



PM 2018:19

Finansiell exit

– perspektiv, aktörer, vägar och konsekvenser

I SIN ROLL SOM riskkapitalaktör kan staten bli delägare i privata företag. Ägandet är tidsbegränsat och aktieinnehavet ska därmed senare säljas, genom en så kallad exit. Exit kan göras på flera sätt. Vad som sker i och efter en exit har även betydelse för framtida investeringar. I detta pm argumenterar vi för betydelsen av att se riskkapitalinvesteringar som en cyklisk process och inte bara ett investeringsmoment.

Dnr: 2017/027

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

För ytterligare information kontakta: Jörgen Lithander
Telefon: 010 447 44 54
E-post: jorgen.lithander@tillvaxtanalys.se

Förord

Staten är på olika sätt aktiv på marknaden för företagens finansiering. Exempel på pågående riskkapitalinsatser med finansiering från Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) är de regionala saminvesteringsfonderna samt den relativt nystartade ”gröna fonden” och en fond-i-fond satsning. De två förstnämnda är direktinvesteringar (det vill säga staten investerar direkt i företagen utan mellanled). Även utanför ERUF:s ramverk finns statliga aktörer som arbetar med instrumentet riskkapital, till exempel Saminvest AB (med dotterbolagen Fouriertransform och Inlandsinnovation) samt stiftelsen Industriefonden. I enlighet med riskkapitalinstrumentets genomförandelogik innebär detta att staten genom sitt aktieinnehav är – och kommer att bli – delägare till ett avsevärt antal företag. Ägandet är tidsbundet och avyttras normalt inom 5–7 år genom en så kallad exit. Ökad kunskap om den processen och tänkbara exitvägar med tillhörande konsekvenser för de inblandade aktörerna och det regionala entreprenöriella ekosystemet blir därmed policyrelevant kunskap.

Detta pm är skrivet av analytiker Jörgen Lithander (Tillväxtanalys) och baseras huvudsakligen på en mer omfattande, engelskspråkig, underlagsrapport som professorerna Karl Wennberg (Handelshögskolan i Stockholm och Linköpings universitet) samt Colin Mason (University of Glasgow) utarbetat på Tillväxtanalys uppdrag.

Svenska exitdata från satsningen med regionala saminvesteringsfonder har erhållits från Tillväxtverket och bearbetats av statistiker/analytiker Andreas Kroksgård, Tillväxtanalys.

PM:et utgör en del i ramprojektet *Vilka lärdomar kan dras från de statliga riskkapital-satsningarna inom Europeiska regionala utvecklingsfonden?*

Tillväxtanalys vill rikta ett tack till alla som på olika sätt har bidragit i arbetet.

Östersund, november 2018

Carly Smith-Jönsson
Avdelningschef, Infrastruktur och investeringar
Tillväxtanalys

Innehåll

Sammanfattning	7
Summary	11
1 Utgångspunkter och upplägg.....	16
1.1 Ramprojektet.....	16
1.2 Tillvägagångssätt	17
1.2.1 Underlagsrapporten	17
1.2.2 Promemorian	17
1.3 Disposition.....	17
2 Exit i riskkapitalsammanhang	19
2.1 Instrumentet riskkapital	19
2.2 Statens engagemang	19
2.3 Rapportens fokus – finansiell, investeringsdriven, exit	20
3 Aktörer och exitvägar.....	21
3.1 Aktörerna.....	21
3.1.1 Entreprenören	21
3.1.2 Formellt VC (VC-fonder)	21
3.1.3 Informellt VC (Affärsänglar).....	22
3.1.4 Statligt VC (GVC).....	23
3.2 Olika perspektiv på exit	24
3.2.1 Entreprenörens perspektiv	24
3.2.2 Investerarnas perspektiv	26
3.3 Investeringsdrivna exitvägar.....	28
3.4 Aktörernas tid och rum inom riskkapital.....	30
3.4.1 Tålmodigt kapital.....	30
3.4.2 Geografi	30
4 Aktörernas motiv och konsekvenser av olika exitvägar	32
4.1 Investeringsmotiv	32
4.1.1 VC-fonder.....	32
4.1.2 Affärsänglar.....	32
4.1.3 Statligt VC	32
4.2 Konsekvenser av olika exitvägar	33
4.2.1 Finansiell avkastning, men också privata värden	33
5 Hur kan exit påverka regional utveckling och tillväxt?	37
5.1 Perspektivet blir viktigt.....	37
5.2 Exit i det linjära synsättet.....	37
5.3 Det cykliska synsättet.....	37
5.4 Effekter på företaget – blandade erfarenheter.....	38
5.5 Effekter på de involverade individerna – ”entrepreneurial recycling”	40
5.6 Effekter på regionala entreprenöriella ekosystem – exit stimulerar entry	41
5.7 Sammanfattning	42
6 Ett exitorienterat synsätt	43
6.1 Exit – en underbeforskad företeelse.....	43
6.2 Exitorienterade investeringar.....	43
6.2.1 Börja med exit	43
6.2.2 Exitmöjligheter	44
6.2.3 Finansiell vs. strategisk exit	45
6.2.4 Släpp lågpresterande företag snabbt (<i>fast fail</i>)	46
7 Policydiskussion	47
Referenser.....	50
Appendix: Exitstruktur i de regionala saminvesteringsfonderna	59

Sammanfattning

Staten har i många länder engagerat sig i riskkapitalinsatser, så också i Sverige. Det kan ske på olika sätt. Vanliga metoder är direktinvesteringar i företag eller indirekt genom andra fonder (kallas fond-i-fond eller holdingfond). En konsekvens av direktinvesteringar blir att staten även får ägarandelar i privata företag. Detta ägande är tänkt att vara tidsbegränsat och aktieinnehavet ska senare säljas, en så kallad exit. Det kan emellertid finnas en risk att intresset för själva investeringarna skymmer blicken för betydelsen av exit.

