rekke forskere gjort det til et sentralt poeng å skille mellom risiko og usikkerhet (Murray, 2007; Alvarez, 2007). Det har hersket en viss forvirring innen både entreprenørskapslitteraturen og strategilitteraturen rundt begrepene risiko og usikkerhet. Mange anvender begrepene som om de var synonymmer, men i et klassisk arbeid av Frank Knight fra 1921 skilles det mellom risiko og usikkerhet. Knight sitt utgangspunkt er at man ved risiko har kjennskap til mulige utfall og hvordan sannsynligheten for disse er distribuert. Med beslutninger under usikkerhet kjenner man verken til antall mulige utfall og heller ikke sannsynligheten for hvordan mulige utfall er distribuert. Det er jo nettopp dette som er situasjonen for de mange oppstartsbedrifter. Det kan for eksempel være betydelig teknologisk usikkerhet forbundet med prosjektene. Videre vil dette ofte være nye produkter i nye markeder, slik at det på et tidlig tidspunkt faktisk er svært problematisk å gjøre kvalifiserte vurderinger om hvorvidt prosjektet er så godt at det tilfredsstiller krav om bedriftsøkonomisk eller samfunnsøkonomisk avkastning. Det er derfor fruktbart å diskutere det offentliges rolle ut fra resonnementet om at det er markedsmessig og teknologisk usikkerhet som medfører at private aktører er tilbakeholdne med å finansiere prosjekter med vekstpotensial.

3.2.3 Offentlig involvering

Ett svar på utfordringene som er skissert ovenfor er at offentlige myndigheter inntar en aktiv rolle, slik at prosjekter med et mulig potensial får avklart usikkerheten, og derigjennom blir ”finansieringsklart” for ulike aktører i det private finanskapitalmarkedet. Dette medfører at vi ofte ser følgende begrunnelser for ulike typer offentlig involvering i kapitalmarkedet for potensielle vekstbedrifter (Murray, 2007):

- tilgangen på relevant finansiering er utilstrekkelig,
- som en konsekvens av dette gir man ”slipp på” entreprenørielle muligheter som kan bidra til samfunnsøkonomisk og bedriftsøkonomisk avkastning og
- private aktører vil ikke på selvstendig grunnlag bidra til å øke kapitaltilgangen (det vil si at de styrer unna prosjekter med stor grad av usikkerhet).

I litteraturen er det relativt bred enighet om at offentlige myndigheter kan en innta en rolle i forhold til å stimulere til framveksten av nytt næringsliv. Den interessante diskusjonen blir da hvilken rolle offentlige myndigheter bør ta. Hvilken type bedrifter bør man fokusere på i hvilke faser er det hensiktsmessig å involvere seg?



Figur 3-1: Modell av utviklingsfaser og kapitalkilder for vekstbedrifter

Modellen i Figur 3-1 illustrerer (1), stor grad av usikkerhet fordrer større finansielle muskler i tidlig fase. Disse bedriftene må gjennomføre et utviklingsarbeid for å komme fram til ”startstreken”, som modellen er indikert med ”start-up”. Deretter (2), på grunn av mangelfull dokumentasjon og informasjonsasymmetri, ønsker ikke de etablerte kapitaltilbydere å gå inn så tidlig fase, som resulterer i et kapitalgap. Med dette som utgangspunkt vil det offentlige rolle endres i takt med avtakende usikkerhet. Det vil da være naturlig at ulike offentlige aktører spiller en mer sentral rolle i de tidligste fasene, men inntar en mer passiv rolle etter hvert som prosjektene blir såpass modne at kommersielle aktører kan overta. Det er da avgjørende å ha en helhetlig tilnærming i forhold til hvilke offentlige virkemidler som tilbys.

Et eksempel på land hvor man har forsøkt dette er Skottland, hvor Scottish Enterprise har en helhetlig tilnærming kommersialisering fra forskning. Her har Scottish Enterprise en sentral finansiell rolle i tidligste fasene hvor man yter ulike former for tilskudd eller ”soft loans”, hvor utløsningen av ytterligere støtte er klart milepælsstyrt. Når prosjektene nærmer seg en tidlig vekstfase inntar man mer en rolle som fasilitator hvor man ved hjelp av låne- og egenkapitalinstrumenter ”gearer” og delvis risikoavlaster den private kapitalen som blir skutt inn i bedriften (Rasmussen et al., 2006).

Det er også interessant å se hvordan man ved hjelp av systematiske kartlegginger av finanskapitalmarkedet for bedrifter i tidlig fase gjør vurderinger av hvor det er aktuelt med offentlig involvering. Dette gir da et bedre fundament for systematisk å kunne vurderinger introduksjonen av nye og eventuelt justeringer av eksisterende tiltak (Rasmussen et al., 2006). Videre har det i flere sentrale studier blitt poengtert at man fra offentlige myndigheters side i alt for liten grad har tatt innover seg utfordringene som bedriftene møter i tidlig vekstfase (Murray, 2007; Sohl, 1999). Det vil si når man har klart å komme seg gjennom den innledende fasen ved hjelp av egen kraft, eventuelt offentlige tilskudd og private investorer, så er det en utfordring at både banker og institusjonelle venturekapitalister helst vil se et mer solid fundament før de går inn i selskapene. Utfordringene knyttet til kapitaltilgang i den tidlige vekstfasen kalles ofte ”the second

financial gap” (Mason, 2007). Dette har resultert i at man har fått et betydelig fokus på etablering av relativt små venturefond som et privat-offentlig samarbeid. Men mange av disse initiativene har hatt et preg av å være satt opp *ad hoc* med uklart formål, svak kapitalbase og uten krav til kompetanse til de som skal drive disse fondene (Murray, 2007). Dette blir uheldig når man vet at dette er en fase hvor bedriftene har nærmest ubegrenset behov for kompetente eiere.

3.2.4 Er det et regionalt kapitalgap?

Et viktig spørsmål som rent forskningsmessig har fått begrenset oppmerksomhet er hvorvidt det er geografiske forskjeller i tilbudet på kapital i tidlige faser. I forhold til egenkapital har det vært betydelig fokus på utfordringen som spesielt nye teknologibedrifter har relatert til finansiering. Spesielt har fokuset vært sterkt på hvordan offentlige myndigheter kan bidra til å utvikle såkorn delen av det institusjonelle venturekapitalmarkedet, mens det har vært langt mindre fokus på hvordan man kan stimulere til økt aktivitet blant private investorer (Mason, 2007). Hvis man ser på betydningen av ”private investorer” (business angels) i en geografisk kontekst har man i en studie av et representativt utvalg av private investorer i Sverige vist at det er relativt sett et større antall av denne typen investorer i sentrale strøk. Investorene i sentrale strøk investerer også større beløp enn hva tilfellet er med investorene i mer rurale strøk (Avdeitchikova og Landström, 2005). Videre viser tidligere studier at en betydelig andel av investorene vil velge å investere i geografisk nærhet til sine porteføljebedrifter og i den grad de investerer utenfor sitt nærrområdet helst vil gjøre dette gjennom saminvesteringer med andre investorer (Mason, 2007; Sørheim, 2003). Grunnene til dette relativt sterke geografiske fokuset er flere:

- De har sitt virke og nettverk i sitt nærrområde, det er her de får tilgang på interessante prosjekter.
- De ønsker å ha tett oppfølging av investeringen (både i form av å tilføre ressurser men også for kunne ”overvåke” hva entreprenørteamet faktisk gjør).

Dette innebærer at dersom den private investoren kan velge, så vil hun ofte velge å gjøre investeringer i sitt nærrområde. Generelt sett kan man si at offentlige myndigheter i liten grad har hatt fokus på stimulere business angels til å gjøre flere investeringer (Mason og Harrison, 2003).

Når det gjelder det *institusjonelle venturekapitalmarkedet* og den geografiske spredningen på investeringene ser man i en rekke land i den vestlige verden at disse i svært stor grad er konsentrert til noen få vekstregioner. Samtidig bør det nevnes at for eksempel i England har investeringene blitt noe jevnere fordelt geografisk på nittitallet sammenlignet med tidligere perioder (Mason og Harrison, 2003). Interessant nok viser flere studier at institusjonelle investorer ble mindre villige til å investere utenfor sitt nærrområde etter at ”dot com” boblen sprakk (Green, 2004). Dette indikerer at i tider med gode konjunkturer blir konkurransen om de gode prosjektene relativt stor i sentrale strøk hvor venturefondene er lokalisert og man søker utenfor sitt nærrområde for å finne gode potensielle porteføljebedrifter. Men samtidig skal man være oppmerksom på at selv om investeringene gjøres utenfor investorens nærrområde, så gjøres de da gjerne i andre vekstregioner, gjerne som en saminvestering med andre. Men denne typen investeringer er i stor grad konsentrert i geografisk nærhet til hvor venturefondene faktisk er lokalisert. Denne trenden er også sterkere for fond som fokuserer på tidlig fase teknologiinvesteringer (Zook, 2005; Martin et al., 2005). Sett i lys av den innledende diskusjonen rundt usikkerhet ovenfor er

det naturlig av fondene som investerer i tidlig fase faktisk investerer i de områdene hvor de er lokalisert, dette blant annet fordi:

- Tilgangen på gode investeringsmuligheter skjer gjerne gjennom kontakter og tidligere relasjoner.
- Gjør det enklere å følge opp og overvåke investeringen.

Videre viser studier fra USA at bedrifter som starter opp i regioner hvor det er liten tilgang på venturekapital i mange tilfeller relokaliserte til områder hvor tilgangen til venturekapital er større (Zook, 2005). Dette understøtter de makroøkonomiske studiene som viste at velfungerende finanskapitalmarkeder gir grunnlag for økonomisk vekst. Et sterkt innslag av venturekapital gir gode forutsetninger for å utvikle de få utvalgte bedriftene som har ekstremt vekstpotensial og kan bli regionale eller nasjonale fyrårn. Som svar på at venturekapitalfond i hovedsak er lokalisert til noen få vekstsentra har offentlige myndigheter i mange tilfeller satt opp ulike former for regionale venturekapitalfond for å kompensere for dette. Denne typen respons på utfordringene har blitt sterkt kritisert fra flere hold blant annet i forhold til at (Murray, 2007; Mason and Harrison, 2003):

- Fondene blir for små i forhold til den kostnadsstruktur som de må bære.
- Fondene har uklare formål.
- Forvalterne av fondene ikke har relevant erfaring og mangler kompetanse.

Videre påpeker Mason og Harrison (2003) at det kan være minst like viktig å fokusere på å gjøre de mest innovative foretakene i en region ”investeringsklare”, slik at de faktisk klarer å kommunisere sitt potensial til mulige investorer og långivere. Mason og Harrison (2003) er også kritisk til at man i så liten grad har forsøkt å stimulere private investorer (”business angels”) og utvikle denne delen av risikokapitalmarkedet for å kompensere for manglende tilstedeværelse av venturekapitalfond. Videre peker Murray (2007) på at dersom man skal lykkes med denne typen satsinger regionalt så bør de skje i samarbeid med private aktører, hvor formålet er klart og de private aktørene sitter i førersetet.

Når det gjelder lån og tilskuddsordninger som er ment å stimulere framveksten av nytt næringsliv så har de fleste vestlige land over de siste 25 til 30 år hatt en tydelig framvekst av ulike former for støtteordninger. De fleste av disse har som hovedformål å bidra til at nye arbeidsplasser skapes og mange har også hatt fokus på å støtte framveksten av nytt og innovativt næringsliv (Murray, 2007). I en gjennomgang av effektene til ulike tilskuddsordninger i Storbritannia for perioden 1980 til 1999 påpeker Curran (2000) de mange utfordringene ved å måle resultatene av disse. Dette relateres både til utfordringene med å måle addisjonalitet, sammenligne med tilsvarende bedrifter, selvseleksjon til spesielle programmer etc. Videre påpeker Curran (2000) utfordringene relatert til evalueringer av ordningene ikke er kritiske nok på grunn av mangel på ”armlegdes avstand” mellom evaluator og den som blir evaluert (den som evaluerer ønsker å være ”posisjonert” til neste evaluering).

Det er derfor få ordninger som har en lang nok historikk slik at man kan vurdere de langsiktige virkningene av den. Et eksempel på en veldokumentert ordning i USA er ”Small Business Administration (SBA) guaranteed lending program”. Ordningen har vært virksom siden 1953 og inneholdt i 2004 en portefølje på 240000 lån (Craig et al., 2008). Ordningen fungerer som et privat – offentlig samarbeid, dels med kommersielle banker og dels med organisasjoner som skal bistå små og mellomstore bedrifter. Garantibeløpet

varierer fra 50 til 85 prosent av totalt lån. I en studie hvor man undersøkte sammenhengen mellom SBA garanterte utlån og økonomisk vekst går det fram at de ulike regionene er det positiv sammenheng mellom denne typen utlån og økonomisk vekst (Craigh et al., 2007). Videre har man i en annen studie (Craigh et al., 2008) sett på effekten ordningen i næringssvake områder (målt i forhold til gjennomsnittsinntekt). Konklusjonen her er meget interessant idet man finner en tydelig tendens at ordningen er viktigere for sysselsetting i næringssvake områder enn i andre områder. Konklusjonen i disse studiene er derved at offentlige garanterte låneordninger har større positiv effekt i forhold sysselsetting og økonomisk vekst dersom de blir fokusert mot næringssvake regioner.

3.3 Metode

Denne studien omfatter casestudier av tre hybride såkornordninger i tre ulike land. Studien inkluderer VIGO-programmet i Finland, Såkornordningen i Norge og co-investeringsfondet i Skottland. Valget av land og ordninger er gjort for å finne interessante modeller sett fra et svenskt policyperspektiv. Alle tre landene er i likhet med Sverige relativt små og åpne økonomier med høyt utdanningsnivå og en godt utbygget forskningsinfrastruktur. Det å studere hvilke ordninger man har i Finland var naturlig med tanke på at Finland i likhet med Sverige er i verdenstoppen når det kommer til fokus på forskning og utvikling (målt som innsats i prosent av BNP). I begge land ligger en klar forventning om dette i større grad skal resultere i et mer konkurransedyktig næringsliv (også når det kommer til etablering av nye teknologibasert bedrifter). Scottish Co-investment Fund var et naturlig valg siden det i en rekke sammenhenger trekkes fram som en vellykket statlig involvering i risikokapitalmarkedet. Videre synes også den nye svenske ordningen å være inspirert av den skotske ordningen. Norge ble valgt siden man her har en relativt lang historie med hybride såkornmodeller. Videre er det også et poeng at slik de svenske fondene er satt så kan man se klare paralleller til den norske ordningen. Det var det også et sentralt poeng at forelå eksisterende evalueringer og beskrivelser av de aktuelle programmene.

Utformingen av det metodiske opplegget var i stor grad presisert i anbudsutlysningen fra Tillväxtanalys hvor det fremgikk at studien skulle baseres på dokumentstudier og intervjuer med relevante aktører. Utlysningen presiserte en rekke momenter som skulle inngå i studien. Første steg bestod i et litteratursøk både i elektroniske kilder og gjennom direkte kontakt med godt informerte aktører i hvert land. Gjennom dette fikk vi tilgang til en rekke dokumenter, slik som evalueringer og programbeskrivelser, som helt eller delvis omhandlet de ulike ordningene og situasjonen for tidlig fase finansiering av vekstbedrifter. Gjennom dette arbeidet ble det også klart at det hadde skjedd store endringer i utformingen av denne typen virkemidler i Finland slik fokuset her ble endret til å fokusere på VIGO programmet som ble opprettet i 2009.

For å utdype og oppdatere denne informasjonen har vi besøkt hvert land og gjennomført personlige intervjuer med en rekke ulike aktører. I perioden mars til mai 2011 har vi gjennomført personlige intervjuer med totalt 23 personer, som vist i Tabell 3-3. I disse intervjuene har det blitt lagt stor vekt på å få fram hvordan ulike aktører faktisk opplever at programmet fungerer. Vi la derfor vekt på å intervjuer både offentlige myndigheter, private aktører direkte involvert i programmet og uavhengige eksperter med dyp kunnskap om både programmet og konteksten i det enkelte land.

Tabell 3-3: Antall personlige intervjuer

Aktør	Finland	Norge	Skottland
Offentlige myndigheter og programoperatører	2	3	3
Private aktører involvert i programmet	3	3	3
Uavhengige eksperter	1	3	2
<i>Sum antall intervjuer</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>8</i>

Samlet sett har disse intervjuene gitt en langt bedre forståelse av historikken bak hvert enkelt program og hvordan de ulike ordningene i hvert land henger sammen enn hva som fremkommer gjennom offisielle dokumenter og rapporter. Intervjuer med både offentlige og private aktører har gitt et mer nyansert bilde av styrker og svakheter ved de ulike ordningene. De tre ordningene som omfattes av studien kjennetegnes ved at de er tilpasset den konteksten de opererer i og i stor grad samspiller med andre ordninger slik som skatteincentiver og tilskuddsordninger. Samspillet mellom offentlige og private aktører er krevende å organisere på en god måte. Intervjuene i denne studien har derfor vært avgjørende som grunnlag for diskusjonen og konklusjonene senere i denne rapporten. Vi ser imidlertid at det er krevende å få en god oversikt gjennom en avgrenset studie, som uttrykt av en aktør i Skottland:

It is a risk that evaluators get it wrong if they do not have a genuine understanding of how it works. [...] There is not a lot of academic expertise or consultants that can do good work in this area.

Med bakgrunn i at utrederne hadde dyp forhåndsinnsett i den type problemstillinger som studien tar opp har man til tross for begrenset tid og ressurser skaffet en troverdig oversikt over hvordan ordningene fungerer. Videre har innretningen på intervjuene gjort at styrker og svakheter ved ordningene er belyst på en tilfredsstillende måte. Samtidig vil vi understreke at dette selvsagt ikke er en evaluering av den enkelte ordning.

I den opprinnelige forespørselen var det lagt stor vekt på studere evalueringspraksis og effekter av de ordninger som ble kartlagt. Vår studie har imidlertid vist at evalueringspraksisen i allmennhet er lite sofistikert, dette innebærer at dette punktet har fått noe mindre oppmerksomhet i studien. Videre er også slik at det å vurdere effekter av denne typen ordninger er svært krevende og man trenger gjerne et tidsperspektiv på ca. 10 - 15 år før man kan se de fulle effektene. Dette betyr at resultatene vi ser fra ordninger som har operert i relativt kort tid må tolkes med en viss varsomhet.