Det finns flera vägar till en exit. De involverade aktörerna, det vill säga entreprenören och investerarna, kan ha olika mål och strategier. Vad som sker i och efter en exit har betydelse för framtida investeringar. I en vidare bemärkelse har det även påverkan på det regionala entreprenöriella ekosystemet. Det finns därför anledning för staten att uppmärksamma exit som en intressant policyfråga. I detta pm argumenterar vi för betydelsen av att vidga synsättet och betrakta riskkapitalinvesteringar utifrån ett cykliskt perspektiv. Det innebär att en exit är betydligt mer än en slutpunkt på en linjär, sekventiell process.

Tillväxtanalys har anlitat två internationella forskare med specialistkompetens inom området för att genomföra en fördjupad studie om finansiella exit. Ambitionen har varit att belysa exit från flera olika perspektiv. Deras engelska underlagsrapport är utgångspunkten för detta sammanfattande och svenskspråkiga pm, som vi även har kompletterat med ett appendix med svenska exitdata.

Studien ingår i Tillväxtanalys ramprojekt *Vilka lärdomar kan dras från de statliga riskkapitalsatsningarna inom Europeiska regionala utvecklingsfonden?*

Huvudaktörerna

En exit kan ses från köparnas eller säljarnas sida. I detta pm ligger fokus på det senare perspektivet. Det innebär att företagets grundare eller entreprenören (härefter benämnd entreprenören), samt den eller de riskkapitalaktörer som genom en exit söker avkastning på sin investering, är huvudaktörer. Investerarna kan i sin tur delas upp schematiskt utifrån vilken typ av så kallat venture capital (VC) det handlar om: formellt VC (VC-fonder), informellt VC (affärsänglar) och statligt VC (GVC).¹

Entreprenören definieras i detta sammanhang som grundaren av företaget. I praktiken är det ofta flera personer. Vid en försäljning av företaget finns hos entreprenören givetvis ett intresse för en god avkastning, men ofta också för vad som händer med livsverket efter en exit. Entreprenören kan även ha privata intressen (till exempel möjligheter till fortsatt kontroll och inflytande i företaget) som inte är relaterade till företagets finansiella värde.

VC-fondernas syfte är att kanalisera kapital från investerare till portföljföretag. Investerarna ("limited partners") är ofta pensionsfonder, banker, försäkringsbolag eller universitetsstiftelser, men kan även vara privatpersoner. Särskilda förvaltare ("general partners") ansvarar för fondens verksamhet och hanterar direktkontaktarna med företagen. De senare investerar kapitalet utifrån en på förhand bestämd, långsiktig, tidshorisont och

¹ I detta pm används, huvudsakligen av språkliga skäl, riskkapital och VC (venture capital) som synonyma begrepp för investeringar i onoterade bolag. I den internationella litteraturen används i regel förkortningen GVC (Government Venture Capital) för att beteckna statligt riskkapital.

fonden avvecklas när den perioden löpt ut. Portföljföretagen får, förutom investeringskapital, även stöd av fonderna i form av kompetens, branschkunskap och kontaktnät. Motivet för VC-fondernas investeringar är tydligt: hög avkastning.

Affärsänglar är privatpersoner som ofta har en bakgrund som framgångsrika entreprenörer med egna erfarenheter av att starta och driva företag. Den bakgrunden använder affärsänglarna för att stötta de företag de investerar i med icke-finansiella värden (nätverkskontakter, strategiskt stöd, branschkunskaper etcetera.) Investeringar sker ofta i tidigare skeden jämfört med formellt riskkapital. Affärsänglar är en heterogen investerargrupp och uppvisar en avsevärd spridning när det gäller bakgrund, motiv och investeringsprocesser. De kan investera både som privatpersoner och genom egna bolag. Tendensen är att affärsänglarnas roll är i förändring. Det blir allt vanligare att grupper av affärsänglar investerar i stället för individuella affärsänglar. Affärsänglarnas motiv är bredare än VC-fondernas och kan delas in i tre huvudgrupper, de som huvudsakligen: strävar efter finansiell avkastning, får ett utbyte av att delta i en entreprenöriell process eller drivs av andra icke-finansiella faktorer (exempelvis att bidra till arbetstillfällen och utveckling i sitt geografiska närområde).