3.4 Casebeskrivelser

3.4.1 Finland – VIGO programmet

Bakgrunn

Finland ligger helt i verdenstoppen når det kommer til investering i forskning og utvikling (FoU) med ca. 4 prosent av bruttonasjonalprodukt. Dette betyr at man i Finland både fra offentlig og privat side har fått til en unik og svært sterk satsing på FoU-prosjekter. Det stilles likevel spørsmål om en alt for stor andel av disse midlene anvendes i inkrementelle bedriftsrettede innovasjonsprosjekter, og at det settes inn for lite i forskning på banebrytende teknologi som kan resultere i et større kommersialiseringspotensial og utvikling nye og eksisterende næringer. Videre har det gjennom det siste tiåret blitt mer fokus på hvordan denne brede forskningsinnsatsen kan transformeres til nye vekstbedrifter. I dette ligger det en klar forventning om at investeringen i forskning og utvikling skal bidra til framvekst av flere og mer vekstkraftige bedrifter (Luukkonen, 2010).

Man har derfor i Finland eksperimentert med ulike ordninger som er ment å stimulere kommersialisering. Det ser man blant annet ved at Tekes (The Finnish Funding Agency for Technology and Innovation) har utvidet sine aktiviteter fra primært å støtte FoU til også å utvikle instrumenter som skal støtte kommersialiseringen av høyteknologibedrifter. Dette har i stor grad vært ordninger i form av ulike typer tilskudd til potensielle vekstbedrifter, ordninger for å stimulere framveksten av nye bedrifter. I 2008 ble ordningen ”young innovative entrepreneurs” (YIE) som et tilbud til nye potensielle forskningsbaserte vekstbedrifter. Gjennom denne ordningen kan unge bedrifter få inntil 1 million euro i tilskudd og lån (tilskudd utgjør ca. 75 prosent).

Videre har finske myndigheter gjennom flere ulike typer virkemidler eksperimentert med modeller for såkornfinansiering for å bidra til utviklingen av nye høyteknologibedrifter. Fram til 2003 var ansvaret for dette lagt til Finlands Industrifinansiering AB. Gradvis har det statlig eide selskapet Finnvera overtatt denne rollen som såkornaktør. Finnvera etablerte i 2005 Seed Fund Vera Ltd. som har 96 millioner euro i forvaltningskapital (utvides med kapital fra ERUF i 2011). Fondet har som mål å bli ”evergreen”. Så langt har fondet gjort 161 investeringer totalt (19 investeringer i 2010). Fondet har totalt 25 exits men bare en håndfull med gevinst. Fondet gjør initiale investeringer på opp til opp til 500 000 euro. Fondet er også sekretariat for et landsdekkende Business Angels Network, InvestorExtra, som ble etablert i 2008. Gjennom sekretariatsfunksjonen legger man til rette for investormøter ca. en gang pr. måned hvor entreprenører får presentere sine prosjekter for investorene i nettverket.

Selv om man gjennom introduksjon at statlige såkorninstrument har forsøkt å bidra til at til en positiv utvikling er det ingen tvil om at forskningsbaserte oppstartsbedrifter opplever det finske kapitalmarkedet som krevende. Det har også vært en utvikling i retning av at tradisjonelle VC fond i stadig mindre grad har gjort investeringer i såkornfasen.

Med dette som bakgrunn var det flere offentlige og private aktører som ønsket en sterkere samordning av eksisterende virkemidler. Man ønsket en samordning samtidig som man så at disse potensielle vekstbedriftene hadde behov for å få tilført kompetanse i tillegg til kapital. Med inspirasjon fra den israelske ”business incubator” modellen Yozma lanserte det finske næringsdepartementet i 2009 VIGO programmet.

VIGO programmet

Målet med VIGO programmet er å stimulere framveksten av nye teknologibaserte vekstbedrifter. Gjennom dette programmet vil man etablere et ”fast track” til finansiering. Samtidig ønsker man gjennom programmet å tilføre kompetanse til bedriftene. Dette skjer ved å incentivere forretningsutviklere med internasjonal erfaring. En av de private aktørene som var med i utformingen av programmet hadde følgende resonement for etableringen av VIGO:

”The most scarce resource in the ecosystem, typically, is the experienced entrepreneurs or the serial entrepreneurs. So how if we tried to give enough upside to some of those.”

I programmet valgte man i første omgang ut seks miljøer bestående av serieentreprenører, investorer og forretningsutviklere med internasjonal erfaring. Poenget er at disse med sin kompetanse, erfaring og nettverk kan bidra til at flere og bedre ideer med vekstpotensial realiseres. Hovedtanken er at når en sertifisert VIGO akselrator velger å engasjere seg i et prosjekt med egen tid og egne penger så skal dette utløse støtte fra Tekes sitt YIE program og investering fra Seed Fund Vera. De erfarne forretningsutviklerne skal da bidra til en raskere og bedre utvikling av selskapet slik at dette kan posisjoneres i et internasjonalt marked (også i forhold til tilgang på videre finansiering fra internasjonale investorer). Det enkelte VIGO er fokusert mot spesifikke bransjer. Dette innebærer at det ikke geografiske bindinger, men spredningen i bransjer bidrar til en geografisk spredning. Valget av hvilke miljøer som fikk status som VIGO ble gjort etter en anbuds konkurranse hvor 43 miljøer søkte om å få VIGO status.

Det er en ”styringskomite” bestående representanter fra VC miljøer, departement, TEKES og Vera Venture som har et felles ansvar for utviklingen av programmet. At programmet har blitt utviklet i samarbeid mellom private og offentlige aktører blir sett på som viktig, og styringskomiteen har hatt en sentral rolle, som påpekt av en av medlemmene:

”[The steering committee] sort of creates a forum where the private side and the public side can start working together. Otherwise it gets too formal. [...] If the governmental people start putting the brakes on, the business people don't want to participate any more. We managed to actually keep a good momentum going.”

Dette betyr at VIGO programmet opererer på siden av de tradisjonelle strukturene i Finland. En av aktørene som var sentral i oppstartsfasen beskriver det slik:

”It was the steering committee that was sort of in the driver's seat, even though the program was run by the Ministry and Tekes was sponsoring. [...] We got it up and running very quickly.”

Siden VIGO programmet ikke bidrar med finansiering har ressursinnsatsen for å drifte programmet vært ubetydelig. I oppstartsfasen hadde programmet en organisator med næringslivsbakgrunn som arbeidet på deltid. VIGO programmet har også utviklet et målesystem for å følge utviklingen hvor hver VIGO må rapportere status 2 ganger i året blant annet med informasjon om hvor mye finansiering oppstartsbedriftene har skaffet til veie. Målesystemet blir ansett som viktig for å kunne vise til resultater ovenfor de offentlige aktørene.

Det enkelte VIGO har noe ulike forretningsmodeller, men typisk investerer partnerne i det enkelte VIGO egne penger og egen tid i porteføljeselskapene og blir da typisk sittende med en eierandel på ca. 20 prosent. Fra en VIGO vi intervjuet kom følgende målsetning fram:

"We basically think that we are operating [in a company] for only two years maximum. During those two years we should be able to hire seasoned management, get a market validation outside Finland [...] and get it ready for the series A. [...] Typically we get a ownership of 10-20 percent of the company [...] we typically go in very early; [often] we have founded or co-founded the company together with the entrepreneurs."

Incentivet for partnere i et VIGO er primært avkastning på de investeringene som gjøres. Etter nærmere avtale kan de også få dekket deler av sin "lønn" fra tilskuddene som bedriftene får gjennom en "management fee", men hvert VIGO mottar ingen offentlig finansiering. Selv om det ikke er knyttet noen form for finansiering til statusen som VIGO, blir det ansett som attraktivt av de private aktørene, som forklart av en representant for private:

"This program gives much more visibility, it brings them deal flow. [...] because of the high visibility of the program [...] they can actually now tap into a much bigger pool of deals."

Dette innebærer at dels bruker partnerne i det enkelte VIGO sine nettverk for å identifisere interessante investeringsmuligheter og dels bidrar den økte synligheten til at tilgangen på potensielle prosjekter øker. Som nevnt skal det enkelte VIGO få initiell finansiering til sine prosjekter fra Tekes sitt YIE program (tilskudd og lån) og fra det offentlige såkornfondet Seed Fund Vera. Det er forventet at Tekes vil stå for ca. 2/3 av initielle finansieringen. Hvert VIGO med sine 3-4 partnere skal ha ansvar for maksimalt 10 porteføljebedrifter. Det er forventet at den offentlige finansieringen i 10 porteføljebedrifter vil utgjøre ca. 45 millioner euro i en treårsperiode (fordelt med tilskudd, lån og egenkapital). VIGO er dermed en selektiv ordning hvor hver porteføljebedrift får tilført betydelige ressurser både finansielt og kompetansemessig. Som et eksempel fikk vi følgende beskrivelse av virksomheten fra en representant for en VIGO:

"We have four partners right now, and the way we operate is that one partner can only participate in two companies at one time. Our effort to a portfolio company is typically half [of a position] or more, so it is a very substantial investment. [...] I am the CEO in one portfolio company and the chairman in two."

Så langt har bedriftene tilknyttet denne VIGO akseleratoren mottatt over 40 millioner Euro i finansiering, hvorav drøyt halvparten fra private aktører.

Erfaringer så langt

"This is a scheme that almost works". Partner, VIGO akselerator.

Utsagnet ovenfor illustrerer at de to første årene med VIGO akseleratorer langt fra har vært problemfrie. Intensjonen i ordningen er jo at man gjennom VIGOene får et "fast track" til offentlig finansiering. Men sett fra akseleratorene sin side er beslutningsprosessene for trege og heller ikke forutsigbare nok. I dag gjør først VIGOene en vurdering av prosjektene, deretter gjør TEKES og Seed Vera Venture sine egne vurderinger av hvert enkelt prosjekt. Resultatet blir en saksbehandlingstid på minimum 2 – 3 måneder og mindre forutsigbarhet. Partnerne i akseleratorene er av den oppfatning av beslutningen i all vesentlighet bør ligge hos dem, at de offentlige aktørene skal gå inn i de prosjekter som anbefales av det enkelte VIGO, som forklart av en VIGO representant:

"If this is done correctly it needs to be so that, basically we take the responsibility [...] Otherwise this is not motivating. Why would I be here, doing what I am doing, and then

I still have a 20 year old government official who say what I can do and what I can't do. [...] It needs to be predictable."

Å overlate beslutningen til private aktører bryter radikalt med hvordan både Seed Vera Venture og Tekes normalt sett opererer. Men beslutningsprosessen slik den skjer nå synes å være svært lite effektiv i og med at tre aktører gjør sine vurderinger uavhengig av hverandre. De private aktørene som er involvert er skeptisk til at Tekes skal få en mer sentral rolle i programmet, man er redd for programmet skal byråkratiseres dersom det inngår som et "av mange" programmer som forvaltes av Tekes.

De offentlige aktørene poengterer på sin side at dette er skattebetalernes penger og at denne typen beslutninger også må kvalitetssikres hos den enkelte aktør. Videre framhever Tekes at de også har en rolle når det kommer til å ivareta entreprenørens interesser, at entreprenøren står i fare for å bli overkjørt av det enkelte VIGO.

VIGOene har operert i kort tid, men man ser at flere har vært utløsende i forhold til å tiltrekke seg internasjonal VC finansiering. Dette indikerer at det internasjonale nettverket til partnerne i akseleratorene er svært nyttig for å styrke de potensielle vekstbedriftene sin legitimitet i et internasjonalt marked.

Etableringen av VIGO programmet har skjedd utenfor de ordinære kanalene. Programmet er utviklet med solid forankring på ministernivå, men selve operasjonaliseringen av programmet har vist at det er utfordrende å endre "spillereglene" så fundamentalt på kort tid.

Veien videre

VIGO programmet er i utgangspunktet satt opp for en periode på 3 + 3 år. Det betyr at programmet skal evalueres etter tre år. Da skal programmet som helhet evalueres, samt at det enkelte VIGO skal evalueres. En evaluering etter såpass kort tid som tre år er krevende og man kan kun forvente å se tendenser i utviklingen. Evaluering av det enkelte VIGO er noe enklere i og med at man ser om det enkelte VIGO har vært i stand til å tiltrekke seg interessante case og om partnerne har vært i stand til fasilitere privat finansiering for disse. Videre vil det også være et sentralt poeng å evaluere selve samspillet og beslutningsprosessene til de ulike aktørene. Det pågår allerede en dialog mellom aktørene for å gjøre beslutningsprosessene mer effektive (det er et ønske om å unngå at tre aktører skal gjøre sine helt selvstendige vurderinger av hvert case).

Videre eksperimenteres med opprettelsen av "mikro" såkornfond knyttet til det enkelte VIGO i løpet av 2011. Fondene vil da bli opprettet i samarbeid med Seed Vera Venture og ha en ramme på 5 millioner euro. I løpet av 2011 vil antall VIGOs bli utvidet, man ønsker i den sammenheng en større bransjespredning (av de seks eksisterende VIGOer har tre fokus på IKT).

Alle aktører som er involvert uttrykker sterk interesse for å videreutvikle konseptet og ser på denne første perioden som en pilotperiode, hvor man prøver og feiler og forsøker å tilpasse ordningen til den finske konteksten.

3.4.2 Skottland – Scottish Co-Investment Fund

Bakgrunn

Scottish Co-Investment Fund (SCF) ble etablert i 2003 for å bedre tilgangen på venturekapitalfinansiering for Skotske små og mellomstore bedrifter med vekstpotensial. Fondet

hadde en startkapital på 48 millioner Pund hvorav omtrent halvparten var støtte fra European Regional Development Fund. Målet med SCF var å øke kapasiteten og kompetansen hos private investorer for dermed å øke tilgangen på tidligfase kapital for skotske små og mellomstore bedrifter med høyt vekstpotensial. I korte trekk opererer SCF gjennom en base med godkjente investeringspartnere fra privat sektor, slik som business angels, syndikater av business angels, venturekapitalister og banker, som forklart av en representant for SCF:

“The core in the model is that we are not picking winners, we are picking partners that are likely to do continuous investment, have a good track record.”

Hver partner får øremerket et beløp ut fra antatt investeringskapasitet som kan søkes benyttet i forbindelse med investeringer som møter fastsatte kriterier fra Scottish Enterprise. Når partneren foretar en investering vil SCF saminvestere på like vilkår med et beløp mellom 100 000 og 1 million Pund i egenkapitalinvesteringer opp til 2 millioner. Det som skiller SCF fra de fleste offentlige investeringsfond er at det offentlige investerer egenkapital på like vilkår som private investorer og følger de private aktørenes investeringsbeslutning, som beskrevet av en SCF representant:

“Partners come to us, we do due diligence on those partners, we give them a contract which says that over the next xx years you have access to an amount of capital, and it is your discretion to negotiate deals on that basis.”

SCF startet med 15 mer eller mindre aktive partnere og 12 investeringer i 2003 og har siden utviklet seg til et nivå med typisk 55-60 investeringer i året og 28 partnere. De fleste partnerne er business angel syndikater.

Lanseringen av et nytt virkemiddel i 2003 bør sees i lys av at tilgangen på venturekapital var betydelig redusert i kjølvannet av at den såkalte dotcom-boblen sprakk. Scottish Enterprise og Scottish Executive satte derfor i 2002 i gang en gjennomgang av offentlige virkemidler for egenkapitalfinansiering av vekstbedrifter. I følge sentrale personer i dette arbeidet hadde man liten tro på eksisterende modeller, slik som offentlige venturekapitalfond eller private forvaltere av slike fond. I stedet var det et ønske om å finne modeller som kunne stimulere kapitalmarkedet uten å fortrenge private aktører. SCF hadde derfor mål om å stimulere private aktører gjennom å vise at det kunne være lønnsomt å investere i små og teknologibaserte selskaper og gjennom å øke antallet forvaltere og investorer i kapitalmarkedet, som forklart av en sentral aktør:

“Our objective was to increase the capacity and the capability of the Scottish market by bringing new investors into the market and to invest more regularly in the market.”

Utfordringen bestod i å identifisere hvilke aktører som opererte i markedet for investeringer i tidligfase teknologibedrifter og hvordan investeringsaktiviteten til disse kunne økes. Fra myndighetenes side ble det arbeidet aktivt med å finne en modell som kunne bidra til å utvikle markedet, som forklart av en som var med i denne prosessen:

“When we looked at the market; who are the early stage risk investors? We discovered that informal business angels were important. They would dominate by number of deals. There was no point in making a fund or a fund in fund. We needed more players in the market, but these people don't have a fund you could invest in.”

Business angels er enkeltindivider som gjør investeringer, men på dette tidspunktet fantes det også noen få business angel syndikater i Skottland som opererte etter en modell hvor flere investorer gjorde saminvesteringer. Opprettelsen av SCF er inspirert av denne modellen ved at det offentlige, i dette tilfellet Scottish Enterprise, tilfører kapital ved å saminvestere med private aktører i enkeltsselskaper på samme vilkår som de private. Rasjonalet bak denne modellen var å bidra til at de som opererte i dette markedet kunne gjennomføre flere og større investeringer fordi det offentlige bidro med tilleggskapital. Modellen forutsatte altså at volumet av kapital var for lite, men at det fantes aktører som var villige til å gjøre investeringer i tidlig fase, som uttrykt av en aktør:

“This particular co-investment model could not have been launched without the pre-existence of some mature angel groups capable and competent to be partners.”

To viktige forutsetninger for etableringen, utformingen og den senere suksessen til SCF var at det fantes betydelige skatteinsentiver og en infrastruktur som kunne tiltrekke private investorer. Gjennom Enterprise Investment Scheme (EIS) får investorer skattefradrag når de går inn med ny egenkapital i mindre bedrifter. Under visse forutsetninger kan investorene få tilbakebetalt 20 prosent av investert beløp, noe som ble forhøyet til 30 prosent i 2011. Det er også mulig å slippe beskatning av gevinsten eller avskrive tapet for å få redusert inntektsskatt når aksjeposten selges³². Totalt sett gir dette gunstige betingelser for investeringer i denne type bedrifter, som forklart av en representant for business angels:

“We can do very well because of the tax breaks. [...] If that is a complete loss [...] your loss is 35 percent of your own money. But if it is a win, there is no tax at all. If you are in an angel group and get a portfolio effect, it has a very significant effect on IRR (Internal Rate of Return).”

Dette er attraktivt for private investorer, som beskrevet av en som kjenner disse godt:

“A lot of our investors do it to get that relief, or do more of it just to get that relief. They call it EIS investing. ‘let’s do some EIS investing’.”

Siden EIS skattefradraget kun er gyldig for investeringer i enkeltbedrifter, ikke i fond, var det nødvendig å lage en ordning som tillot direkte investeringer dersom private aktører skulle være interessert, som forklart av en representant for busienss angels:

“Our guys will not put their money in a fund, because they will lose the tax breaks.”

Et annet virkemiddel for å utvikle investeringsmarkedet var etableringen av the Local Investment Networking Company (LINC) i 1993 for å utvikle business angel grupperinger etter amerikansk modell. LINC ble etablert av investorer, men mottar noe støtte fra Scottish Enterprise og EU. Ved opprettelsen av SCF fantes det allerede 6 aktive business angel syndikater som stod for en betydelig andel av tidligfase egenkapitalfinansiering av teknologibedrifter i Skottland. SCF ble derfor utformet slik at det var mulig å saminvestere både med business angel syndikater og konvensjonelle fond. Det har senere vist seg at business angel syndikatene har fått en sentral rolle i det skotske investeringsmarkedet og har stått for mesteparten av investeringene SCF har samfinansiert. De to første business angel syndikatene, Braveheart og Archangels, har stått for en betydelig andel, med henholdsvis 19 prosent og 16 prosent av alle investeringene til SCF fram til 2007 (Hayton et al., 2008).

³² For detaljert informasjon om denne ordningen se: <http://www.hmrc.gov.uk/eis/>

Typisk struktur på et Business Angel syndikat i Skottland er en guppering av private investorer bestående av en indre og en ytre sirkel av medlemmer. Den indre kjernegruppen består av 6-10 aktive og erfarne investorer som mottar, velger ut og strukturerer investeringscasene. Disse investorer alltid i alle casene. I tillegg er det en ytre gruppering av medlemmer på 20-70 investorer som er mindre aktive, men som gjør en selvstendig beslutning om de vil gå inn i hvert case. En av business angel representantene forklarte prosessen slik:

“The core group they screen the deals, they decide the structure and they say: we are investing in this with our own money, who else wants in? They have to allow the outer group to subscribe for as much as they want. There is no controlling mind as there might be in a VC fund which says we will only do half. They allow the guys to subscribe for as much as they want, because really it is an opinion poll on their judgement. Then they go to the co-investment fund for the gap, which is why the leverage has been much better than one to one.”

Den daglige driften av et business angel syndikat gjøres av en såkalt gatekeeper. Dette er enten en av investorene som er medlem i syndikatet som har tatt på seg rollen som leder og administrator eller en person som er ansatt for å gjøre dette (Paul and Whittam, 2009). Mindre og nystartede syndikater ledes ofte av et medlem, mens de større syndikatene har ansatt en leder på deltid eller fulltid.

LINC har til sammen vært involvert i 26 business angel syndikater, hvorav 7 har opphørt. I følge LINC har det de siste 6 årene vært en betydelig endring i strukturen på Business angel markedet fra tidligere å bestå av 400 enkeltindivider og to syndikater til nå å være kun 100 enkeltindivider, mens antallet syndikater er mangedoblet til 19. I følge flere av aktørene vi intervjuet har utviklingen med flere syndikater og økt grad av saminvesteringer mellom business angels medført at de er i stand til å tilføre mer kapital til hver enkelt bedrift og følge bedriftene gjennom flere investeringsrunder. En av aktørene vi intervjuet uttrykte følgende:

“It is possible for angels as a group, and with co-investment, to do four or five rounds to take a business to a 30 million exit. So it is a different population from the very small number that go superstars as a VC. [...] Angels can make good returns on ordinary exits, VC can't. I think they have different purposes. We can do very well because of the tax breaks.”

Dette har blant annet gjort at busienss angel finansiering i Skottland ikke bare bidrar i en initiell fase før Venture Capital kommer inn, men i mange tilfeller er en parallell finansieringsvei fram til oppkjøp eller børsnotering, som forklart av to ulike busienss angel representanter:

“There are certain times we can't avoid it, but we now work on the principle that we wouldn't invest in anything that we think might need VC capital.”

“It is not sequential here, it is parallel. It is angels or VCs. [...] at the angel conference in San Diego last year, they have electronic voting, and they did a poll,[...] 68 prosent said they would never do a deal where they expected to need VC.”

Siden SCF overlater investeringsbeslutningen til private partnere uten å gjøre en egen vurdering av investeringscasene, blir valg og kvalitetssikring av partnere viktig. En representant for et business angel syndikat hadde følgende beskrivelse av prosessen:

“It’s quite rigorous, but also relatively subjective, qualitative, because typically [the partner] will not have a huge track record [SCF] can measure, but [the partner] have to be seen doing deals with their own money and to be doing them capably.”

Måten SCF er organisert på gjør det relativt dynamisk i forhold til å kunne inkludere nye aktører, i motsetning til mer tradisjonelle fondsmodeller. For eksempel fikk SCF 7 nye partnere i regnskapsåret 2009/2010.

Selve investeringsprosessen er relativt enkel og ubyråkratisk, som forklart av en representant for SCF:

“The process is quite simple. If they find a deal, they tell us on one page. Within two weeks or less we say yes, and the next thing we see is the legal documentation which we scrutinize to make sure we get the right terms, and if we agree, our money goes to the company at the same time as the investors’ money. The money never touches the partner; it goes directly to the company.”

Selv om SCF modellen kan virke relativt ukomplisert, så er investeringsbeslutningen i stor grad basert på tillit, samtidig som beslutningen om investering ikke ligger hos selve business angel syndikatet. Syndikatene som SCF har avtale med gjør ingen investeringer, det gjør enkeltmedlemmene i syndikatet. En representant for busienss angel beskrev modellen slik:

“... these groups they are virtual. [Syndicate X] does not invest. [Syndicate X] Ltd pays the rent and pays the secretary and facilitates the process, but actually Scottish Enterprise co-invests with different permutations of private individuals in each case. But the core, that is the key: really trusting the core group that must lead with their own money. It is a difficult model to really capture because the entity [SCF] sign the co-investment agreement with is not investing. I keep saying that we really should not analyze this too much ...”

Evalueringer

SCF ble evaluert i 2007-2008 av uavhengige konsulenter som gjennomførte relativt grundige analyser av investeringsporteføljen og intervjuet en stor andel av investeringspartnerne og bedriftene som hadde SCF på eiersiden (Hayton et al., 2008). Denne evalueringen var svært positiv og mente SCF hadde stor grad av måloppnåelse. Evalueringen konkluderte som følger (side 95):

“The Co-Investment Fund is attaining its objectives and is held in high regard by all parties: partners, investees, intermediaries, and non-partner investors. It is praised for its “bravery” in putting the private sector in the lead and the speed, simplicity and flexibility of its processes. To this we would add its performance and impact upon Scottish SMEs.”

Evalueringen estimerte at SCF hadde bidratt til mellom 449 og 664 nye arbeidsplasser og at effekten på bedriftenes omsetning var mellom 38 og 55 millioner Pund. Dette var en sterkere vekst enn skotske bedrifter for øvrig og fortrenget i liten grad annen virksomhet siden størstedelen av bedriftenes salg var utenfor Skottland.

I løpet av 2006 og 2007 ble det også gjennomført en evaluering av Skotske Venture- og lån-fond støttet av ERDF som inkluderte SCF (Scottish Government Social Research, 2008). Også denne evalueringen konkluderte med at SCF hadde bidratt til å utvikle finansieringsmarkedet i ulike regioner av Skottland (side 3):

“The availability of public sector match funding increased the deal capacity of syndicates. Coupled with other public assistance in the running of syndicates, the result has been a strong syndicate network, particularly in the East of Scotland, with newer developments in the West. And some of the investment partners of SCF were not previously involved in company finance in Scotland.”

Evalueringen var også klar på at SCF hadde høy addisjonalitet både for bedriftene de investerte i og for investeringspartnerne (side 3):

“The reason for bringing deals to SCF is often a lack of financial capacity to meet the whole of the deal, or a desire to spread risks. Such reasons imply additionality – the deals would not be entered into fully if SCF was not there.”

SCF har fokus på å utvikle markedet og ønsker nødvendigvis ikke å bli målt på i hvilken grad de bidrar til finansiering av enkeltbedrifter, som forklart av en sentral person i utformingen av SCF:

“One of the evaluations took a bottom up approach, went to the companies. The businesses are our beneficiaries, but what we are trying to do is to develop the market in Scotland to be more active and sophisticated. Instead of looking at the companies, you should look at how the market developed. [...] It is quite easy to get money to companies, it is just giving them grants, but if you do that, nothing will change. You need to do something more sophisticated to engage an active market. What we do is lubricate the process.”

Siden SCF følger investeringsbeslutninger tatt av private aktører er den geografiske spredningen i investeringene til SCF i stor grad påvirket av hvor de aktive partnerne er lokalisert. Dette medførte i starten at en stor andel av investeringene ble gjort øst i Skottland rundt Edinburgh, hvor det allerede fantes aktive investeringsmiljøer, som påpekt av en investor:

“The tradition of angels in Edinburgh is quite old. I mean hundreds of years old. [...] It fits in peoples’ minds. Whereas in Glasgow there isn’t that tradition and there are far fewer angel groups and consequentially fewer angel backed companies.”

Schottish Enterprise har i samarbeid med LINC arbeidet aktivt for å støtte opp om etableringen av nye business angel syndikater i flere regioner av Skottland. I stedet for aktivt å styre den regionale fordelingen av investeringene har SCF vært opptatt av å bygge en infrastruktur av business angel syndikater i flere regioner.

“We have not required investments in particular areas. We have put the emphasis in developing the infrastructure through an organization like LINC.”

En av de vi intervjuet hos SCF ga følgende eksempel på hvordan ett nytt business angel syndikat ble utviklet:

“Someone came and said that they were interested in setting up a syndicate, and asked LINC to help them. LINC told them how to do this, and they put one of their own people to be the temporary gatekeeper, so they keep the process and did the first couple of deals. So they developed so that LINC could stand back and say that they thought they were sophisticated enough to operate on their own. LINC would continue to help, but when new groups develops and becomes direct partners with us, that allows LINC to help develop new ones. This is a feeder process.”

Å utvikle nye business angel syndikater er en vanskelig prosess fordi de må bygges fra bunnen og er avhengig av at private investorer ser nytten av å være med.

“... one of the things that can make an angel group viable as an operation, is the fact that the co-investment fund pays a 2.5% deal fee. That is really critical in making the groups self-propelling. Angels cannot and will not pay the full cost of a sophisticated group. When LINC tries to get new groups going, we direct a little European money to support them for a couple of years.”

Utvikling av nye syndikater har gjort at investeringene i økende grad foregår i flere regioner, men fortsatt gjøres de fleste investeringene i de største byene, også av syndikater som har tilholdssted på mindre steder. De fleste vi intervjuet pekte på at mangel på investeringscase var den største utfordringen i forhold til å få større geografisk spredning på investeringene til SCF, som eksempelvis dette sitatet:

“I don't know if geographic location of the angels is relevant in a small country like this. The difficulty is generating quality dealflow.”

Resultat, effekter og læring

SCF ser ut til å ha bidratt til mer privat kapital i markedet, som uttrykt av en privat investor:

“In terms of what [SCF] have done I think the total amount out the door are 30 or 40 million and that has leveraged another 100 million, more or less, of money which I suspect is a multiple of the amount of money that would have been invested if the [SCF] had not been there.”

Dette støttes av en representant fra det offentlige:

“For every Pound we invest we get about 2.2 to 2.5 Pounds private money. What we are doing is essentially making the market to be comfortable with investing in these businesses and over time hopefully our contribution is reduced because the market confidence in these sectors is increased.”

Det ser også ut til at SCF har bidratt til å få flere aktører inn i markedet. Det har i alle fall vært en betydelig vekst i antallet partnere tilknyttet SCF samt såkorn- og venturefondene som benytter samme modell.

“When we started in 2003 there were 15 partners, whereof 3 angel syndicates, now we are 20+ angel syndicates in Scotland and in all the three funds we have more than 75 partners, Scottish, national and international. The co-investment model actually helps incubate business angel syndicates.”

Dette støttes av en representant for business angels som påpeker betydningen av å få nye aktører på banen:

“I believe that one of the really important factors is that you must have multiple delivery channels for getting capital into the early stage. If [SCF] simply have had a small number of co-investment partners [...] and given them bigger allocations, you would not get more deals, you get bigger deals. The existence of the co-investment fund has allowed many more groups to achieve critical mass, and so you are getting multiple delivery channels and many more companies funded. It does not get our guys to invest more money - it does allow them to support more companies.”

Utviklingen av nye aktører ser ut til å spille en positiv rolle for dynamikken i markedet, som forklart av en representant for SCF:

“The development of new angel syndicates as partners is an important point, especially in downturn market, because the existing players tend to focus on their existing portfolio and do not enter new deals, so you need to stimulate new players to get new deals.”

Modellen som SCF ble opprettet etter hadde ikke vært prøvd ut andre steder og var derfor avhengig av politisk vilje til å prøve ut noe nytt. Betydningen av at sentrale personer hos skotske myndigheter og i Scottish Enterprise har arbeidet aktivt over mange år med å forklare og forsvare SCF modellen bør ikke undervurderes.

Mange av aktørene vi har intervjuet fremhever betydningen av at investeringsbeslutningen gjøres av aktører som selv investerer i prosjektene og ikke av aktører som lever av selve investeringsprosessen. Dette har både med incentiver og kostnader å gjøre, som påpekt av to av aktørene vi intervjuet:

“One of the definitions of market failure, which gives rise to the equity gap, is that the cost of the process is disproportional to the capital delivered. If you try to make money from that process the market failure reasserts itself.”

“Unless you are motivated to make money out of the investments, to making money out of running the investments, then it is wrong. [...] angel groups should be driven by people doing the investing, and not the people doing the managing. I think that is a key, key, point. Because if you like to be driven by people doing the managing, you end up creating an investment managing business for creating their own profit, rather than making as much money as possible out of a company. Making as much money as possible out of a company is the best thing for the economy, the government and the angels.”

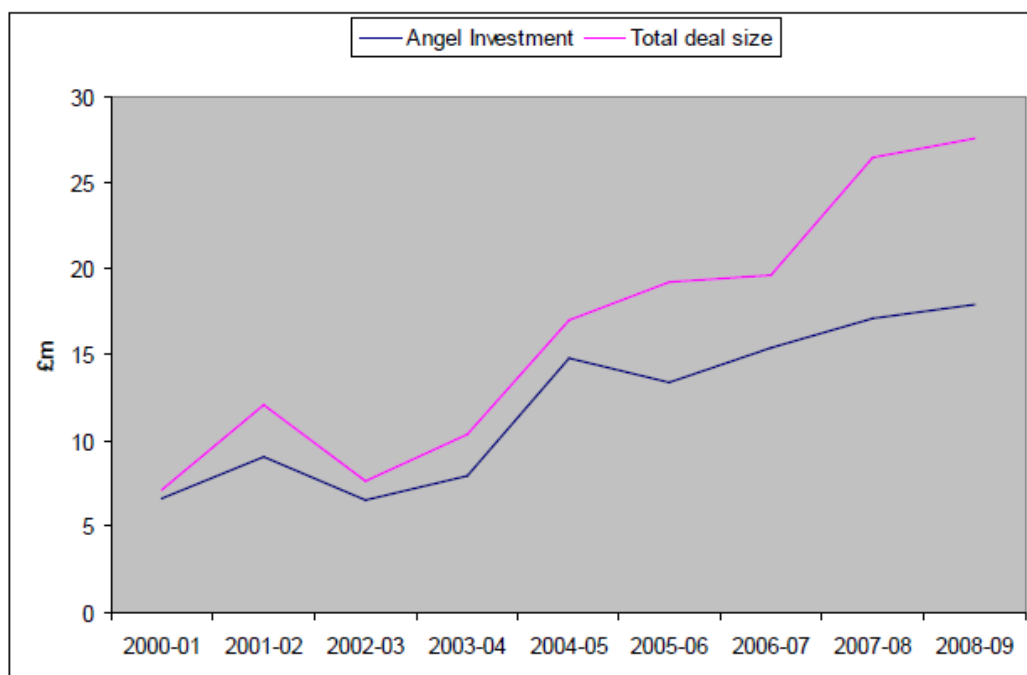
Utviklingen av SCF sier også noe om at modeller for offentlig inntreden i kapitalmarkedet må tilpasses den konteksten de opererer i og at samarbeid og eksperimentering er viktig. Som forklart av en representant for business angels, ble SCF ikke designet ved skrivebordet, men utviklet i samarbeid mellom flere aktører:

“You will meet many people who take credit for designing the co-investment fund, but, believe me, it was an accident. There were good will, and you know people were constructive, but don't think you can say this was pre-planned.”

Business angel syndikater star for to tredjedeler av investeringene selv om de utgjør under halvparten av partnerne i SCF. Man kan derfor trygt si at slike syndikater er svært viktige for SCF, som uttrykt av en representant for investorer som vi intervjuet:

“Without the angel groups the SCF would just have been another non-performing initiative.”

I følge Mason og Harrison (2010) skiller det skotske business angel markedet seg betydelig fra Storbritannia for øvrig ved at hver investering er større, det er flere saminvesteringer, flere oppfølgingsinvesteringer og bedriftene er større. Grunnen til dette antas å være at markedet i større grad er organisert i syndikater og tilstedeværelsen av SCF. Videre viser tall presentert av Mason og Harrison (2010) at investeringsaktiviteten blant business angels i Skottland har økt betydelig fra 2001 til 2009, med årlig antall investeringer opp fra 31 til 74 og investert beløp opp fra 6,7 til 17,9 millioner pund, som vist i Figur 3-2.



Figur 3-2: Utviklingen av business angel markedet i Skottland (øverste linje viser total størrelse på investeringene; nederste linje viser hvor mye av investeringene som ble gjort av business angels.)

Kilde: Mason and Harrison, 2010, side: 54.

Et viktig element for å få til et godt samarbeid med private partnere er langsiktighet og forutsigbarhet, slik at partnerne får tillit til at ordningen er tilgjengelig når de behøver den, slik en representant for SCF hevder:

“The advantage of having partners [...] is that you can say to them, “you have access to 3 million or 5 million over a period”. That gives them confidence to say that we can do more deals than we would have done.”

En av grunnene til at SCF har blitt anerkjent blant private investorer ser ut til å være at ordningen blir oppfattet som stabil, som antydnet av SCF:

“We have not made many structural changes to the model. Faith is an important part of this process.”

Selv om SCF i stor grad har lyktes med å bygge opp et mer velfungerende marked for tidligfaseinvesteringer er situasjonen relativt sårbar. Et eksempel som viser dette er reaksjonen fra busienss angels da det for et par år siden var uklarhet om hvorvidt SCF ville bli videreført, som forklart av en aktør:

“And simply the possibility that the co-investment fund would not be there in 2014, [business angels] just stopped until the situation clarified. What they would have to do is only do the number of deals they could sustain in the future alone. [...] Even the concept that the SCF might not be there, they adjusted immediately. There was one quarter, three months, in which there were no deals.”