Statligt VC kan översiktligt delas in i tre grupper: garantier², fond-i-fond-satsningar eller direktinvesteringar. Det senare kan ske genom saminvesteringar med privata aktörer eller genom att staten investerar på egen hand. Precis som privata investerare söker även statliga fonder lämpliga investeringsobjekt, stöttar företagen med olika icke-finansiella insatser och strävar mot framgångsrika exit. Staten har dock en bredare målstruktur än de privata investerarna, nämligen att på en övergripande nivå främja Sveriges innovationsförmåga och bidra till regional tillväxt. Ansatsen är i grunden marknadskompletterande. Ofta finns en ambition att genom statliga investeringar ”signalera” till privata aktörer att det finns goda möjligheter till avkastning även i segment där de inte verkar. Det finns även ett intresse för vad som händer med företaget efter en exit och vilka tänkbara spin-off-effekter som kan uppstå (till exempel nya affärsmöjligheter samt teknik- och kunskaps-spridning).

Flera exitvägar, preferenser och konsekvenser

Det finns flera olika vägar att gå när en exit ska genomföras. De fem vanligaste är:

- *IPO* (börsintroduktion)
- *Acquisition* eller *trade sale* (industriell försäljning – företaget säljs till ett annat företag)
- *Funder* eller *management team buyout of venture capital* (företagets grundare eller ledning köper ut den externa VC-aktörens aktier)
- *Secondary sale* eller *secondary buyout* (den externa VC-aktörens aktier säljs till en strategisk köpare³ eller till en ny VC-aktör)
- *Write off* (VC-aktören skriver av aktiernas värde, helt eller delvis)

De två första vägarna är de som normalt eftersträvas. Industriell försäljning är den vanligaste, eftersom den är en både enklare och snabbare väg jämfört med IPO.

² Staten kan t.ex. garantera att täcka delar av de eventuella förluster som kan drabba privata VC-aktörer.

³ I princip är denna grupp mindre intresserade av vilka vinster företaget kan generera och mera av vilken kompletterande nytta ett uppköp kan medföra för dem i form av tillskott från teknologi, produkter, tjänster och andra underliggande tillgångar.

Entreprenören har i egenskap av grundare till företaget en bredare palett av exitstrategier än de övriga aktörerna. Förutom ekonomiska motiv, finns också andra tänkbara motiv som företagets fortlevnad eller frivillig nedläggning⁴. Om den ekonomiska avkastningen är ett huvudmål är IPO eller en försäljning till andra företag naturliga exitvägar. Om företagets framtida ledning och förvaltning är viktiga aspekter för entreprenören, kan även andra exitvägar än de fem ovan bli relevanta alternativ. Det kan då handla om ägande som överläts inom familjen. Det kan också handla om försäljning till en befintlig ledning eller andra anställda på företaget eller försäljning till en utvald individ utanför företaget. Vid frivillig nedläggning upphör verksamheten och företaget löses upp eller blir vilande.

Det är viktigt att notera att de inblandade aktörerna kan ha olika preferenser med sin exit. Några exempel: Om entreprenörens fokus ligger på de privata värden en exit kan leda till (att få behålla delar av ägandet och kontrollen) kommer de att föredra en IPO framför en industriell försäljning, där entreprenörens koppling till företaget i regel upphör. Om VC-investeraren prioriterar snabb betalning av sitt aktieinnehav blir en industriell försäljning attraktivare än en IPO, eftersom den senare i regel medför så kallade ”lock-up-perioder”⁵ som fördröjer möjligheten till aktieförsäljning. Vad som händer med företaget efter en exit – exempelvis avseende verksamhet, arbetstillfällen eller eventuell omlokalisering⁶ – kan vara av intresse för framför allt GVC. Det kan kanske även vara intressant för vissa grupper av affärsänglar, men knappast för privata VC-fonder.

En sådan olikhet i preferenserna medför att de olika exitvägarna i nästa skede kommer att uppfattas som mer eller mindre attraktiva av respektive aktör. Det finns alltså incitament hos aktörerna att löpande under exitprocessen verka i riktning för den exitväg som de uppfattar som attraktivast.

Från ett linjärt till ett cykliskt och exitorienterat förhållningssätt

Ett vanligt sätt att beskriva investeringsprocessen i riskkapitalsammanhang är som ett linjärt flöde med stegvisa faser: från *deal flow* (flödet av investeringspropäer) via olika former av urvals- och bedömningsprocesser, förhandling, kontraktsskrivande och själva investeringen till post-investeringsaktiviteter som övervakning och mentorsaktiviteter samt slutstationen – en exit.

Ur ett cykliskt perspektiv är exit långt ifrån en slutstation. Det är snarare en företeelse som skapar förutsättningar för nya investeringar. Indirekt initieras även återkopplingar till regional utveckling och tillväxt. Med ett sådant synsätt uppmärksammas även aktiviteter som på olika sätt inbegriper nytt användande av finansiellt kapital samt real- och human-kapital. Konkreta exempel på detta är seriellt entreprenörskap, aktiva och likvida investerare samt – mer generellt – nyttjandet av de vunna erfarenheterna i nya utvecklings- och tillväxksammanhang. Vad som händer efter en exit blir därmed en policyaspekt att beakta.

I ett exitorienterat förhållningssätt är inte exit något som lyfts och blir färdigt vid ett enda tillfälle. I stället sätts exit i fokus under hela investeringsprocessen. I princip sker

⁴ Anledningen kan t.ex. vara karriärbyte eller pensionering. Nedläggning kan bedömas som ett intressant alternativ om företaget är kapitalintensivt med det mesta av värdet i omsättningsbara tillgångar.