Lagsiktighet kan være en utfordring i forbindelse med skiftende politisk ledelse, som forklart av en som vi intervjuet i offentlig sektor:

“From the public sector perspective you need faith. I’ve had 6 different enterprise ministers, to explain what we are doing it, why we are doing it, the long term benefits of doing it. Interesting enough, the politicians have not been a problem, they have all fully understood it, they have been fully supportive. The problem occurs when you have other civil servants who want your money for other things.”

Selv om SCF har gode resultater å vise til når det gjelder investeringssiden, så er det betydelig usikkerhet knyttet til realisering av verdier fra investeringsporteføljen. SCF har som mål å bli 'evergreen' ved at inntektene fra salg skal dekke behovene for nye investeringer. De senere års finanskriser har imidlertid medført at investeringssyklusen har tatt lengre tid enn planlagt, og det er foreløpig bare noen få eksempler på investeringer som er solgt med gevinst. I følge LINC er det en stor utfordring for investorene å få solgt seg ut av investeringene, men så langt har dette ikke lagt noen demper på investeringslysten, som Tabell 3-4 og følgende sitat viser:

“The groups that we have helped to get going since 2004 have not yet had an exit. We would have expected it in 2008, but everywhere has been just dead, so they have had 7 years with no exit. But the fact does not fit the logic, so 2010 was our biggest ever year. 104 investments, and more money than ever before.”

Tabell 3-4: Aktivitet i LINC for 2009 og 2010.

LINC Scotland Annual Deal Figures	Jan – Dec 2009	Jan - Dec 2010
Total Investment by LINC Members	£12.42m	£12.46m
Other Private Investment	£6.95m	£11.40m
<i>Sub-total Private Investment</i>	<i>£19.37m</i>	<i>£23.86m</i>
Total Public Sector Finance	£9.66m	£8.80m
Total Value of Investment Raised	£29.03m	£32.66m
Total No. of Investments	75	104
Size of Average Private Sector Investment	£258,266	£229,423

Kilde: LINC Scotland

3.4.3 Norge - den norske såkornordningen

Bakgrunn

De første rendyrkede private venturefond i Norge ble etablert på begynnelsen av 1980-tallet. I oppgangstidene ble det etablert en rekke fond, men etter "krakket" i 1987 fikk en rekke av fondene problemer. I og med at porteføljebedriftene utviklet seg dårlig ble det vanskelig å reise nye fond. Bransjen hadde utover 1990-tallet en solid vekst, og før dotcom-boblen sprakk i 2001 hadde det vokst frem et robust miljø. Dette resulterte i en sterkere konkurranse både om kapitalen og prosjektene, og bidro til en profesjonalisering og senere internasjonalsisering av bransjen.

De senere årene har man sett en svært sterk vekst i bransjen. Dette illustreres best gjennom å se på total kapital forvaltet av de norske fondene. I 2004 hadde norske fond 18 milliarder NOK under forvaltning, i 2010 hadde dette steget til ca. 60 milliarder NOK. Det bør samtidig nevnes at den overveldende majoriteten av denne veksten de senere år har kommet innenfor "buy out" segmentet og ikke innenfor klassisk venture eller tidligfase/såkorn. Veksten innenfor såkorn har kommet primært gjennom de statlig initierte såkornfondene etablert i 1998 og 2006.

Den offentlige virkemiddelaktøren Innovasjon Norge har et oppfølgings og forvaltningsansvar for såkornordningene og rapporterer til Nærings- og handelsdepartementet. Innovasjon Norge har som hovedformål: "...å fremme lønnsom næringsutvikling i hele landet, og utløse ulike distrikters og regioners næringsmessige muligheter gjennom å bidra til innovasjon, internasjonalisering og profilering". Organisasjonen har en rekke virkemidler for å bistå både nytt og etablert næringsvirksomhet. Det første såkornfondet ble etablert som et "samarbeidsprosjekt" mellom Nærings- og handelsdepartementet (NHD), Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond³³ (SND) og Norsk Investorforum i 1997. SND er senere blitt en del av Innovasjon Norge.

Om såkornordningen

Såkorn 1 – 1997/98

Såkornordningen innebar at staten deltok i finansieringen av såkornfond gjennom tilførsel av ansvarlig lånekapital, mens aksjekapitalen skulle ytes av private investorer. Formålet med Såkornordningen var å stimulere til private investeringer i bedrifter i tidlig fase. Såkornordningen skulle utløse privat kapital, bedriftene det investeres i skulle tilføres kompetanse og investeringene skulle gjøres i tidlig fase. Statens engasjement i såkornordningen ble underlagt Nærings- og handelsdepartementet, og SND ble gitt i oppgave å forvalte statens eierskap.

Det første fondet som ble opprettet var det landsdekkende START-fondet med total forvaltningkapital på 320 millioner kroner. Her gikk staten inn med et ansvarlig lån tilsvarende 160 millioner kroner. I tillegg ble det etablert 5 mindre regionale fond, se Tabell 3-5. Det ble valgt en tradisjonell fondsmodell med management (General Partners) og private aktører (Limited Partners). Staten tilførte kapital gjennom ansvarlige lån. Som risikoavlastningselement etablerte man et tapsfond (maks 50 prosent av den enkelte investering og maks 25 prosent av totalt kommittert kapital). Total kapital kommittert var i underkant av 800 millioner kroner. Fondene løper fram til 2013.

³³ *SND endret navn til Innovasjon Norge i 2003*

Tabell 3-5: Oversikt over aktivitet i såkornfondene runde 1 pr. april 2011.

	Kommittert kapital					Dealflow		IN detaljer		
	Privat	IN	Totalt	Port bed.	Exit		Totalt	Rente	Kap. fordel	
	Kapital	Ans. Lån	Kom. Kapital							
Såkorninvest Sør	53 075	53 074	106 149	15	17			Nibor +3	50/50	Fullt
Såkorninvest Nord	37 699	37 699	75 397	13	13			Nibor +3	50/50	Fullt
Såkorninvest Midt-Norge	63 013	63 013	126 026	23	31			Nibor +3	50/50	Fullt
START-fondet	160 000	160 000	320 000	7	16			Nibor +3	50/50	Fullt
Såkornsinvest Innlandet	30 000	30 000	60 000	-	18			Nibor +3	50/50	Konkurs
Såkorninvest I	44 236	44 236	88 472	11	10			Nibor +3	50/50	Fullt
<i>Sum</i>	<i>383 023</i>	<i>388 022</i>	<i>776 044</i>	<i>69</i>	<i>105</i>					

Kilde: Innovasjon Norge

Økonomiske resultater

De økonomiske resultatene for disse fondene har vært svært dårlige. Med unntak av Såkorninvest Sør har avkastningen fra fondene vært elendig. Kun en håndfull av nær 180 investeringer har gitt betydelig gevinst. Videre er den økonomiske situasjonen for flere av fondene kritisk og den fondsansvarlige i Innovasjon Norge beskriver situasjonen på følgende måte:

Et av fondene er jo allerede konkurs og flere av de andre sliter med å oppfylle sine forpliktelser.

Læring

Representanten fra Innovasjon Norge trekker fram flere elementer når han skal forklare hvorfor den første ordningen oppnådde såpass svake resultater. Disse kan oppsummeres på følgende vis:

- Risikoavlastningen var for liten.
- For lite fokus på forvalteren (manglende kompetanse).
- Svært lite exitkompetanse i forvaltermiljøene.
- For små fond.
- Modellen med ansvarlige lån har ikke vært heldig.

Dette er momenter som også har vært framhevet i evalueringer fra 2003 og 2008. Representanten for Innovasjon Norge framhever spesielt at modellen med ansvarlige lån har vært lite heldig av flere grunner:

- Kostnadene knyttet til management hviler på den private egenkapitalen.
- Fondene fikk en høy rentebærende gjeld som akkumuleres over tid. En høy gjeld gjør også at de private investorene mister interessen mot slutten av fondets levetid. Dette med utgangspunkt i at staten som lånekreditor skal ha sine lån innfridd før investorene

får noe tilbake. Det innebærer at incentivet for aktiv forvaltning av restporteføljen blir begrenset sett fra de private investorenes side.

Den nye såkornordningen (såkorn 2) – fortsatt sterke i troen

I runde to med såkornfond ble det etablert ni nye fond, hvor fire er landsdekkende og fem er distriktsrettede. Fondene ble opprettet i perioden 2006 til 2008. De distriktsrettede fondene er fond som kan investere i små og mellomstore bedrifter og er således ikke begrenset til investeringer i oppstartsbedrifter. Ordningen skal tilføre kunnskapsbedrifter med stort vekstpotensial lokalisert i næringssvake områder en kombinasjon av tålmodig egenkapital, kompetanse og nettverk som er utløsende for å realisere bedriftenes vekst- og lønnsomhetspotensial. Dette med geografisk avgrensning trekkes langt i ”regelverk for distriktsrettet såkornfond” av 20. desember 2010:

”Målgruppen for de distriktsrettede såkornfondene er bedrifter lokalisert i de mest næringssvake områdene som er truet med avfolking”

Det er all grunn til innledningsvis å stille spørsmålsteget om målsetningene til disse fondene er realistiske. Det å bidra til utvikling av bedrifter med betydelig vekstpotensial i områder som er truet med avfolking er en mildt sagt en krevende øvelse.

I Stortingsproposisjon nr. 1 (2004-2005) heter det at man gjennom etableringen av de nye landsdekkende såkornfondene vil:

”legge til rette for økt verdiskaping og bygge opp under visjonen om Norge som et av verdens mest nyskapende land. Skal vi opprettholde og videreutvikle dagens høye velferdsliv, må vi rette oppmerksomheten mot de ideene, produktene og tjenestene som vi skal leve av når petroleumsepoken ebber ut”.

I ”regelverk for landsdekkende såkornkapitalordning” av 20. desember 2010 går det fram at målgruppen for de nye såkornfondene er innovative oppstartsprosjekter, spesielt prosjekter med utspring fra universiteter og høyskoler. Videre klargjøres det at disse fondene skal gjøre sine investeringer i:

”...oppstarts-, såkorn- eller annen tidlig fase.”

Fondene i såkorn 2 forvalter totalt ca. 2,5 milliarder NOK, se Tabell 3-6. Ordningen er notifisert og godkjent av ESA³⁴.

³⁴ ESA er forkortelse for EFTA Surveillance Authority og er EFTAs overvåkningsorgan. Dets hovedoppgave er å sørge for at de regler og plikter som følger av EØS-avtalen gjennomføres og følges i EØS EFTA-statene: Norge, Island og Liechtenstein. I praksis betyr dette at ESA følger opp at EFTA landene implementerer de direktiver etc. som er relevante i henhold til avtalen med EU om europeisk økonomisk samarbeid (EØS avtalen).

Tabell 3-6: Oversikt over aktivitet i såkornfondene (landsdekkende og distriktsrettede) runde 2 pr. april 2011

Landsdekkende såkornsfond, 2006

	Kommittert kapital					Dealflow		IN detaljer		
	Privat	IN	Totalt			201	Totalt	Rente	Kap. fordel	#1 Invest
	Kapital	Ans. Lån	Kom. Kapital	Port bed.	Exit	0				
ProVenture Seed	168 500	166 750	335 250	16	3	66	365	Nibor +2	50/50	Nov 06
Sarsia Seed	166 750	166 750	333 500	20	1	60	284	Nibor +2	50/50	Jan 07
SåkorninVest II	174 600	166 750	341 350	12	3	124	682	Nibor +2	50/50	Nov 06
Alliance Venture Polaris	172 600	166 750	339 350	12	1	121	782	Nibor +2	50/50	Feb 07
Sum	<i>682 450</i>	<i>667 000</i>	<i>1 349 450</i>	<i>60</i>	<i>8</i>	<i>371</i>	<i>2 113</i>			

Kilde: Innovasjon Norge

Distriktsrettede såkornsfond, 2006

	Kommittert kapital					Dealflow		IN detaljer		
	Privat	IN	Totalt			201	Totalt	Rente	Kap. fordel	#1 Invest
	Kapital	Ans. Lån	Kom. Kapital	Port bed.	Exit	0				
KapNor Fond	80 400	175 000	255 400	21	2	28	234	Nibor +0,5	70/30	Okt 06
Fjord Invest SørVest	82 000	134 000	216 000	8	0	81	264	Nibor +0,5	50/50	Sept 07
Norrinnova Invest	96 600	175 000	271 600	15	3	23	88	Nibor +0,5	70/30	Sept 07
Midvest I	57 324	121 300	178 624	4	0	68	189	Nibor +0,5	70/30	Aug 08
Midvest II	37 426	37 400	74 826	4	1	-	-	Nibor +2	50/50	-
Innlandet (under etabl.)	57 300	57 300	114 600	0	0	0	0	Nibor +2	50/50	-
Sum	<i>411 050</i>	<i>700 000</i>	<i>1 111 050</i>	<i>52</i>	<i>6</i>	<i>200</i>	<i>775</i>			

Kilde: Innovasjon Norge

Etableringen av de nye fondene forsøkte å hensynta noen svakhetene fra første runde med såkornfond:

- Det etableres større fond.
- Langt større vekt på valg av forvalter. Fokus på kompetanse og kritisk størrelse på forvaltningsmiljøene.

Det som imidlertid er overraskende er at man også i runde to valgte en modell med ansvarlige lån til tross for de svakhetene som ble avdekket rundt dette i runde 1. Innovasjon Norges fondsavdeling uttrykker det slik:

”...vi ble ikke konsultert i forbindelse med endelig valg av modell for den nye ordningen.”

Samtidig er regelverket endret slik at også de private investorene kan gå inn i fondet med ansvarlige lån og sånn sett være en kreditor på linje med Innovasjon Norge. Selv om det er noen forbedringer så har ordningen mange av de samme utfordringene som preget første runde med såkornfond. Samtidig gjør selvsagt bedre rentebetingelser og en noe større fleksibilitet at risikoavlastningen som tapsfondet er ment å gi blir reell. I regelverket går det også klart fram at ordningen med tapsfond er ment å:

”...overføre noe av risikoen ved såkorninvesteringer fra de private investorene til staten og på denne måten stimulere til økte private investeringer i såkornfond og såkornprosjekter.”

Når man valgte forvaltere i runde to av fondene ser man en blanding mellom å gi oppdraget til nye miljøer og det å gi eksisterende forvaltningsmiljøer muligheten til å etablere seg på såkornsidene. Men ingen avtalene med de opprinnelige forvaltermiljøene fra runde 1 ble videreført i runde 2. Man forsøkte fra Innovasjon Norge sin side å fasilitere framveksten av miljøer med kompetanse og vilje til å investere i tidlig fase. Dette betyr at Innovasjon Norge i stor grad har forsøkt å få plass forvaltningsmiljøer som allerede har forvaltererfaring, og da spesielt fra tidlig fase. Samtlige av de nye fondene er organisert etter en venturekapitalmodell med ”general” og ”limited” partners. De nye fondene er av en størrelse som kan forsvare et management på fire – fem personer. Fremdeles er det slik at forvaltningskostnadene må bæres av den private kapitalen.³⁵ Dette gjør at forvaltningskostnadene for det enkelte fond blir høye. De ledende private aktørene i de nye fondene i runde 2 består av institusjonelle aktører som banker, sparebanker, forsikringselskaper og kraftselskaper. I de regionale fondene har kraftselskapene gjort seg spesielt gjeldende. Vår kartlegging har også vist at mange av disse ser på disse investeringene ut fra et regionalt utviklingsperspektiv. Privat kapital i form av investering fra business angels utgjør kun en liten andel av total kapitalen, men denne typen aktører har vært svært sentrale i prosessen med å mobilisere kapitalen fra de institusjonelle aktørene.

Investeringsbeslutningene i disse fondene skjer typisk ved at forvalteren (managementet) står for identifisering, screening og evaluering av aktuelle prosjekter. På basis av dette forhandles det fram en avtale som regulerer forholdet mellom investor og porteføljebedrift. Det er styret i fondet som tar den endelige investeringsbeslutningen. Etter at investeringen er gjort vil fondet gjerne ha rett til 1 til 2 styreplasser (ofte styreleder) og vil normalt sett følge opp sin investering gjennom å ta en aktiv strategisk rolle, svært skjelden en operativ rolle. Dette betyr at fondene opererer svært likt tradisjonelle VC fond (men i tidligere fase). De fremstiller seg også slik i kommunikasjonen utad (hjemmesider, presentasjoner etc.).

Representanten fra Innovasjon Norges fondsavdeling framhever at fondene i runde to opptrer langt mer profesjonelt enn tilfellet var i første runde. Man ser også at fondene i større grad har satt av midler til oppfølginginvesteringer enn tilfellet var i runde 1. Videre er det også åpenbart at man i runde to i større grad har fått til saminvesteringer med andre ventureaktører. I regi av Innovasjon Norge er det utviklet arenaer hvor aktørene møtes og dette muliggjør kompetanseoverføring og samarbeid. Dette har medført at miljøene i mye større grad enn tilfellet var i runde 1 har felles informasjonsutveksling og

³⁵ De distriktsrettede fondene får et sjablonmessig tilskudd på ca. 1 million NOK til å dekke deler av forvaltningskostnadene.

kompetanseoverføring seg imellom. Videre framhever representanten for Innovasjon Norge at de distriktsrettede fondene i runde 2 i større grad har klart å spille sammen med regionale utviklingsaktører som banker, kunnskapsparke etc. Dette gjør at investeringen til regionale fondene har større spredning i geografi, samtidig som de ofte er bedre forankret mot regionale aktører som allerede er interessenter i bedriftene.

Effekter og læring

Dersom man går inn og ser på hvilken type porteføljebedrifter de distriktsrettede og de landsdekkende fondene investerer i kan man se noen interessante trekk. De landsdekkende er plassert i de fire største byene i Norge og har i svært stor grad investert i bedrifter som har sitt virke i den byen som fondet er lokalisert i. I den grad de investerer utenfor egen region er dette gjerne i form av saminvesteringer med andre såkornaktører. Videre er det også klart at en stor andel av investeringene har skjedd i selskaper med utspring fra forskningsmiljøer.

Et annet interessant trekk er at bransjefokuset til de ulike fondene i stor grad kan kobles til fokusområder hvor man i de ulike regionene allerede har noen form av "track record" relatert til forskning og kommersialisering. Et eksempel på en slik investering gjort av Pro Venture Seed i Trondheim er investeringen i Dynamic Rock Support (DRS) som ble gjort i 2009. Bedriften tilbyr en ny type bolter for å sikre underjordiske gruver. Denne bedriften er bygd opp rundt forskningen til professor Charlie Li ved NTNU. I kommersialiseringsprosessen har NTNU Technology Transfer hatt et hovedansvar fram til etableringen av bedriften. Bedriften forsøkte allerede i 2008 å få plass finansiering, men lyktes ikke. Fra såkornfondet sin side ble dette grunnlagt med at etableringsteamet på dette tidspunktet hadde åpenbare mangler, spesielt med hensyn til forretningforståelse. Bedriften fikk på plass en ny ung daglig leder som allerede hadde vært med på å starte, utvikle og selge en forskningsbasert "spin-off". Dette ble avgjørende for å sikre finansiering fra Pro Venture Seed. I 2009 gikk så Pro Venture Seed og en mindre regional corporate venture aktør inn på eiersiden i bedriften.

Det er ingen tvil om at såkornfondene innledningsvis i stor grad gjorde tidligfase investeringer i tråd med intensjonene i ordningen. Samtidig har en rekke aktører i randsonen til universitet og forskningsinstitutt stilt spørsmål om hvorvidt disse fondene over tid faktisk opererer som såkornfond. Leder av NTNU Technology Transfer uttrykker det slik:

"Disse fondene er tradisjonelle venturefond med en liten "twist" i retning av såkorn"

En profesjonell forretningsutvikler/serieentreprenør uttaler følgende:

"Det har i mange tilfeller vært lettere å gå i dialog med rene ventureaktører. De har vist seg mer risikovillige og kompetansebidraget har vært langt større"

Flere av forvalterne avviser dette på det sterkeste og peker på at porteføljene deres består av bedrifter i tidlig fase, men innrømmer samtidig at de innledningsvis gjorde langt flere tidligfase investeringer enn hva tilfellet var i 2010/11. Dette bekreftes da også med statistikk fra Norsk Venturekattalforening hvor det framgår at mens det i 2008 ble investert over 60 millioner Euro i såkornsegmentet, sank dette til 2,6 millioner Euro for første halvdel av 2010. Dette kan forklares med at de fleste fondene i runde to er nå i ferd med å bli fullinvestert. Dette kan forklare hvorfor aktører i randsonene til universitetene hevder at det nå nærmest er umulig å få med disse fondene i nye tidligfaseprosjekter. Dette illustrerer en av de store svakhetene ved den norske såkornmodellen. De eksisterende såkornaktørene

må ivareta de private investorenes interesser og må ha midler til oppfølgingsinvesteringer. Samtidig er det uklart om det kommer en videreføring av ordningen og hvilken innretning en eventuell videreføring får. Dermed er det fullt ut rasjonelt at såkornfondene gjør færre nyinvesteringer og langt færre investeringer i de tidligste fasene. Det er en manglende forutsigbarhet i modellen og man risikerer å måtte begynne ”på nytt” hver gang.

Evaluering av ordningene

Såkorn 1 er den eneste ordningen i denne studien som har virket såpass lenge at man kan si noe meningsfullt om de økonomiske resultatene av ordningen. Denne ordningen har vært gjenstand for evalueringer i 2003 og 2008. I evalueringen fra 2003 var hovedkonklusjonen at såkornordningen har fungert etter sin målsetning ved at ordningen har resultert i tilførsel av privat kapital og bedriftene har blitt tilført relevant kompetanse. I samme evaluering ble det også framhevet at det var fondet Såkorn Innlandet som så langt hadde lyktes best i å oppfylle de mange målsetningene med satsingen. Siden skulle historien vise at dette var det første fondet som gikk konkurs. Dette illustrerer at det å gjøre evalueringer av denne typen satsinger er mildt sagt krevende.

Ved evalueringen i 2008 kunne man fastslå at Såkorn 1 på ingen måte ville bli noen suksess. Dette ble klart dokumentert i evalueringen, men for Innovasjon Norge sin fondsavdeling kom ikke dette som noen overraskelse:

”Det meste av det som kom fram i evalueringen i 2008 var kjent for oss.”

I regelverket for ordningen går det fram at den skal evalueres, men det legges ingen føringer om når og hvordan dette skal skje. Det foreligger ingen konkrete planer om ytterligere evaluering av de norske såkornordningene. Det er heller ikke etablert ordninger med følgeevalueringer eller lignende og det foreligger ingen planer om å innføre noen form av følgeevaluering. Det skal imidlertid tillegges at Innovasjon Norge samler inn en hel del data fra såkornfondene og rapporterer til Nærings- og handelsdepartementet to ganger årlig. Med bistand fra en ekstern partner kunne dette gitt muligheten for en mer omfattende kontinuerlig følgeevaluering av ordningene. Innovasjon Norge evaluerer med ujevne mellomrom de ordninger de opererer.

Veien videre

Næringsdepartementet signaliserte i sin eierskapsmelding framlagt 1. april 2011 at man vil satse videre på landsdekkende såkornfond:

”Regjeringen vil etablere nye landsdekkende såkornfond for å stimulere til økte investeringer i tidlig fase, og dermed fremvekst av nye bedrifter. Det vil bli tilført ytterligere investeringskapital til Investinor.”

Det er uklart hvilken modell man da velger. Det ble i eierskapsmeldingen ikke gitt noen signaler om videreføring av de distriktsrettede ordningene.

Vår kartlegging har indikert at man i Norge fremdeles har en betydelig utfordring i fasen hvor offentlige tilskuddsmidler ikke lenger er tilgjengelig og til fasen hvor private aktører står klar til å investere i prosjektene på kommersielle vilkår. En videreføring av dagens modell vil ikke løse denne utfordringen. En form av videreføring vil likevel være med å støtte opp om en utvikling av kompetente forvaltermiljøer som har fokus på forskningsbaserte kommersialiseringsmuligheter. Spørsmålet blir da om man skal videreutvikle dagens modell og bygge videre på de miljøene som er etablert eller om det skal etableres nye typer ordninger som gjør at investeringene i større grad gjøres i de

fasene hvor klassisk venture opplever at risikoen er for stor. Videre er det spørsmål om man kan etablere ordninger som i større grad kan motivere og incentivere serielle entreprenører og profesjonelle forretningsutviklere slik at man får mer operativ investorkompetanse i de relativt få bedriftene som faktisk har et betydelig vekstpotensial.

3.5 Diskusjon

Dette avsluttende kapitlet begynner med en oppsummerende sammenligning av de tre ordningene som er kartlagt i Finland, Norge og Skottland. Deretter vil vi belyse betydningen av en historisk kontekst og hvordan dette påvirker målsetningene og innretningen på ordningen. I avsnitt 3.5.2 diskuterer vi valg modell for denne typen ordninger. Videre vil vi i avsnitt 3.5.3 oppsummere og diskutere våre funn relatert til evalueringer av denne typen ordninger. Kapitlet avsluttes i avsnitt 3.5.4 med en drøfting av implikasjoner fra denne studien i lys av en svensk kontekst.

3.5.1 En oppsummerende sammenligning

Formålet med denne studien har vært å kartlegge erfaringer med hybride såkornmodeller i Finland, Norge og Skottland. I studien har vi utarbeidet en beskrivelse av den enkelte ordning, men minst like viktig har det vært å få belyst hvordan ulike typer aktører oppfatter ordningen. I Tabell 3-7 oppsummeres våre funn relatert til: mål, organisering, beslutningsprosesser for investering, incentiver og geografisk innretning.

Tabell 3-7: Oppsummerende sammenligning av ordningene

	Scottish Co-Investment Fund (SCF)	Finland VIGO programmet	Norge Såkorn-ordningen
Mål	Å utvikle kapitalmarkedet i tidlig fase for derved å sikre finansiering av prosjekter med vekstpotensial.	Å gi de få utvalgte bedriftene med stort vekstpotensial muligheten til rask internasjonal vekst.	Støtte etableringen av innovative bedrifter med stort vekstpotensiale.
Organisering	Scottish Enterprise godkjenner partnere til ordningen og stiller kapital til disposisjon. Finansiering fra EU gjennom ERUF. Sterk orientering i retning av å utvikle robuste business angel syndikater.	En ny ordning med eget styre. Koordineres av Tekes. Gjennom en anbudsprosess rekrutteres profesjonelle forretningsutviklere som utgjør virtuelle "akseleratorer" (et VIGO). Gir et "fast track" til eksisterende ordninger.	Staten bidrar med ansvarlig lånekapital med tilhørende tapsfond. Administreres av Innovasjon Norge. Det enkelte fond satt opp etter en tradisjonell VC modell.
Beslutningsprosess	Når en godkjent partner kommer med et prosjekt vil SCF alltid saminvestere innenfor rammene av ordningen. SCF investerer med samme betingelser som de private investorene.	Hvert enkelt VIGO identifiserer lovende forretningskonsepter. Deretter gjør Tekes og Seed Vera Venture sine uavhengige vurderinger av prosjektet. Vurderingen fra det enkelte VIGO skal tillegges stor vekt.	Det er private eiere av det enkelte fond. Forvalteren identifiserer, evaluerer og forhandler med aktuelle prosjekter. Det er fondets styre (utgått fra de private eierne) som tar den endelige beslutningen om investering.
Incentiver	Ingen direkte risikoavlastning i ordningen, men man har generelle individuelle skatteincentiver som bidrar til at ordningen er gunstig for private investorer (både "front end" og "back end" incentiv).	Gir "fast track" til offentlige tilskudd og egenkapital. Partnerne i det enkelte VIGO incentiveres primært gjennom eierskap i oppstartsbedriftene. Forslag om generelle skatteincentiver har ikke fått nødvendig politisk	Hvert fond har et tapsfond med hvor inntil 25 % av den investerte kapital kan avskrives (inntil 50% av realisert tap i den enkelte investering).

	Scottish Co-Investment Fund (SCF)	Finland VIGO programmet	Norge Såkorn-ordningen
Geografi	Ingen geografiske føringer. En overveldende majoritet av investeringene skjer i geografisk nærhet til Glasgow og Edinburgh.	tilslutning. Den første runden med VIGO akselatorer har ingen geografisk begrensning. I neste runde vil man ha større spredning på bransjer som vil gi en større geografisk spredning.	De distriktsrettede ordningene har geografiske restriksjoner og skal investere i området som er truet med avfolking. De lands-dekkende fondene gjør primært investeringer i sitt nærområde, men har i prinsippet ingen geografiske begrensninger.

Mål og organisering - betydningen av en historisk kontekst

I alle tre ordningene forsøker man på ulike måter å involvere den private kapitalen slik at man i større grad enn tidligere får fokus på investeringer i bedrifter med reelt vekstpotensial. I dette ligger det også et dilemma i forhold til hva som er hovedmålet med ordningene.

- For det første forsøker man å involvere private aktører slik at man sikrer seg at det gjøres investeringer i prosjekter som reelt sett kan ha et betydelig vekstpotensial.
- Samtidig er det et helt klart ønske og intensjon om at aktørene skal gjøre investeringer i svært tidlig fase, det vil si investeringer under genuin usikkerhet (gjørne i forskningsbaserte spin-offs fra universitets- og instituttsektoren). Dette er ikke alltid forenlig med risikoviljen til den private kapitalen.
- For det tredje er det helt klart et ønske om å utvikle ”tynne” kapitalmarkeder, slik at de blir sterkere med hensyn til kapital og kompetansetilførsel (spesielt i forhold til fase og bransje og i noen grad også til region).

Det er åpenbart svært krevende å adressere alle disse hovedmålsetningene i en og samme ordning. I de tre kartlagte ordningene ser vi også at dette er vektlagt forskjellig og at dette har fått konsekvenser for innretningen på ordningene.

I Skottland har man vært svært fokusert på å utvikle kapitalmarkedet i tidlig fase, å bygge videre på en allerede etablert satsing på utviklingen av formaliserte ”business angels networks”. Her synes man å lykkes relativt bra med en ren saminvesteringsmodell. Modellen har bidratt til å skape et større og mer dynamisk kapitalmarked i tidlig fase. Da er det lett å trekke den slutningen at dette er en modell som relativt lett bør la seg overføre og tilpasse andre lands kontekster. Lederen for LINC Scotland er svært tydelig på at en slik tilnærming er en feilslutning:

We had 6 or 7 angelgroups already and that was enough to begin. It is not readily a transferable model if you have no angels present or no groups already.

Dette er et svært sentralt poeng, det var nettopp på grunn av at man allerede hadde satset på å bygge opp business angel syndikater at man hadde forutsetning for å etablere ordningen. Videre eksisterte det i Skottland allerede skatteincentiver for private investorer. Samlet sett ga dette et godt utgangspunkt for etableringen av den skotske modellen i 2003. Dette betyr samtidig at en ren saminvesteringsordning vil være en nærmest fullstendig

uegnet modell i de tilfeller hvor det ikke finnes en eksisterende ”infrastruktur” som kan ta i bruk ordningen. Et annet positivt element med den skotske ordningen er at man har stimulert aktører som faktisk gjør investeringer med egne midler. Dette i motsetning til svært mange andre initiativ for å stimulere såkalte business angels, hvor hoveddelen av stimuleringen har gått til ”gode hjelpere” som skal drifte ulike typer initiativer. Samtidig er det også klart at den etablerte saminvesteringsmodellen ikke løser utfordringen når det kommer til investeringer under genuin usikkerhet. Her ser man at Scottish Enterprise har etablert ordninger med ”proof of concept grants” og en egen tidligfase saminvesteringsmodell for investeringer opptil 100 000 £ (Rasmussen et al., 2006).

Ved etableringen av VIGO programmet i Finland er inspirasjonen fra den israelske Yozma ordningen lett å spore. Her er det også helt tydelig at det viktigste formålet er å få på plass flere kompetente miljøer som kan være med å utvikle forskningsbaserte forretningsideer i tidlig fase, ofte før selve bedriftsetableringen. Dette ut fra en erkjennelse at det kreves både kapital og kompetanse for å utvikle prosjekter hvor det er stor markedsmessig og teknologisk usikkerhet. Her kommer risikoavlastningen primært gjennom at bedrifter som kvalifiserer for ordningen får et ”fast track” med tilgang til tilskudd fra Tekes og egenkapital fra Seed Vera Venture. Et annet trekk ved ordningen er at de ulike VIGO akselatorene er fokusert på spesifikke bransjer. Sammenlignet med den skotske modellen er det åpenbart at denne satsingen er fokusert mot bedrifter som er i svært tidlig fase, nærmest i inkubasjonsfasen. Ordningen er for de ”få utvalgte”, de som har et betydelig vekstpotensial, og er utformet slik at man forsøker å forenkle og effektivisere tilgangen på tilskudd og egenkapital gjennom å prekvalifisere et antall miljøer bestående av serieentreprenører. Som i det skotske eksemplet ser man også her at ordningen er rettet mot aktører som reelt sett skal investere egen tid og penger i reelle oppstartsprosjekter. Dette i sterk kontrast til ordninger som primært bidrar til at ulike typer ”gode hjelpere” kan fakturere oppstartsselskapene time for time. Dette må sees i lys av at utformingen av ordningen har skjedd i samarbeid med ledende ventureaktører, utfra erkjennelsen av at finsk VC industri i liten grad faktisk gjør denne typen investeringer. Samtidig viser vår studie at det tar tid å tilpasse en slik ordning til eksisterende virkemidler og en finsk kontekst selv om forankringen er god og intensjonene er gode hos de involverte aktørene.

Den norske såkornordningen er nok den som i størst grad har forsøkt å dekke inn alle tre hovedmålsetningene som skissert ovenfor. Den første runden med såkornfond (såkorn 98) kan sees på som er eksperiment hvor man ønsket å gjøre noe nasjonalt og noe regionalt. Men satsingen ble noe halvhjertet og bidro i liten grad til en varig kapital- og kompetanseoppbygging i de regionene som fikk på plass slike fond. Det er nærliggende å trekke parallellen til engelske såkornfond etablert på 1990 tallet (Murray, 2007). Disse slet med mange av de samme utfordringene ved at kompetansen i fondet var for liten (det fantes heller ikke ressurser til å utvikle denne), dyr forvaltning og overordnede målsetninger som går i mange og dels motstridende retninger. I den andre runden med såkornfond ble fokuset på kompetanse langt tydeligere. Dels ble det satt krav til at forvalterne hadde en kompetansebase på plass fra dag 1 og dels har man satt fokus på kompetanseoverføring mellom fondene. En annen interessant utvikling er at man i runde 2 skiller tydeligere mellom regionale fond og landsdekkende fond. De regionale fondene er fond som kan investere i alle små og mellomstore bedrifter innenfor sin region. Dette er en erkjennelse av at risikokapital nærmest er fraværende i alle faser i en del regioner i Norge. Disse fondene får da en rolle som glir mot det å være en regional utviklingsaktør på kapitalsiden. Dette avspeiles også eierstrukturen for flere av fondene, ved at regionale banker og kraftselskaper er dominerende private eiere. De landsdekkende fondene på den

annen side er satt opp med et mål om å tilføre kapital og kompetanse til innovative oppstartsprosjekter i tidlig fase, gjerne med utspring fra forskningsmiljøer. Disse fondene er lokalisert i de fire største byene i Norge og investeringene har i stor grad blitt gjort i geografisk nærhet til fondets management. Selv om det er åpenbart at porteføljebedriftene til disse fondene samlet er i relativt tidlig fase, hevder mange aktører (entreprenører, teknologioverføringskontorer (TTOer), forskningsparker etc.) at fondene ikke gjør investeringer i prosjekter hvor usikkerheten er genuin. Videre bekrefter fondene selv at de gradvis har gjort færre investeringer totalt og en mindre andel investeringer i tidlig fase. Fondene gjør det klart at dette er relatert til at fondene snart er fullinvestert og man må ha midler til oppfølgingsinvesteringer i årene som kommer. Dette er jo også en kritikk mot den norske ordningen, det er manglende forutsigbarhet og derved blir fondene mer forsiktige. Den manglende forutsigbarheten har også resultert i at man i langt mindre grad enn for eksempel i Skottland har klart å bygge robuste og varige forvaltningsmiljøer.

Incentiver for den private kapitalen

I de tre ordningene er det kun i den norske at det eksplisitt er lagt inn et risikoavlastningselement i form av et tapsfond. Dette er i utgangspunktet et velmenende kompromiss slik at den private kapitalen skal incentiveres til å plassere sine midler i såkornfond. Problemet er at modellen gjør at alle forvaltningskostnadene belastes de private sin kapital. Dette kan igjen medføre at man ikke får bygget gode nok forvaltningsmiljøer. I den skotske SCF ordningen er det ingen risikoavlastning lagt direkte til ordningen. Ordningen gjør at investorene kan velge å investere i flere case, eventuelt gå tyngre inn i enkeltprosjekter, ved at den finansielle løftekraften økes. Videre eksisterer det generelle individuelle skatteincentiver som har vært en forutsetning for oppbyggingen av business angel syndikater i Skottland. I den finske VIGO ordningen ligger incentivet i at de godkjente akselatorene får et "fast track" til egenkapital og tilskuddsmidler. Videre legges det her opp til at partnerne i det enkelte VIGO primært incentiveres gjennom eierskap i de bedriftene hvor de selv investerer tid og penger. Det har i Finland fra politisk hold vært fremmet forslag om å innføre skatteincentiver for investorer som investerer i tidlig fase, men dette har så langt ikke fått den nødvendige tilslutning.