⁵ Avtal som aktieägare kan ingå innan en börsintroduktion som innebär att de låser (inte får sälja) en andel av sitt aktieinnehav under en specificerad period, t.ex. sex månader från och med första dag för handel i portföljbolagets aktier.

⁶ En exit kan t.ex. resultera i att företaget flyttar utomlands, inom landet eller fortsätter i samma lokalisering. Köparen, staten och regionala aktörer kan värdera dessa alternativ på olika sätt.

överbäganden om hur en exit kan underlättas löpande genom alla faser – såväl före som under och efter själva investeringen.

Post-exit-effekter

Valet av exitväg och hur en exit sker kan påverka framtiden för företaget och de involverade aktörerna. Om den sker via en börsintroduktion är det sannolikt att bolaget fortsätter vara oberoende och ha huvudkontor och ledningsgrupp på samma plats. Åtminstone en del av pengarna från börsintroduktionen brukar återinvesteras i företaget för framtida tillväxt.

I de flesta fall sker exit via industriell försäljning, vilket innebär att framtiden för det företag som säljs avgörs av de nya ägarnas strategi. Investerar de i företaget på befintlig plats för en framtida expansion, eller flyttar de viss eller all verksamhet till nya orter inom eller utanför landets gränser? De få empiriska studier som har genomförts indikerar såväl positiva som negativa effekter på de förvärvade företagen.

En exit får också konsekvenser för de involverade aktörerna (entreprenörer och investerare). En exit med positiv avkastning ger *investerare* finansiell likviditet och motivation för nya investeringar. *Entreprenörer* och andra personer i ledande befattningar har, oavsett ekonomiskt utfall av själva försäljningen, samlat erfarenheter från uppbyggnad av företaget samt investerings- och exitprocessen. Det är kunskaper som går att återanvända vid start av nya företag eller andra företagsfrämjande aktiviteter. En sådan effekt förstärks förstås av goda exitprocesser, som förstärker de finansiella möjligheterna till framtida investeringar. Lyckade investeringar har också ett signalvärde till andra investerare, vilket underlättar för framtida riskkapitalfinansiering.

En exit kan även ha indirekta effekter. Empiriska studier indikerar att det *regionala entreprenöriella ekosystemet* också kan påverkas. Exempel på det kan vara ökat nyföretagande, affärsmöjligheter för lokala och regionala leverantörer, kunskapsspridning eller nya jobb- och karriärmöjligheter för kvalificerad arbetskraft.

Staten bör ha ett mer exitorienterat investeringsätt

Antalet genomförda investeringar eller investeringsbelopp som ger en marknadsmässig avkastning är inte tillräckliga framgångsmått för offentliga riskkapitalsatsningar. *Hur* en exit sker och vad som händer *efter* den är även en relevant policyfråga. Framgångsrika exit är både ett verktyg för och ett mått på möjligheterna till framtida utveckling och tillväxt. Vi hävdar därför att offentliga riskkapitalsatsningar bör anamma ett mer exit-orienterat sätt att investera. Staten bör redan inför en investering värdera post-exit-scenarier utifrån val av exitstrategi. Dessutom krävs uppmärksamhet mot de andra inblandade aktörernas preferenser och strategier eftersom det kan avgöra vilka exitvägar som är möjliga. Staten bör också undersöka möjligheterna att förstärka de positiva effekterna av en exit. Ett sätt kan vara att undersöka om det går att öka sannolikheten för ”entrepreneurial recycling”, det vill säga att kunskap, erfarenheter och kapital från exit återanvänds på ett sätt som främjar det regionala entreprenöriella ekosystemet.

Staten bör vara marknadskompletterande

Staten ska ha en marknadskompletterande roll, det vill säga undvika att tränga undan privat kapital. En allmän uppfattning är att marknaden underpresterar när det gäller investeringar i tidiga faser. Det kan finnas behov av ett högre risktagande och av att hantera längre ledtider. Statliga kapitalinsatser kan även vara additionella på andra områden. Det är dit, och inte mot maximal avkastning, som det statliga kapitalet ska styras.

Summary

The government has become engaged in venture capital initiatives in a number of countries. This is also the case in Sweden. There are various modes of engagement. Common methods include investing directly in companies or indirectly through other funds (known as fund-of-funds or holding funds). One consequence of direct investment is that the government also acquires a share in the ownership of private companies. This ownership is intended to be temporary and the shareholding will subsequently be sold, in a process known as an exit. However, there may be a risk that the government's interest in the investments themselves obscures the importance of the exit and the planning for the exit process.

There are several ways of achieving an exit. The players involved, i.e. the entrepreneur and the investors, may have different goals and strategies. What happens during and after an exit has repercussions on future investments. In a broader sense, it also has repercussions as regards the regional entrepreneurial ecosystem. There are therefore grounds for the government to pay attention to exits as an interesting policy issue. In this report, we argue for the importance of broadening the approach and viewing venture capital investments from a cyclical perspective. This means that an exit is considerably more than an end point in a linear, sequential process.

Growth Analysis has engaged two international researchers with specialist expertise in the field to conduct an in-depth study into financial exits. The aim has been to illustrate exits from several different perspectives. Their English report is the background material for this summary report in Swedish. We have also supplemented it with an appendix containing Swedish exit data.

The study is part of Growth Analysis' framework project, *What lessons can be learned from the government's venture capital investments in the European Regional Development Fund?*

The main players

An exit can be viewed from either the buyers' or sellers' side. In this report, we focus on the latter perspective. This means that the main players are the company's founder (hereinafter referred to as the entrepreneur), as well as the venture capital player(s) who, seeking a return on their investment through an exit. The investors can in turn be divided up schematically, based on the type of venture capital (VC) in question: formal, private VC (VC funds); informal, private VC (business angels) and government VC (GVC).⁷

The entrepreneur is defined in this context as the founder of the company. In practice, a company is often founded by several people, a team. In the event the company is sold, the entrepreneur obviously has an interest in achieving a good return, although he or she is often also interested in what happens to his or her life's work following an exit. The entrepreneur may also have other private interests (such as the potential for continued control and influence in the company) that are not related to the company's financial value.

The VC funds are intended to channel capital from investors to portfolio companies. The investors ("limited partners") are often pension funds, banks, insurance companies or university foundations, but may also be private individuals. Special managers ("general

⁷ In the international literature, the abbreviation GVC is generally used to denote Government Venture Capital.

partners”) are responsible for the fund’s activities and handle direct contacts with the companies. The latter invest capital on the basis of a pre-determined, long-term time horizon, and the fund is liquidated after this period has elapsed. In addition to investment capital, the portfolio companies may also receive support from the VC funds in the form of expertise, industry knowledge and networks of contacts. The reason for investments in the VC funds is clear: high returns.

Business angels are private individuals who often have a background as successful entrepreneurs, with their own experience of starting and running companies. The business angels use this background to support the companies they are investing in with non-financial values (network contacts, strategic support, industry knowledge, etc.). Investments are often made at an earlier stage compared to formal venture capital. Business angels are a heterogeneous group of investors, representing a considerable spread in terms of background, motivation and investment processes. They can invest both as private individuals and through their own companies. The current trend is that the role of the business angels is changing. It is becoming increasingly common for groups of business angels to invest, rather than individual business angels. Business angels’ motives are broader than those of VC funds, and can be divided into three main groups: those that mainly strive to achieve a financial yield, those that want to get a return from participating in an entrepreneurial process, and those that are driven by other, non-financial factors (such as helping to create jobs and aid development in their geographical area).

Government VC can be generally divided into three groups: guarantees⁸, fund-of-funds or direct investments. The latter can take place through co-investments with private players or by means of the government investing on its own. Just as with private investors, government funds look for suitable investment objects, support companies with various non-financial initiatives and strive to achieve successful exits. However, the government has a broader goal structure than private investors, i.e. to promote Sweden’s innovation capacity and contribute to regional growth. This approach is fundamentally market-complementary. A common ambition with government investments, is often to “signal” to private players that there are good opportunities for returns, in segments in which they currently are not active. There is also an interest in what happens to the company after an exit, including what potential spin-offs can occur (such as new business opportunities as well as the spread of technology and knowledge).

Multiple exit routes, preferences and consequences

There are several different ways to proceed in an exit process. The five most common are:

- *IPO* (initial public offering)
- *Acquisition or trade sale* (industrial sale – the company is sold to another company)
- *Funder or management team buyout of venture capital* (the company’s founder or management buys out the external VC player’s shares)

⁸ For example, the government could commit to covering a proportion of any losses that might be incurred by private VC players.

- *Secondary sale* or *secondary buyout* (the external VC player's shares are sold to a strategic buyer⁹ or to a new VC player)
- *Write off* (the VC player writes off the value of the shares, wholly or in part)

The first two routes are the ones that are normally pursued. Industrial sale is the most common approach, as it is simpler and faster compared to an IPO.

The entrepreneur, in his or her capacity as the founder of the company, has a wider range of exit strategies than the other players. In addition to financial motives, other possible reasons include the survival of the company or voluntary closure¹⁰. If one of the main objectives is to achieve a financial return, an IPO or an acquisition/trade sale are both natural exit routes. If the company's future management and administration are important aspects for the entrepreneur, exit routes other than the five listed above may also be relevant alternatives. This might be the case when ownership is transferred within the family. It might also be the case when selling to the existing management or other employees at the company, or selling to a selected individual outside the company. In the case of voluntary closure, the business ceases operations and the company is dissolved or becomes dormant.

It is important to note that the players involved may have different preferences as regards their exit. If the entrepreneur's focus is on the private values that an exit could lead to (being able to retain aspects of ownership and control), they are likely to prefer an IPO over an industrial sale, where the entrepreneur's connection to the company generally ends. If the VC investor prioritises rapid payment for its shareholding, an industrial sale would be more attractive than an IPO, since the latter usually entails lock-up periods¹¹ that delay the potential to sell shares. What happens to the company after an exit – for example in relation to operations, jobs or potential relocation¹² – may be of interest above all to GVC. It may also be of interest to some groups of business angels, but hardly to private VC funds.

Difference in preferences means that the various exit routes available will be perceived as more or less attractive by the respective players. During the exit process, there are consequently incentives for the players to continually work towards the exit route that they consider to be most attractive.

From a linear to a cyclical and exit-oriented approach

Conventionally, the investment process in a venture capital context has been described as a linear flow with incremental phases: from *deal flow* (the flow of investment proposals) through various forms of selection and assessment processes, negotiations, contract writing

⁹ In principle, this group is less interested in what profits the company can generate and more interested in the additional benefits that a purchase might bring them in the form of contributions from technology, products, services and other underlying assets.