Geografiske hensyn

Som det framgår av Tabell 3-7 er det bare i den norske modellen at man har fond med geografiske begrensninger. Det er all grunn til å stille spørsmål om man ikke da legger for mange restriksjoner på fond som er avgrenset til å investere kompetent kapital i bedrifter med stort vekstpotensial. Videre er det interessant å se at selve lokaliseringen av det enkelte landsdekkende fond har avgjørende betydning for hvor investeringene faktisk gjøres (men da må man også ta med at disse fondene er lagt til de største byene i Norge, hvor det er forventet at tilgangen på kommersialiserbare prosjekter er stor). Representanter som forvalter den skotske ordningen var helt tydelige på at dette ikke var en ordning hvor man er opptatt av geografi i seg selv (utover det å sikre seg investeringene faktisk skjer i Skottland). Samtidig har man i Skottland sett at det å bidra i utviklingen av business angel syndikater resulterer at investorer i mer rurale regioner velger å organisere seg og faktisk entrer dette markedet (men så langt har disse syndikatene gjort sine investeringer i sentrale strøk). Heller ikke i Finland er den geografiske dimensjonen sentral, det understrekes at VIGO er en ordning for de få utvalgte som kan tilfredsstille svært høye forventninger til

avkastning. Samtidig ser man at det ved utvidelsen av VIGO ordningen vektlegges at man skal dekke flere bransjer, dette vil bidra til en større geografisk spredning enn det man så langt har sett.

Betydningen av langsiktighet og forutsigbarhet

Et sentralt funn i denne studien er at aktørene spesielt på investorsiden er svært opptatt av at langsiktighet og forutsigbarhet i ordningene. Dette så man for eksempel i Skottland i et tilfelle hvor det ble skapt usikkerhet om ordningen kom til å videreføres i det omfang som tidligere hadde skissert. Resultatet ble at de private aktørene ikke investerte i nye case for å være sikre på at de var i stand til å følge opp de investeringer de allerede hadde gjort. I Norge er dette også åpenbart; mangelen på langsiktighet gjør at de eksisterende forvaltningsmiljøene ikke har kapasitet til å gjøre nye investeringer mot slutten av fondets levetid. Arbeidet med å få på plass neste fond er usikkert og investeringsstrategien blir langt mer forsiktig (både i forhold til fase og antall investeringer). I Finland ser vi også at det skaper betydelig frustrasjon at både Tekes og Seed Vera Venture skal gjøre sine egne vurderinger fra case til case. Det gjør det langt mer krevende å få den fart og kvalitet på kommersialiseringsprosessen som de private aktørene ønsker. Partnersøk og dialogen med potensielle investorer (nasjonale eller internasjonale) blir dermed satt på ”vent”.

3.5.2 Bærekraftige modeller for såkornsatsing?

Den norske modellen er jo en modifikasjon av den tradisjonelle venturekapitalmodellen hvor man ved hjelp av statlig risikoavlastning forsøker å vri investeringene mot såkorn. Forutsetningen for etableringen av den norske (og også den svenske satsingen) har vært at man skal sette opp fond som skal ha et avkastningskrav og skal gjøre rent kommersielle investeringer. Et sentralt spørsmål blir da om det er realistisk å forvente at en satsing som innebærer en tradisjonell venturemodell er den riktige. Venturekapitalmodellen innebærer høye forvaltningskostnader og gjør at hvert fond må ha et antall investeringer med svært god avkastning for å lykkes kommersielt. Over det siste tiåret har man både i Europa og USA opplevd en samlet negativ avkastning i nærmest alle deler av klassisk venture. Dette gjør at man bør stille spørsmål om det er et realistisk mål at en satsing på å bygge opp relativt små fond, mange av dem med regionale begrensinger og management med liten erfaring, skal kunne levere en tilfredsstillende avkastning til sine offentlige og private eiere.

Spørsmålet blir om man kan tenke seg ordninger hvor eksisterende venturekapitalaktører stimuleres til å ta et ansvar også i tidlige faser. Dette gjelder spesielt innenfor regioner og bransjer hvor man faktisk allerede har på plass forvaltningsmiljøer innenfor klassisk venture. En modell hvor eksisterende aktører får en form av risikoavlastning for å ta et ansvar i tidlig fase vil kunne være mer effektiv både i form av antall faktiske såkorninvesteringer og forvaltningskostnader. Et eksperiment med et transparent og forutsigbart risikoavlastningselement kombinert med en saminvesteringsmodell i retning av den skotske ville kunne være langt mer dynamisk og utviklende enn en modell hvor man med ujevne mellomrom gir mer eller mindre kompetente miljøer med begrenset investor erfaring muligheten til å etablere nye forvaltermiljøer fra ”scratch”. I Skottland har man gjennom lang tid operert med ”front end” og ”back end” skatteincentiver for individuelle private investorer. Disse individuelle generelle skatteincentivene gjør at man ved å innføre en byråkratisk saminvesteringsmodell skapte et mer dynamisk kapitalmarked for bedrifter i tidlig fase.

Den finske modellen er også et forsøk på å samordne ulike former for støtteordninger slik at usikkerheten blir tatt ned på et nivå som gjør at det blir interessant for serielle entreprenører å bruke tid og finanskapital på å utvikle nye vekstbedrifter. Det å samordne og styrke offentlige virkemidler slik at det blir mulig å løfte fram potensielle vekstbedrifter er svært interessant. Et sentralt spørsmål blir da: hvem skal velge ut de bedriftene som får tilgang til et "fast track"? I bransjer hvor det finnes en kritisk masse med profesjonelle forretningsutviklere og serieentreprenører er mobilisering og incentivering av disse å foretrekke. Videre bør man vurdere å eksperimentere med modeller slik at etablerte ventureaktører stimuleres til samarbeid med serieentreprenører og / eller profesjonelle forretningsutviklere. I de tilfeller hvor denne typen aktører er villige til å investere egen tid og i noen grad egne midler så vil dette være en av de bedre beslutningsmodeller for å støtte utviklingen av nye vekstbedrifter. Men dette vil slett ikke være mulig innenfor alle potensielle vekstbransjer, man bør likevel tenke seg en ordning med fast track til egenkapital og tilskudd.

Ved første øyekast er det den norske modellen som har det største risikoavlastningselementet gjennom de etablerte tapsfondene, men ser man på konteksten som helhet blir bildet mer uklart (man skal jo også huske på at norske entreprenører har tilgang på en rekke tilskuddsordninger som kan ta ned usikkerheten i det enkelte prosjekt). Men det er hevet over enhver tvil at ordningen med ansvarlige lån er lite heldig, tungvint å administrere og dyr å operere for de fondene som ikke lykkes ekstremt godt. Man kan se på organiseringen av såkorn 1 i Norge som en oppskrift på hvordan man ikke skal organisere framtidige ordninger. Selv med de justeringer som er gjort i runde 2 er det lite som tyder på at denne organiseringen av såkornordningen gir de effekter man faktisk ønsker.

3.5.3 Utfordringer ved evalueringer hybride såkornmodeller

Det mest slående i denne studien når vi fokuserer på evalueringer er hvor lite bevisst man har vært på å gjøre systematiske evalueringer av ordningene. Videre er det også interessant at ingen av ordningene har vært gjenstand for en følgeevaluering initiert ved oppstarten av ordningene. Det legges heller ikke opp til at det skal gjennomføres systematiske følgeevalueringer i framtiden. Det virker på mange måter som om det er valgt en minimumsløsning når det kommer til evalueringer. Man gjør evaluering av de enkelte ordninger når man trenger resultater som kan anvendes i en politisk kontekst for å videreføre eller justere ordningene. Men samtidig ligger det her et stort potensial for å foreta følgeevalueringer i alle de tre kartlagte ordningene siden man samler inn interne data på en rekke parameter to ganger i året. Dette gjør at man allerede har på plass en intern rapporteringsstruktur som eventuelt kan anvendes for i arbeidet med å gjøre systematiske følgeevalueringer.

Videre viser denne studien at evalueringer av denne typen ordninger er krevende også med hensyn til tidsperspektivet. I denne studien er det jo bare den første runden med såkorn i Norge som har pågått såpass lenge at en evaluering av de faktiske investeringene er meningsfull. Dette illustreres jo som nevnt godt med den første evalueringen som ble gjort av den norske ordningen i 2003, hvor fondet som best hadde hensyntatt de målsetninger man hadde satt opp på forhånd gikk konkurs et par år senere. Videre viste den første evalueringen en bra addisjonalitet i forhold til å tiltrekke seg annen kapital (tilskudd, lån og egenkapital). Men det er jo grunn til å stille spørsmål hvor relevant dette faktisk er når det viser seg at kun en håndfull bedrifter viser seg å levere solid avkastning.

3.5.4 Implikasjoner i lys av en svensk kontekst

I Sverige ble det etter en politisk prosess valgt en modell med regionale fond. Det er noen variasjoner, men de fleste fondene er satt opp etter en tradisjonell venturekapitalmodell hvor den statlige kapitalen matches med den private kapitalen i de ulike regionene. I utgangspunktet synes ikke dette å være en god modell. I grove trekk er dette modellen som har feilet i Norge (og også for eksempel i England).

Samtidig har det enkelte fond en brukbar størrelse, som kan gi mulighet for å bygge rimelig robuste forvaltningsmiljøer. Videre gir regionaliseringen noen muligheter til å tilpasse fondene til den geografiske konteksten hvor de faktisk opererer. Dette ser man også til en viss grad i og med at enkelte fond er satt opp nærmest som rene saminvesteringsinstrument. Samtidig er det åpenbart at fondene har svært ulike forutsetninger når det kommer til tilgangen på interessante investeringsprosjekt. Et fond i et tynt befolket område i Nord-Sverige vil selvsagt ha helt andre arbeidsforhold enn et fond satt opp i et tett befolket område i sør. Et fond i et ruralt område vil kunne spille en sentral rolle som kompetanse- og kapitalaktør for bedrifter i ulike faser og med ulike typer vekstambisjoner. Kanskje bør det aksepteres at et slikt fond gjør investeringer med et bredere fokus både i bransje og fase hva som er tilfellet i deler av det sørlige Sverige hvor man har en helt annen ”infrastruktur” når det gjelder tilgang på kompetanse og kapital. Her kan man forvente at et statlig initiert såkornfond faktisk fokuserer på å gjøre investeringer i svært tidlig fase. Da blir igjen spørsmålet om en symmetrisk investeringsmodell uten risikoavlastning er tilstrekkelig for at den private kapitalen skal allokere med reelle såkorninvesteringer. Samlet sett betyr dette at man bør ha ulike forventninger og dermed ulike hovedmålsetninger for ulike typer fond i ulike typer regioner i Sverige.

Videre bør det vurderes å se opprettelsen av fondene i lys av andre støtte- og tilskuddsordninger. En løsning er å samordne denne aktiviteten og utvikle en form av systematisert ”fast track” til støtteordninger for bedrifter som har et betydelig vekstpotensial. En slik samordning vil gjøre at investorene oppfatter usikkerheten som noe lavere og dette igjen vil bidra til at såkornfondene investerer mer i nye og unge bedrifter med vekstpotensial. I den grad det er mulig bør det innledes samarbeid med grupper av serieentreprenører og profesjonelle forretningsutviklere som kan arbeide operativt i potensielle vekstcase (men for all del unngå at man nok en gang lager et system som først og fremst gir konsulenter muligheter til å fakturere timer). Det å løfte fram et vekstcase krever som kjent både kompetanse og kapital, det er rett og slett ikke realistisk å tro at forvaltermiljøene har kapasitet og kompetanse til å bidra operativt nok i tidlig fase.

4 Policydiskussion

4.1 Länderna

Föregående kapitel har, tämligen detaljerat, presenterat erfarenheter från liknande satsningar i tre andra länder: Skottland, Finland och Norge. Valet av dessa länder har dels skett med syftet att hitta intressanta erfarenheter ur ett svenskt policyperspektiv, dels utifrån ett kontextuellt perspektiv. Det gäller att ha en stor respekt för det senare. Lärandet får inte vara okritiskt och innebära förenklade ”copy-paste” lösningar. Sammanhanget måste beaktas.

Med detta sagt kan konstateras att länderna uppvisar vissa likheter eller särskilt intressanta erfarenheter som motiverar deras medverkan. På samma sätt som Sverige kan både Norge och Finland beskrivas som länder inom den s.k. ”nordiska välfärdsmodellen”. Detta innebär bl.a. vissa likheter när det gäller:

- Stor offentlig sektor
- Stabil parlamentarisk demokrati
- Organiserad arbetsmarknad
- Relativt små och öppna ekonomier
- Hög utbildningsnivå, utbyggd forskningsinfrastruktur

Förutom dessa systemmässiga likheter finns även stora överensstämmelser när det gäller faktorer som klimat, avstånd, gleshet etc. Även om Skottland också uppvisar en hel del likheter med Sverige ligger det inte kontextuellt lika ”nära” som våra nordiska grannar. Skottland har dock en intressant historik med hybridsatsningar inom riskkapitalområdet som väl försvarar dess medverkan. Inte minst gäller detta Scottish Co-Investment Fund (SCF) som även har varit en direkt inspiratör för den tidigare svenska pilotsatsningen med tre regionala fonder under åren 2005-2008.³⁶ Influenser som i den nuvarande satsningen fortfarande är närvarande, mest tydligt inom fonden Saminvest.

4.2 Diskussion

Användandet av fallstudier medför som andra metodval både för- och nackdelar. Det är svårt att generalisera utifrån enstaka fall och det kan vara begränsade möjligheter att replikera genomförda undersökningar. Å andra sidan ges goda möjligheter till fördjupad information. Metoden kan ses som särskilt lämpad vid undersökningar, som denna, med syfte att besvara ”varför-” och ”hur-frågor”.³⁷

Kapitel tre ger med sina fördjupade casebeskrivningar flera intressanta policyerfarenheter. I det följande kommer några av dem att kort diskuteras.³⁸ Erfarenheterna har grupperats i fem delområden: *utvärdering, långsiktighet, kontext, design och geografi*.

³⁶ Se en kort om pilotsatsningen i avsnitt 1.3

³⁷ Se t.ex. Yin RK, (2003), *Case Study Research: Design and Methods*

³⁸ Syftet med kapitlet är alltså att diskutera erfarenheterna från *rapportens fallstudier* ur ett svenskt policyperspektiv. Vid några tillfällen refereras annan internationell litteratur med koppling till fallstudiernas erfarenheter. För en samlad internationell forskningsöversikt av riskkapital, se t.ex. Landström H, (red.), (2007), *Handbook of research on venture capital*.

Utvärdering

Ur ett utvärderingsperspektiv kan konstateras märkbara brister i systematiska utvärderingsansatser. De utvärderingar som är gjorda är få till antalet och ger mer intryck av enskilda studier än delar i ett sammanhållet, långsiktigt, utvärderingssystem. Delvis, men inte alltid, kan det förklaras med att vissa satsningar ännu är ganska färska. Det är emellertid inget som hindrar att utvärderingsplaner och design *utarbetas* även för unga satsningar. Tvärtom. Den tunga svenska satsningen på ”följeforskning” tillsammans med Tillväxtanalys vidare utvärderingsuppdrag positionerar sig i sammanhanget som i det närmaste ett ambitiöst undantag.³⁹

Det är också värt att notera den eftersläpning i tid (den s.k. J-kurvan) som föreligger inom finansieringsområdet. Denna fördröjning innebär att *effektutvärderingar* kan behöva vänta upp till 10-15 år efter första investering för att fullt ut kunna fånga dess verkan. En realitet som inte alltid synkroniserar med det politiska systemet.

Sammantaget har detta medfört att specifika utvärderingserfarenheter inte kunnat insamlas i den omfattning som förväntades. Detta är dock i sig en egen erfarenhet.

Långsiktighet

Institutioner är enligt North att likna vid spelregler eller ramar som människor satt upp för att strukturera mänsklig samverkan. Institutionerna har en något paradoxal funktion. Samtidigt som de skall minska osäkerheten genom att erbjuda stabila spelregler måste de, för att vara effektiva, uppvisa flexibilitet och förmåga att anpassa sig till förändrade yttre förhållanden.⁴⁰

En sådan förmåga till samtidig stabilitet och flexibilitet i syfte att uppnå effektivitet kan också anses giltig när det gäller förutsättningar inom kapitalförsörjningsområdet. Den bild som framträder i Sørheim och Rasmussens studie pekar dock framförallt på betydelsen av långsiktiga spelregler och förutsägbarhet. Möjligen också på ett visst lärandeproblem mellan erfarenheter från Såkorn 1 och utformningen av Såkorn 2 i Norge.

Statliga insatser med ojämna mellanrum, osäkerhet om förlängningar samt eventuella förändringar i upplägg och villkor riskerar dels att påverka aktörernas investeringsvilja (i volym och fas), dels att försvåra uppbyggnad av kompetenta miljöer. I såväl Skottland som Norge ges exempel på hur marknaden reagerar snabbt och negativt på signaler om förändringar eller sena besked om fortsatta insatser. I Skottland upphörde i stort sett alla investeringar under en period när det var oklart om SCF-konceptet skulle förlängas eller ej. I Norge minskade benägenheten till investeringar i tidiga faser markant inom Såkorn 2-satsningen när liknande osäkerhet uppstod om framtida fortsättning och villkor för fonden.

Den svenska halvtidsutvärderingen visar dels att det tar tid med kompetensuppbyggnad i fonderna, dels en viss oro från de privata medfinansiärerna om olikheter i tidshorisont.⁴¹ Flera av de regionala fonderna var sena i starten. Orsakerna var inte oväntade: rutiner behövde utvecklas, regelverket var oklart, själva satsningen behövde marknadsföras till potentiella medinvestorare och portfölj företag samtidigt som strategiska rekryteringar till fonderna tog längre tid än planerat. Några av de intervjuade privata medinvestorarna

³⁹ Förutom vad som sägs om de studerade satsningarna i kapitel tre bekräftas också den bilden i andra sammanhang. Se t.ex. Lerner J, (2009), *Boulevard of Broken Dreams*; Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”;

⁴⁰ North D C, (1993), *Institutionerna, tillväxten och välståndet*

⁴¹ Se, Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder”

uttrycker viss oro över fondernas ”volymriktning”. En bestämd mängd kapital ”måste” investeras under en relativt kort tid, det finns en risk för olika syn på lämplig tidpunkt för exit etc.

Staten kan sägas ha två huvudspår att välja mellan för att hantera upplevda finansiella begränsningar; direkta eller indirekta åtgärder. Med det förra avses direkta marknadsengagemang, t.ex. genom statliga riskkapitalfonder. Med det senare menas politiska beslut som förändrar ramvillkoren för finansiering, t.ex. regelförändringar eller skatteincitament.⁴² Sverige har historiskt haft den absoluta tyngdpunkten på direkta policyåtgärder, medan Skottland som visades ovan även har tydliga inslag av indirekta åtgärder.

Marknaden behöver långsiktighet och förutsägbarhet för att fungera väl.⁴³ Det tar dessutom tid att bygga upp kompetens, etablera nätverk och få rationella rutiner på plats. En lärdom man kan dra av ovanstående är att vrida insatserna från korta, direkta policyåtgärder till mer indirekta, långsiktiga och systempåverkande riskkapitalstrategier som incitamentsstrukturer och regelförändringar.

Den långsiktiga utmaningen är dock, som berördes inledningsvis, att bygga upp och vidmakthålla en institutionell struktur som dels är stabil och långsiktig, dels stimulerar lärande och innovation.

Kontext

I vilken omgivning ”planteras” en insats? Hur har tidigare insatser konstruerats? De tre fallstudierna visar tydligt på kontextens betydelse.⁴⁴ Våra möjligheter att lära och överföra erfarenheter från andra länder är på samma gång en nödvändighet som en utmaning. En överväldigande majoritet av de frågor vi i Sverige ställs inför är internationellt giltiga. Det betyder att metoder och lösningar från andra länder är högst relevanta även för oss. Utmaningen blir att ta till sig dessa utländska erfarenheter och samtidigt beakta den kontext där de utvecklats. I detta fall måste satsningar inom kapitalförsörjningsområdet tolkas utifrån faktorer som t.ex. historik, den finansiella marknadens karaktär och olikheter i näringsstruktur.

Med detta i beaktande kan konstateras att de skotska erfarenheterna pekar på förekomsten av affärsänglar (BA) och skatteincitament som två avgörande kontextuella faktorer för SCF:s framgångsrika implementering i landet. Affärsängelnätverk (BAN) står för två tredjedelar av investeringarna inom SCF. I synnerhet vid tidiga faser verkar affärsänglar och affärsängelnätverk spela en betydelsefull roll. Med tanke på föreliggande svenska analyser om ”kapitalförsörjningsgap” i tidiga faser och statens marknadskompletterande roll är den erfarenheten värd att notera.⁴⁵

⁴² Se Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”, avsnitt 3.3.3

⁴³ En exakt siffra på långsiktighet är knappast meningsfull att definiera. Vad som kan sägas är att en sådan tidshorisont åtminstone är längre än en programperiod inom strukturfonderna.

⁴⁴ Ett annat exempel på kontextens betydelse är den framgångsrika israeliska Yozma-modellen. De flesta forskare torde vara överens om de speciella, och svårkopierade, förhållanden som bidrog till dess framgångar. Se t.ex. Avnimelech G, (2009), ”VC policy: Yozma program 15-yars perspective”.

⁴⁵ Se t.ex. EIF, (2007), *JEREMIE, Interim report for Sweden. SME Financing Gap Assessment*; SWECO EuroFutures, (2008), ”Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning i Sverige. En sammanfattning av åtta behovsstudier inför ett JEREMIE-initiativ”.

BAN i Skottland har nu inte sprungit fram och utvecklats helt utan statliga främjandeinsatser. Redan år 1993 bildades Local Investment Company (LINC). LINC har på olika sätt varit involverad i stöttning och bildande av totalt 26 affärsängelsyndikat.

I Finland är Seed Fund Vera sekretariat för ett nationellt BAN – *SijoittajaExtra* (InvestorExtra). I nätverket ingår ca 150 affärsänglar. Tjänstekonceptet består av en webbplats och evenemang med företagspresentationer.

I Norge har kapital från BA bara utgjort en liten del av de totala investeringarna. Men det noteras att informella investerare ändå spelat en viktig roll när det gäller att mobilisera institutionellt kapital. Generellt kan dock BA-segmentet anses vara relativt lite utvecklat i Norge. De senaste tio åren har några kommersiella och icke kommersiella försök gjorts för att formera olika varianter av BAN. Ingen av dessa har dock lyckats särskilt bra. En av anledningarna till detta kan vara att initiativen enbart i liten omfattning varit förankrade mot faktiska investeringsmiljöer.⁴⁶

Förutom en befintlig, och växande, grupp av affärsänglar på plats pekar även de skotska erfarenheterna på systemet med skatteincitament för individer som mycket betydelsefullt. Genom Enterprise Investment Scheme (EIS) design ges möjlighet till skattelättnader i olika former, både ”front end” och ”back end”.⁴⁷ Frågan om skatteavdrag för investerare i tidig fas har väckts även i Finland, men har ännu inte tillräckligt politiskt stöd. I Norge har frågan däremot inte diskuterats i någon nämnvärd omfattning.

Även tidigare metoder – det historiska arvet – påverkar hur nya satsningar uppfattas och lyckas i sin implementering. I Finland prövas en struktur med VIGO som kraftigt avviker från tidigare hantering. Den snabba beslutsprocess som eftersträvas bygger på att VIGO-acceleratorernas värdering ska vara tillräcklig och att offentliga aktörer per automatik följer deras beslut. Detta är ett helt annat sätt att arbeta för Seed Vera Venture och TEKES än tidigare. Resultatet har också inledningsvis blivit en betydligt trögare beslutsprocess än vad som avsågs. Erfarenheterna pekar snarare på tre parallella värderingar än en med acceptans från samtliga tre parter.

De skotska förutsättningarna finns bara delvis på plats i Sverige. I januari 2011 beslöt regeringen i Sverige att ge Företagsskattekommittén i uppdrag att se över beskattningen av bolag.⁴⁸ I direktiven framgår bl.a. att kommittén ska lämna förslag på skatteincitament för att öka tillgången på riskvilligt kapital (delbetänkande senast 31 januari 2012).⁴⁹ Enligt direktiven ska kommitténs arbete främst inriktas på aktiebolag. Enligt underhandsuppgift kommer deras förslag om skatteincitament dock att gälla: ”... fysiska (möjligen även juridiska) personer som investerar i företaget.”⁵⁰ Det skulle alltså kunna tänkas att vi i framtiden får se en *incitamentsstruktur* inom det svenska skatteområdet med inslag som påminner om det skotska systemet.⁵¹

⁴⁶ En aktivitet i detta härad kan vara ”Seed Forum Norway” – en typ av ”investor readiness” program. Se, <http://www.seedforum.org>

⁴⁷ För mer detaljer se: <http://www.hmrc.gov.uk/eis/>

⁴⁸ Fi 2011:01

⁴⁹ Dir. 2011:1

⁵⁰ E-mail kontakt med huvudsekreteraren Anna Brink (2011-09-09)

⁵¹ Riskkapitalavdrag har faktiskt prövats (utan framgång) tidigare i Sverige (1996), men avskaffades redan efter ett år. Regelverket upplevdes komplicerat och långtgående. Se prop. 1995/96:109, SFS 1995:1623 samt, för en utvärdering, Nutek, (1998), ”Riskkapitalavdraget – och andra incitament...”

Antalet svenska affärsänglar är oklart.⁵² Organisationer som Nutek, SVCA och Connect har haft, respektive har, främjandeaktiviteter⁵³ inom området, men otvivelaktigt finns utrymme för främjandeåtgärder, såväl i omfattning som i utformning.⁵⁴ Om det kommer beslut om skatteincitament i syfte att stimulera tillgången på riskvilligt kapital kan det ses som förändrade (förbättrade) villkor för affärsänglar. En positiv bieffekt skulle vara en markant förbättring av de statistiska möjligheterna att kartlägga affärsänglars finansiella aktivitet. Men framförallt skulle förutsättningarna att utveckla den informella riskkapitalmarknaden vara betydligt gynnsammare.

Hur man i så fall väljer att främja dessa aktörer är en fråga där Sverige sannolikt kan lära mycket från andra länder. Ett lärande som kommer att kräva mer än ett enkelt kopierande.

Design

Hur en åtgärd utformas spelar naturligtvis roll. Som alltid är också en måldiskussion högst relevant. På en övergripande nivå kan frågas vad som är det *egentliga målet* med statens åtgärder? Eller annorlunda uttryckt, vad är det offentliga åtagandet? Finns det en långsiktig ambition att så långt som möjligt utveckla kapitalförsörjningsmarknadens mångfald, funktion och kvalitet så att behovet av statliga marknadsingripanden och punktinsatser alltmer kan reduceras? Eller ska målet betraktas som mer kortsiktigt där det är främjandet av ett mindre antal tillväxtföretag i specifika satsningar som står i fokus? Även om självklart båda aspekter kan hävdas vara betydelsefulla för en nation spelar det roll hur de prioriteras och kommuniceras. Avvägningar och beteenden hos både fonder och privata medfinansiärer kommer att påverkas beroende på vilket av dessa övergripande målsättningar som gäller.

Starkt förenklat kan vissa skillnader identifieras i de tre studerade fallens övergripande målsättningar. Finland satsar på få utvalda tillväxtföretag i mycket tidig fas, med affärsutveckling, snabb finansieringsaccess och internationell uppkoppling som huvudpunkter. Norge har en traditionell VC-modell där staten deltar genom att tillföra lånekapital. Inriktningen är innovativa tillväxtföretag, dessutom adderas en tydlig geografisk dimension genom regionala fonder. Skottlands SCF är en saminvesteringsfond vilken agerar som en passiv investerare och ägare. Det är de privata medinvesteringarna som utför *due diligence* och tar investeringsbeslut. SCF:s mål är mera marknadsutvecklande, att öka kapacitet och kompetens hos privata investerare: *“The businesses are our beneficiaries, but what we are trying to do is to develop the market in Scotland to be more active and sophisticated.”*⁵⁵

Kompetens är också ett genomgående nyckelord om än i olika tolkningar. Som indikerades ovan överlämnar SCF analys och investeringskompetens till marknaden i syfte att skapa en snabb, enkel och obyråkratisk modell. I Norge pekar erfarenheterna från Såkorn 1 på brister i förvaltnings- och exitkompetens. I ”uppföljaren” Såkorn 2 har det därför lagts betydligt större vikt på förvaltningskompetens och även samarbete mellan fonderna med

⁵² Siffran 5 000 nämns ibland som en uppskattning. Se även diskussion nedan i avsnittet 4.3 under ”Fördjupad studie”.

⁵³ T.ex. affärsängeldagar, nätverkande, erfarenhetsutbyte, utbildningar etc.

⁵⁴ För en utvärdering av Nuteks tidiga insatser och stöd inom detta område, se: IM-Gruppen, (2008),

”Utvärdering av Nuteks insatser och stöd för utveckling av regionala affärsängelsnätverk...”

⁵⁵ Se avsnitt 3.4.2

syftet att möjliggöra kompetensöverföring.⁵⁶ I Finland fanns en önskan om mer samordning och mer kompetens kopplat till kapital som utgjorde bakgrunden till VIGO-satsningen. Här fokuseras på högteknologi och forskningsbaserade verksamheter. Kompetens i form av etablerade ventureaktörer kopplas samman med seriella entreprenörer och professionella företagsutvecklare. *Vem* som är utförare av en insats och vilken kompetens – och nätverk – den aktören har är alltså en faktor som bedömts viktig.

Samtliga satsningar berör ”tidig fas”. I Finland finns uppfattningen att traditionella VC-fonder i minskande omfattning investerar i såddfas. VIGO-satsningen arbetar därför också i mycket tidig fas, ibland innan själva företagsetableringen. I Norge finns förvisso en stark tillväxt inom riskkapitalmarknaden, men huvudsakligen då inom senare skeden som buy-out. Såväl Såkorn 1 och 2 har därför uppstart, sådd- eller annan tidig fas som sin inriktning. Den skotska SCF har också ökad tillgång på kapital i tidig fas som mål. Även den svenska satsningen baseras på ett uppfattat ”kapitalförsörjningsgap” i tidiga skeden vilket fonderna ska söka motverka. En glidning av hur tidig den tidiga fasen ska vara kan dock noteras där nu även expansion inkluderas.⁵⁷

De tre länderna har även valt olika incitamentsstrukturer för att stimulera medverkan från privata aktörer. I Norge går staten in med ett ansvarslån och lämnar en riskavlastning via en förlustfond. En del av risken överförs alltså från privata investerare till staten. I Skottland har man, som tidigare nämnt olik former av skatteavdrag för privata investerare. I Finland är det snarare tid än pengar som utgör incitament för de privata aktörerna. Grundtanken är att skapa en snabb genväg in till befintliga finansieringsformer. Det svenska systemet har inget av ovanstående, men den valda formen med saminvestering innebär i sig en delad risk och hävarm på privat kapital (upp till en fördubbling).

I uppdragsbeskrivningar, utlysningar, villkor, måldiskussioner etc. finns i den svenska satsningen inslag av i det närmaste samtliga målformuleringar som diskuterats ovan. Tillväxt i företag, satsningar i både tidig- och i expansionsfas samt förhoppningar om en marknadsutveckling och kompetensuppbyggnad. Geografiskt fördelat på tolv regionala fonder. Som tidigare påpekats gör inte flera mål fondernas arbete lättare. Tillväxtanalys har i sin första delrapport kommenterat otydligheter i målformuleringar samt risker för målkonflikter.⁵⁸ I den pågående följeforskningens första årsrapport formuleras situationen som ”en svårtolkad bild av fondernas uppdrag”.⁵⁹ Förbättringar och klarlägganden har dock skett över tid. Bl.a. har Tillväxtverket producerat ett förtydligande dokument.⁶⁰

Geografi

Geografiska avgränsningar eller målsättningar har inkluderats på olika sätt i de tre länderna. Finland har ett system för få utvalda företag med höga avkastningsförväntningar. I dagsläget finns sex VIGO-nätverk, inriktningen på dessa är helt branschmässig och har därmed enbart indirekt en geografisk dimension. I Skottland finns inga uttalade geografiska överväganden – landet är för litet för detta, hävdas det.⁶¹ Samtidigt kan dock

⁵⁶ Ytterligare en kompetens aspekt är att fonderna i Såkorn 2 är större för att lättare kunna bära nödvändiga managementkostnader

⁵⁷ Avvikelser mellan fonderna finns. En av fonderna rapporterar t.ex. per Q2 2011 att 79 procent av de utförda investeringarna har skett i företag i mogen fas.

⁵⁸ Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet – delrapport 1”, avsnitt 2.4.2

⁵⁹ Ramböll, (2010), ”Start av regionala riskkapitalfonder – uppdrag och lärdomar”, sid: 31

⁶⁰ Tillväxtverket, (2010), ”Förutsättningar för fondprojektens genomförande”.

⁶¹ Skottland har ungefär en sjättedel av Sveriges yta och 55 procent av befolkningsantalet

noteras att stimulansen av BAN har medfört att investerare i rurala områden organiserat sig och inträtt på marknaden. Norge har en tydligt geografisk prägel på sin satsning med fyra nationella och fem regionala fonder. De regionala fonderna har givits något andra förutsättningar än de nationella. T.ex. är målgruppen utökad till SME, oavsett fas, och en viss statlig delfinansiering av förvaltningskostnaderna tillförs. Målen för dessa fonder är utmanande: tillföra kapital, kompetens och nätverk till kunskapsföretag med stor tillväxtpotential i områden som präglas av avfolkning och svag ekonomi. Dessa fonder är i praktiken rimligen mera att betrakta som regionala utvecklingsaktörer än distinkta såddfinansieringsfonder och bör kanske också bedömas utifrån detta.⁶²

En annan geografisk aspekt är det faktum att investerare i stor utsträckning arbetar lokalt. I regeringens budgetproposition för år 2012 står följande formulering avseende riskkapital i tidiga skeden:

*”I de tidigaste tillväxtfaserna är den regionala närvaron av särskilt stor betydelse då en viktig framgångsfaktor är att etablera nära samarbete med lokala och regionala nätverk och aktörer för att identifiera nya möjligheter och entreprenörer.”*⁶³

Denna formulering finner stöd både i tidigare forskning och i rapportens fallstudier. Forskning på svenska förhållanden visar t.ex. att ca 70 procent av affärsängelinvesteringar är lokala (sker inom den arbetsmarknadsregion där investeraren bor/arbetar).⁶⁴ Liknande erfarenheter framkommer även för Såkorn 2 i Norge. Lokaliseringen av de nationella fonderna styr i stor omfattning var investeringarna sker. Självklart är dessa lokaliseringar placerade i områden där näringslivet är av en sådan struktur att en god ”deal flow” kan förväntas. Men, faktum kvarstår, investerare vill investera i sitt närområde och ha portföljföretagen inom ”räckhåll”. Orsakerna är intuitivt lättförklarliga – det blir lättare att finna case och lättare att sköta och övervaka dem. Betydelsen av geografisk närhet verkar vara ännu tydligare i tidiga faser.

Om det politiska målet är att förbättra riskkapitalförsörjningen i hela landet blir dessa erfarenheter en intressant bakgrund. Två tänkbara policyimplikationer kan göras. Ett första alternativ är att tilldela riskkapitalfonder snäva geografiska avgränsningar för att på så sätt säkerställa var investeringar sker. Det andra alternativet är att arbeta med nationella fonder och komplettera med icke-finansiella främjandeinsatser mot aktörerna, s.k. *investor/investment readiness*-program. Väl genomförda insatser ökar sannolikheten för investeringsagerande, höjer kompetens och minskar sökkostnader i båda grupper. Rimligen ökar därmed sannolikheten att aktiva informella investerare möter investeringsfärdiga företag i sitt närområde.⁶⁵ Annorlunda uttryckt bevaras möjligheten till nationellt *deal-flow*

⁶² Det bör noteras att andra kapitalförsörjningsinstrument än riskkapital är valbara alternativ i ”icke-tillväxtområden”, t.ex. lånegarantier. I Tyskland finns t.ex. ett flertal fördelaktiga lån via KfW Bankengruppe, där villkoren är regionalt betingade. För en studie om korrelation mellan volymen statligt garanterade lån i USA (SBA Guaranteed lending program) och lokal sysselsättning se t.ex. Craig m.fl., (2008), ”Credit market failure intervention: Do government sponsored small business credit programs enrich poorer areas?”.

⁶³ Proposition 2011/12:1, Utgiftsområde 24 (Näringsliv), sid: 57

⁶⁴ Avdeitchikova S, (2008), *Close-ups from afar: the nature of the informal venture capital market in a spatial context*. Internationellt finns samma erfarenheter, se t.ex. Mason C & Harrison R, (1994), ”The Informal Venture Capital Market in the UK; Riding m.fl., (1993), *Informal Investors in Canada: The Identification of Salient Characteristics*.

⁶⁵ Se även diskussionen i Mason C & Harrison RT, (1995), ”Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital”.

samtidigt som ”fler” närområden finns att tillgå. Tillväxtanalys bedömer det senare alternativet som betydligt mer tilltalande än det förra.