¹⁰ Reasons for this might include a career change or retirement, for example. Closure might be deemed an interesting option if the company is capital-intensive, with most of the value in tradable assets.

¹¹ Agreements that shareholders may enter into prior to an IPO, whereby they lock (may not sell) a proportion of their shareholding for a specified period, e.g. six months from the first day of trading in the portfolio company's shares.

¹² An exit might e.g. result in the company relocating abroad, within the country or continuing in the same location. The purchaser, the government and regional stakeholders may value these alternatives in different ways.

and the actual investment, to post-investment activities such as monitoring and mentoring activities and the final destination – an exit.

From a cyclical perspective, an exit is far from a final destination. It is rather a phenomenon that creates the conditions for new investments. Indirectly, it also has repercussions as regards regional growth and development. Such an approach also draws attention to activities that involve the reuse of financial capital as well as real and human capital in various ways. Tangible examples of this include serial entrepreneurship, active and liquid investors and – more generally – the opportunity to use the experiences gained in new development and growth contexts. What happens after an exit is consequently a policy aspect that needs to be considered.

With an exit-oriented approach, an exit is not something that is highlighted and completed at a single time. Instead, there is focus on the exit throughout the investment process. In principle, consideration is continually given to how an exit can be facilitated through all the various phases – before, during and after the actual investment.

Post-exit effects

The choice of exit route and the way an exit takes place can affect the future of the company and the players involved. If it takes place through an IPO, it is likely that the company will remain independent and have its head office and management team in the same place. At least part of the money from the IPO tends to be reinvested in the company to facilitate growth.

In most cases, an exit takes place via an industrial sale, which means that the future of the company being sold is determined by the strategy of the new owners. Are they investing in the company in the existing location to achieve future expansion, or do they intend to move some or all of the business to new locations within or beyond the country's borders? The few empirical studies that have been carried out indicate both positive and negative impacts on the acquired companies.

An exit also has consequences for the players involved (entrepreneurs and investors). An exit with a positive return provides *investors* with financial liquidity and the motivation to make new investments. Regardless of the financial outcome of the actual sale, *entrepreneurs* and other individuals in senior positions have accumulated experience from building up the company as well as from the investment and exit process. This knowledge can be reused when starting up new companies or in other business promotion activities. It goes without saying that such an effect is reinforced by positive exit processes, which strengthen the financial opportunities for future investments. Successful investments also send out a valuable signal to other investors, facilitating future venture capital financing.

An exit can also have indirect effects. Empirical studies indicate that the *regional entrepreneurial ecosystem* can also be affected. Examples of this include increased business creation, business opportunities for local and regional suppliers, the spreading of knowledge and new job and career opportunities for skilled workers.

The government should employ a more exit-oriented investment approach

The number of implemented investments or the investment amounts that produce a market return are not a sufficient measure of success for public venture capital investments. *How* an exit takes place and what happens *after* the exit also constitute a relevant policy issue. Successful exits are both a tool for, and a measure of, the opportunities for future

development and growth. We therefore maintain that public venture capital initiatives ought to adopt a more exit-oriented investment method. Prior to making an investment, GVC should evaluate post-exit scenarios based on the choice of exit strategy. In addition, attention needs to be paid to the preferences and strategies of the other players involved, as this may determine which exit routes are possible. GVC should also explore the possibility of reinforcing the positive effects of an exit. One method might be to investigate the potential for increasing the likelihood of “entrepreneurial recycling”, i.e. where knowledge, experience and capital from exits are reused in a way that promotes the regional entrepreneurial ecosystem.

Government investments should be market-complementary

GVC must have a market-complementary role, i.e. it must avoid crowding out private capital. It is generally perceived that the market underperforms when it comes to early-phase investments. There may be a need for greater risk-taking and for employing longer lead times. There may also be additional GVC initiatives in other areas. It is here that the public capital should be focused, not on maximum yield.

1 Utgångspunkter och upplägg

Bakgrund

Såväl de regionala saminvesteringsfonderna som den relativt nystartade ”gröna fonden” är exempel på pågående riskkapitalinsatser med finansiering från Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF). Båda insatser är direktinvesteringar. Förutom ovan nämnda insatser finns även andra statliga aktörer som arbetar med instrumentet riskkapital.¹³ I enlighet med riskkapitalinstrumentets genomförandelogik innebär detta att staten genom sitt aktieinnehav blir delägare till företag runt om i Sverige. Ägandet är tidsbundet och förväntas kunna avyttras inom 5–7 år genom en så kallad exit.

Det finns flera vägar till exit och de involverade aktörerna kan ha olika mål och strategier. Vad som sker i och efter en exit har återkopplingar tillbaka in i investeringscykeln och i det regionala entreprenöriella ekosystemet. Vilken exitväg som väljs får olika konsekvenser för de involverade aktörerna, vilket bäddar för att aktörerna kan ha olika strategier i exitprocessen. Det finns därför anledning för staten att uppmärksamma exit som en intressant policyfråga och inte enbart fokusera på själva investeringarna.

Syftet med studien är att öka vår kunskap inom området och tillföra internationella erfarenheter. Studien ingår i ett av Tillväxtanalys ramprojekt (se nedan).

Syftet med detta kapitel är att introducera läsaren till rapporten. Kapitlet fortsätter därför med kort beskrivning av *ramprojektet* följt av *tillvägagångssätt* och en kort *rapportdisposition*.

1.1 Ramprojektet

Ramprojektet har titeln *Vilka lärdomar kan dras från de statliga riskkapitalsatsningarna inom Europeiska regionala utvecklingsfonden?*

Ramprojektet är en syntes av de erfarenheter som Tillväxtanalys ackumulerat under sin utvärdering av finansiella insatser (riskkapital) inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF). Insatserna ifråga är: *Regionala saminvesteringsfonder*, en *grön fond* (Almi Invest GreenTech) och en *holdingfond* (Swedish Venture Initiative, SVI).

Det aktuella ramprojektet innehåller totalt fyra delprojekt, men slutrapporten (planerad till våren 2019) kommer även att inkludera lärdomar från de utvärderingar och analyser som myndigheten tidigare har utfört inom området.¹⁴

Ramprojektet svarar även upp mot Tillväxtanalys regeringsuppdrag och utvärderingsplaner som redovisades i december 2015.¹⁵

¹³ T.ex. Saminvest AB:s två dotterbolag Fouriertransform och Inlandsinnovation samt stiftelsen Industrifonden.

¹⁴ Regeringen har tidigare vid olika tidpunkter sedan 2009 gett Tillväxtanalys i uppdrag att utvärdera riskkapitalinsatser inom Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF). Myndigheten har, i enlighet med erhållna regeringsuppdrag, med olika metoder följt och utvärderat de regionala saminvesteringsfonderna (Tillväxtanalys 2010; 2011; 2013; 2016; 2017c). Sammantaget kommer studierna vid ramprojektets slut att ha inkluderat teoretiska genomgångar, internationella erfarenheter och fallstudier, tematiska fördjupningar, programlogik samt effektutvärdering. Syftet är att ramprojektet – genom policydiskussioner och rekommendationer – ska utgöra ett konkret kunskapsbidrag inför överväganden och utformning av fortsatta och framtida insatser inom området offentligt riskkapital.

¹⁵ Diarienummer 2015/017.

1.2 Tillvägagångssätt

Denna promemoria baseras på en engelskspråkig underlagsrapport som, på uppdrag av Tillväxtanalys, upphandlats av två ledande forskare inom området.

1.2.1 Underlagsrapporten

Med utgångspunkt i de pågående finansieringsinsatser som nämndes i avsnitt 1.1 och erfarenheter från myndighetens tidigare rapporter inom området arbetade Tillväxtanalys fram en projektbeskrivning och aktuella exitrelaterade frågeställningar. Myndigheten valde i nästa steg att upphandla en underlagsrapport och etablerade kontakt med internationella forskare med djup kunskap inom sakområdet. Efter upphandling genomfördes studien under senhösten/vintern 2017–18 av professor Karl Wennberg och professor Colin Mason.¹⁶ Underlagsrapporten har titeln: ”Financial exits: perspectives, regional development and policy interventions”.¹⁷

Karl Wennberg är professor i företagsekonomi vid Linköpings Universitet, och är gästforskare vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har skrivit ett flertal välciterade verk om exit ur ett entreprenörskapsperspektiv. Colin Mason är professor i entreprenörskap vid Adam Smith Business School, University of Glasgow i Skottland. Han är expert på affärsänglar och regionala aspekter på kapitalförsörjning av nya företag.

Värdefulla synpunkter och kommentarer på underlagsrapporten som helhet har även inhämtats från professor Armin Schwienbacher, Skema Business School, Frankrike.

Grunden för underlagsrapporten består av en omfattande litteraturöversikt som härrör från empiriskt och teoretiskt arbete inom de akademiska områdena finansiell ekonomi, entreprenörskap och ekonomisk geografi. Tidigare forskningsöversikter (utförda av författarna eller andra forskare inom området), sökningar i databaser och information från ett antal framstående professorer inom området har guidat urval av material till rapporten. Empiriska exempel har samlats in såväl från akademisk litteratur som från rapporter av myndigheter, banker, värdepappersföretag och liknande.

1.2.2 Promemorian

Detta sammanfattande pm är skrivet av analytiker Jörgen Lithander, Tillväxtanalys, och baseras huvudsakligen på den mer omfattande, engelskspråkiga, underlagsrapport som nämndes ovan.

Löpande dialog har förts med Tillväxtverket, förvaltande myndighet för de svenska Eruf-finansierade kapitalförsörjningsinsatserna. De svenska exitdata från satsningen med regionala saminvesteringsfonder som presenteras i appendix har även erhållits från Tillväxtverket och bearbetats av statistiker/analytiker Andreas Kroksgård, Tillväxtanalys.

1.3 Disposition

De efterföljande kapitlen i promemorian är disponerade på följande sätt:

Kapitel två introducerar kort instrumentet riskkapital och diskuterar motiv för statliga interventioner inom området. Begreppet exit definieras som en finansiell, investeringsdriven, händelse.

¹⁶ Kapitel två i underlagsrapporten baseras på ett utkast skrivet av professor Richard Harrison, University of Edinburgh Business School.