4.3 Framtid

I avsnitt 4.2 har erfarenheter från fallstudierna, med vissa inspel från den svenska processen, diskuterats i ett policysammanhang. Avslutningsvis kan det finnas anledning att blicka framåt. Nedan följer dels ett förslag om en fördjupad studie, dels några tankar om framtiden för den svenska satsningen.

Fördjupad studie

Erfarenheterna från kapitel tre i denna rapport pekar på flera relevanta aspekter inom områden som långsiktighet, kontext, design och geografi. På olika sätt framträder informella investerare – affärsänglar – som särskilt intressanta. I Skottland står affärsängelnätverk för två tredjedelar av investeringarna inom SCF. Geografisk närvaro hos finansiärer spelar stor roll för var själva investeringen utförs. Exempel på detta återfinns t.ex. såväl i de norska och skotska fallen som i den svenska pågående satsningen. I Skottland hävdas också att fler aktörer ger fler finansieringskanaler och finansiering till fler företag medan mer pengar till få aktörer tenderar att öka investeringens storlek, men också ge färre investeringar.

Tillväxtanalys har tidigare i år belyst den aktuella statistiska situationen i Sverige vad avser kapitalförsörjning för små och medelstora företag.⁶⁶ Informella investerares betydelse verkar sammantaget vara stor om än svåratt mätbar. Tillväxtanalys betecknar i rapporten det nuvarande kunskapsläget för dessa investeringar som en ”synnerligen allvarlig vit fläck”.⁶⁷ I en vetenskaplig artikel från år 2007 skattar Avdeitchikova (med hjälp av en omfattande telefonundersökning) omfattningen av informella investerares investeringar i Sverige. Bedömningen landar i ett intervall mellan 385 till 450 miljoner euro årligen, dvs. större än hela den formella riskkapitalmarknaden. Vidare betonas de informella investerarnas heterogenitet avseende t.ex. kunskapsbidrag, investeringens storlek och frekvens. Avdeitchikova uppskattar det totala antalet informella investerare i Sverige till ca 100 000.⁶⁸ De informella investerarnas betydelse styrks ytterligare i en OECD-rapport som hävdar att enbart mellan tre och tolv procent av alla informella investeringar som görs är synliga.⁶⁹

Dessa iakttagelser föder sammantaget en möjlighet att gå vidare i en mer fokuserad tematisk studie avseende erfarenheter av främjandeinsatser riktade till affärsänglar (i sammanhanget troligen den mest relevanta gruppen informella investerare med tanke på investeringarnas storlek, investeringsaktivitet och kompetenstillskott). Syftet skulle då vara att förstärka och fördjupa beslutsunderlaget inför avväganden om eventuella framtida svenska insatser med mer långsiktig inriktning.⁷⁰

⁶⁶ Tillväxtanalys (2011), ”Kapitalförsörjningen i små och medelstora företag”

⁶⁷ Ibid, sid: 14

⁶⁸ Varav affärsänglar (i Avdeitchikovas kategorisering) skattas till ca 5 000. Se, Avdeitchikova S, (2008), “On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment roles”.

⁶⁹ OECD, (2011), *Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors*.

⁷⁰ En bra utgångspunkt till en sådan studie kan t.ex. vara: Ramböll, (2009), ”Initiativ och program för att utveckla den informella riskkapitalmarknaden i Europa”.

Mer konkret skulle en sådan studie genom en internationell kartläggning svara på frågor som:

- På vilket sätt har offentlig sektor främjat funktion och utveckling av BA och BAN?
- Vilka erfarenheter finns av detta?

Tyngdpunkten bör ligga på de mest policyintressanta *internationella* erfarenheterna, såväl inom som utom EU. Erfarenheter visar på kontextens betydelse när policyåtgärder ska implementeras. Det är därför viktigt att studien tydligt uppmärksammar detta. På ett likartat sätt som i denna rapport bör ambitionen vara att ge en fördjupad, nyanserad, bild av design, svagheter, styrkor och resultat förknippade med olika insatser, dvs. att tränga bakom beskrivningar som mer ytligt beskriver målsättningar och förhoppningar. Urvalet av länder bör givetvis ske i dialog med ledande forskare inom området för att säkra relevans och kvalitet.

Process

Den svenska satsningen på regionala riskkapitalfonder är nu i halvtid. Regelverket har klarnat, strukturer har upparbetats. Detta innebär också att fondernas erbjudande till marknaden har kunnat göras tydligare.

Under år 2011 har mycket av uppmärksamheten riktats mot fondernas investeringstakt i syfte att undvika återbetalningar till EU-kommissionen. Fonderna har av allt att döma lyckats hanterat detta i volym. Förhoppningsvis utan kompromisser i kvalitet eller additionalitet.

Den halvtidsrapport som Ramböll producerat i egenskap av upphandlad ”följeforskare” innehåller många relevanta aspekter. Förhoppningen är att berörda aktörer tar del av rapporten och att det påbörjade samarbetet fortsätter att utvecklas.

Gemensamt för fallstudierna i denna rapport är bristen på systematiska utvärderingar. Den svenska satsningen har förutsättningar att kunna bidra med många erfarenheter. Den starka regionala prägel som den svenska satsningen har erbjuder t.ex. goda möjligheter att följa hur olikheter i förutsättningar påverkar utfallet. Detta kräver givetvis data av god kvalitet. Det är därför mycket viktigt att förutsättningarna för en sådan datainsamling säkras.

I skrivande stund diskuteras ”skuldskrisen” och dess följdverkningar i så gott som alla sammanhang. Det blir intressant att se hur denna kris påverkar investeringsviljan i unga, innovativa, svenska, små och medelstora företag.

Referenser

Kapitel 1, 2 samt 4

- Avdeitchikova S, (2008), "On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment roles". *Venture Capital*, Vol. 10 (1), pp. 55-85.
- Avdeitchikova S, (2008), *Close-ups from afar: the nature of the informal venture capital market in a spatial context*. Doktorsavhandling. Lund: Lunds Universitet
<http://www.lu.se/o.o.i.s?id=12588&postid=1236366>
- Avnimelech G, (2009), "VC policy: Yozma program 15-years perspective". *Druid Summer Conference 2009*. Copenhagen Business School, Denmark.
- Black BS & Gilson RJ, (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets". *Journal of Financial Economics*. Vol. 47 (3), pp. 243-277.
- Craig B, Jackson W & Thomson J, (2008), "Credit market failure intervention: Do government sponsored small business credit programs enrich poorer areas?". *Small Business Economics*, 30, pp. 345-360.
- Dir. 2011:1, *Översyn av företagsbeskattningen. Kommittédirektiv*
http://www.sou.gov.se/kommittedirektiv/2011/dir2011_1.pdf
- EIF, (2007), JEREMIE, *Interim report for Sweden. SME Financing Gap Assessment*.
- IM-Gruppen, (2008), "Utvärdering av Nuteks insatser och stöd för utveckling av regionala affärsängelsnätverk samt nationell intresseorganisation för affärsänglar och affärsängelnätverk". Uppsala: IM-Gruppen.
- Jeng LA & Wells PC, (2000), "The determinants of venture funding: Evidence across countries". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 6 (3), pp. 241-289.
- Landström H (red.), (2007), *Handbook of research on venture capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Lerner J, (2009), *Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed--and what to do about it*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Mason C & Harrison R, (1994), "The Informal Venture Capital Market in the UK". I Hughes A & Storey D (eds), *Financing Small Firms*. London: Routledge.
- Mason C & Harrison R, (1995), "Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital". *Small Business Economics*, 7, pp. 153-172.
- Näringsutskottets betänkande, 2004/05:NU2, *Utgiftsområde 19 Regional utveckling*
<http://www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3322&rm=2004/05&bet=NU2>
- North D C, (1993), *Institutionerna, tillväxten och välståndet*. Stockholm: SNS.
- Nutek, (1998), "Riskkapitalavdraget – och andra incitament för investeringar i onoterade företag. R 1998:40. Stockholm: Nutek.

- OECD, (2011), *Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors*. (Publiceras prel. 2011-12-31).
- Proposition 1995/96:109, *Skattelättnad för riskkapital, m.m*
http://www.riksdagen.se/webbnav/?nid=37&doktyp=prop&rm=1995/96&bet=109&dok_id=GJ03109
- Proposition 2004/05:01, *Budgetproposition för 2005*
http://www.riksdagen.se/Webbnav/index.aspx?nid=37&dok_id=GS031
- Proposition 2011/12:1, *Budgetproposition för 2012*
http://www.riksdagen.se/webbnav/?nid=37&doktyp=prop&dok_id=GZ031d37&rm=2011/12&bet=1
- Ramböll, (2009), ”Initiativ och program för att utveckla den informella riskkapitalmarknaden i Europa”. *Rapport 0042*. Stockholm: Tillväxtverket.
<http://publikationer.tillvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1331>
- Ramböll, (2010), ”Internationell jämförelse: Offentliga insatser för kapitalförsörjning för små och medelstora företag”. *WP/PM*. Östersund: Tillväxtanalys.
- Ramböll, (2010), ”Start av regionala riskkapitalfonder – uppdrag och lärdomar”. *Rapport 0072*. Stockholm: Tillväxtverket.
<http://publikationer.tillvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1496>
- Ramböll, (2011), ”Halvtidsutvärdering av regionala riskkapitalfonder”. *Rapport 0108*. Stockholm: Tillväxtverket.
<http://publikationer.tillvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1680>
- Ramböll, (2011), ”Utvärdering: Pilotsatsning på regionala investeringsfonder”. *Info 0326*. Stockholm: Tillväxtverket.
<http://publikationer.tillvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1620>
- Riding AL, Dal Cin P, Duxbury L, Haines G & Safrata R, (1993), *Informal Investors in Canada: The Identification of Salient Characteristics*. Ottawa: Carleton University.
- SFS 1995:1623, *Lag (1995:1623) om skattereduktion för riskkapitalinvesteringar*.
<http://www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3911&bet=1995:1623>
- SWECO EuroFutures, (2008), ”Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning i Sverige. En sammanfattning av åtta behovsstudier inför ett JEREMIE-initiativ”. Stockholm: Nutek/Almi.
http://www.tillvaxtverket.se/download/18.3c4088c81204cca906180004857/JEREMIE_sammanfattande+rapport.pdf
- Tillväxtanalys (2011), ”Kapitalförsörjningen i små och medelstora företag – En inventering av statistik över riskkapitalmarknaden”. *WP/PM 2011:32*. Östersund: Tillväxtanalys.
http://www.tillvaxtanalys.se/tua/export/sv/filer/publikationer/working-paper-pm/WP_PM_2011_32.pdf
- Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet. Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt”. *Rapport 2010:01*. Östersund: Tillväxtanalys.
http://www.tillvaxtanalys.se/tua/export/sv/filer/publikationer/rapporter/Rapport_2010_01.pdf

- Tillväxtverket, (2010), "Förutsättningar för fondprojektens genomförande". *Info 0212*. Stockholm: Tillväxtverket.
<http://publikationer.tillvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1505>
- Tillväxtverket, (2011), "Kvartalsuppföljning, Q3 2011 i 'Fondprojekten'". (Opubl.)
<http://tillvaxtverket.se/huvudmeny/euprogram/drivaprojekt/ansokaomprojektmedel/fondprojekt.4.3c4088c81204cca906180006072.html>
- Yin RK, (2003), *Case Study Research: Design and Methods*, 3rd edition. Thousand Oaks, CA.: Sage Publications.

Kapitel 3

- Alvarez S A, (2007), "Entrepreneurial rents and the theory of the firm". *Journal of Business Venturing*, 22: 427-442.
- Avdeitchikova S & Landström H, (2005), "Informal venture capital: scope and geographical distribution in Sweden", paper to the *Babson Kaufmann Research Conference*, Babson College.
- Berggren B, Olofsson C & Silver L, (2000), "Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs". *Small Business Economics*, 15(3) pp. 233-242.
- Binks M, (1996), "The Relationships Between UK Banks and their Small Business Customers". I Cressy R, Gandemo B og Olofsson C (red), *Financing SMEs - a comparative perspective*. NUTEK: Stockholm, s. 113-126.
- Borch O, Isaksen E, Jenssen S, Kolvereid K, Sørheim R & Widding Ø, 2002, *Kapitalmarked for Nyetablerte bedrifter* [The capital market for newly established firms]. Bodø: Handelshøgskolen i Bodø.
- Craig B, Jackson W & Thomson J, (2008), "Credit market failure intervention: Do government sponsored small business credit programs enrich poorer areas?". *Small Business Economics*, 30, pp. 345-360.
- Craig B, Jackson W & Thomson J, (2007), "Small firm finance, credit rationing, and the impact of SBA guaranteed lending on economic growth". *Journal of Small Business Management*, 45, pp. 116-132.
- Curran J, (2000), "What is small business policy in the UK for? Evaluation and assessing small business policies". *International Small Business Journal*, Vol. 18 No.3, pp.36-50.
- Green M B, (2004), "Venture capital in the united states 1995 – 2002". *The Industrial Geographer*, 2, pp. 2-30.
- Guiso L, Sapienza P & Zingales L, (2004), "Does local financial development matter?". *Quarterly Journal of Economics*, 119, pp. 929-969.
- Hayton K, Thom G, Percy V, Boyd C & Latimer K, (2008), *Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund: A Report to Scottish Enterprise*. Glasgow: Hayton Consulting.
- Isaksen E, (2006), *Early business performance. Initial factors effecting new business outcomes*. Handelshøgskolen i Bodø: Ph.D serie no. 6.

- Knivsflå K H, Rud L og Sættem F F, (2000), *Kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter*. SNF- Rapport, 2000:72/00.
- Luukkonen T, (2010), "The Effectiveness of the Finnish pre-seed and seed and seed policy schemes to promote innovative high-growth entrepreneurial ventures". Discussion paper, *The research institute of the Finnish economy*.
- Landström H, (2003), *Småföretaget och finansiering. Svensk forskning kring små företags finansiering*. Stockholm: SNS Förlag.
- Martin R, Berndt C, Klagge B & Sunley, (2005), "Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: evidence from Germany and UK". *Environment and Planning*, 37, pp. 1207-31.
- Mason C, (2007), "Venture capital: A geographical perspective", i Hans Landström (red.) *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Mason C & Harrison R, (2003), "Closing the Regional Equity Gap? A critique of the department of trade and industry's venture capital fund initiative". *Regional Studies*, 37, pp. 855-868.
- Mason C & Harrison R, (2010), "Annual report on the business angel market in the United Kingdom: 2008/09." URN 10/994.
- de Meza D & Webb D, (1990), "Risk, Adverse Selection and Capital Market Failure". *The Economic Journal*, s. 206-214.
- Murray G, (2007), "Venture capital and government policy", i Hans Landström (red.) *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- De Noble A F, Jung D & Ehrlich S B, (1999), "Entrepreneurial self-efficacy: The development of a measure and its relation to entrepreneurial action". In Reynolds P D, Bygrave W D, Manigart S, Mason C M, Meyer G D, Sapienza H J & Shaver K G (eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, Mass: Babson College, pp. 73-87.
- Paul S & Whittam G, (2009), *Business angel syndicates in Scotland: an exploratory study of gatekeepers*. LINC Scotland, Glasgow and University of the West of Scotland, Paisley, UK.
- Rajan R & Zingales L, (1998), "Financial dependence and growth". *American Economic Review*, 88, pp. 559-586.
- Rasmussen E, Borch O J, Sørheim R, & Gjellan A, (2006), *Government initiatives to support the commercialization of research - an international benchmarking study*. Bodø Graduate School of Business. p. 100.
- Reitan B & Sørheim R, (2001), "Betydningen av eksterne eiere og private investorer", *Magma*, 4, 25-39.
- Scottish Government Social Research, (2008), "Evaluation of ERDF Supported Venture Capital and Loan Funds". Edinburgh: Centre for Strategy & Evaluation Services.
- Sohl J, (1999), "The early stage equity market in the USA", *Venture Capital*. 1, pp. 101-120.
- Storey D, (1994), *Understanding the Small Business Sector*. London, Routledge.

- Stiglitz J E & Weiss A, (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, vol 71, no. 3, pp. 393-409.
- Stoll H R & Whaley R E, (1983), "Transaction Costs and the Small Firm Effect". *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 57-79.
- Sørheim R, (2003), *Informal Investors as Financiers of Entrepreneurial Firms in Norway*. Dr. polit avhandling at NTNU, IØT.
- Sørheim R, (2006), "Finansiering av vekstbedrifter". I Jensen J I, Kolvereid L & Erikson T (red), (2006). *Perspektiver på entreprenørskap*. Oslo: Høyskoleforlaget, pp. 173-187.
- Winborg J, (2000), *Financing Small Businesses – Developing our Understanding of Financial Bootstrapping Behaviour*. Unpublished dr. dissertation, SIRE/University of Lund, Sweden.
- Zook M, (2005), *The geography of the internet industry*. Oxford: Blackwell publishing.

Tillväxtanalys, myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser, är en gränsöverskridande organisation med 60 anställda. Huvudkontoret ligger i Östersund och vi har verksamhet i Stockholm, Brasília, Bryssel, New Delhi, Peking, San Francisco, Tokyo och Washington.

Tillväxtanalys ansvarar för tillväxtpolitiska utvärderingar, analyser och internationellt kontaktskapande och därigenom medverkar vi till:

- stärkt svensk konkurrenskraft och skapande av förutsättningar för fler jobb i fler och växande företag
- utvecklingskraft i alla delar av landet med stärkt lokal och regional konkurrenskraft, hållbar tillväxt och hållbar regional utveckling

Utgångspunkten är att forma en politik där tillväxt och hållbar utveckling går hand i hand. Huvuduppdraget preciseras i instruktionen och i regleringsbrevet. Där framgår bland annat att myndigheten ska:

- arbeta med omvärldsbevakning och policyspaning och sprida kunskap om trender och tillväxtpolitik
- genomföra analyser och utvärderingar som bidrar till att riva tillväxthinder
- göra systemutvärderingar som underlättar prioritering och effektivisering av tillväxtpolitikens inriktning och utformning
- svara för produktion, utveckling och spridning av officiell statistik, fakta från databaser och tillgänglighetsanalyser
- tillhandahålla globala mötesplatser och främja internationellt kontaktskapande inom tillväxtpolitiken

Om rapportserien:

Rapportserien är Tillväxtanalys huvudsakliga kanal för publikationer. I rapportserien ingår även myndighetens faktasammanställningar.

Övriga serier:

Statistikserien – löpande statistikproduktion.

Svar direkt – uppdrag som ska redovisas med kort varsel.

Working paper/PM – metodresonemang, delrapporter och underlagsrapporter är exempel på publikationer i serien.

Foto: Matton Collection