¹⁷ Underlagsrapporten är nedladdningsbar på myndighetens hemsida (www.tillvaxtanalys.se).

Kapitel tre beskriver huvudaktörerna i en exitprocess: entreprenören, formellt VC, informellt VC (affärsänglar) och statligt riskkapital (GVC). Aktörernas olika perspektiv på exit diskuteras i samband med en presentation av de vägar som litteraturen normalt identifierar för exit i riskkapitalfinansierade företag.

Kapitel fyra lyfter fram investerarnas investeringsmotiv som en viktig pusselbit i förståelsen av exitprocessen. I nästa steg diskuteras hur valet av exitväg kan få delvis olika konsekvenser för de involverade aktörerna och därmed även upplevas som mer eller mindre attraktiva för dem.

Kapitel fem belyser konsekvenserna av exit för regional utveckling och tillväxt. Med hjälp av ett cykliskt perspektiv på investeringar och exit diskuteras en exits påverkan i tre undergrupper, vad som händer: (i) med det exiterande företaget, (ii) med de involverade individerna samt (iii) i det regionala entreprenöriella ekosystemet.

Kapitel sex beskriver vad ett exitorienterat förhållningssätt praktiskt innebär i en investeringsprocess.

Kapitel sju innehåller en avslutande policydiskussion.

I *appendix* presenteras, som en svensk empiri, beskrivande statistik över den exitstruktur som framträder i de regionala saminvesteringsfonderna.

2 Exit i riskkapitalsammanhang

2.1 Instrumentet riskkapital

Riskkapital¹⁸ bedöms ha en viktig roll att spela för att utveckla innovationer och främja tillväxt (Lerner, 2010). Riskkapitalinvesteringar innebär i korthet att företagsexterna aktörer investerar kapital i noggrant utvalda företag i tidiga faser och under hög risk. Kapitalinvesteringen resulterar i ett delägarskap (aktieinnehav). Investeringarna tar högre risker än banker och kan – förutom det finansiella tillskottet – även tillföra företaget i fråga värden i form av coaching, nätverkskontakter, strategiskt stöd, nya nyckelpersoner och liknande (Bygrave & Timmons, 1992; Sapienza m.fl., 1996; Denis, 2004; Kaplan & Strömberg, 2004).

Ett centralt drag i investeringsmodellen är att delägarskapet är uttalat tidsbundet, normalt säljs aktieinnehavet efter 5–7 år. Målsättningen är att företaget då har utvecklats väl och är attraktivt för köpare. Företagen som mottar riskkapital lämnar normalt inte någon aktieutdelning under denna tidiga tillväxtfas, investerarens avkastning blir därmed i princip den värdestegring som kan erhållas vid försäljningen (en så kallad exit).

2.2 Statens engagemang

Företagens finansieringsmöjligheter, i synnerhet de små och innovativa företagens, är en viktig fråga för regeringar runt om i världen. Det föreligger en spridd uppfattning att den privata marknaden inte alltid förmår finansiera investeringsmogna företag i den omfattning som är samhällsekonomisk önskvärd. Staten har därför i många länder intervenerat på marknaden med egna riskkapitalinsatser.¹⁹ Omfattningen är substantiell, under år 2017 kom i det närmaste en tredjedel av de anskaffade medlen (*raised capital*) inom VC-sektorn i Europa från offentlig sektor (Invest Europe, 2018). I Sverige har sådana policyinitiativ genomförts sedan tidigt 1970-tal.²⁰ Nuvarande satsningar sker till exempel genom de regionala saminvesteringsfonderna²¹ (Tillväxtanalys, 2016), Almi Invest Greentech och Swedish Venture Initiative (Tillväxtanalys, 2018), Industrifonden (RRV, 1998) och Saminvest.

I den ekonomiska litteraturen om innovation framkommer i huvudsak två motiv för sådana statliga interventioner; en handlar om *spillover-effekter* och en om *marknadsmislyckanden* (Lerner, 1999). Den förstnämnda innebär i korthet att den samhällsekonomiska avkastningen från innovationer och entreprenörskap är större än den privata avkastningen genom att positiva externaliteter (kunskap, idéer etcetera.) sprids från det enskilda företaget till andra företag och det omgivande samhället. Då företagen inte själva kan ”fånga in” all nytta av sina investeringar kommer de att investera i mindre omfattning än vad som vore samhällsekonomiskt optimalt. Genom statlig stöttning av innovativa företag (till exempel

¹⁸ I policysammanhang använts ofta den bredare samlingstermen ”riskkapital” som en synonym till ”venture capital”. Det är inte helt korrekt då venture capital egentligen är ett smalare begrepp och syftar på den delmängd av riskkapitalmarknaden som avser ägarkapitalinvesteringar i tidiga skeden av ett onoterat bolags utveckling. (Isaksson, 2006; Tillväxtanalys, 2017a). Det är den betydelsen som avses i detta pm när vi använder såväl begreppet ”venture capital” som ”riskkapital”. Vi kommer, främst av språkliga skäl, att använda båda uttryck synonymt.

¹⁹ Kända internationella exempel är det amerikanska programmet ”Small Business Innovation Research” (Lerner & Kegler, 2000), den australiska satsningen ”Australian Innovation Investment Fund” (Cumming, 2007), Skottlands Co-investment Fund (Hayton m.fl., 2008) eller Israels ”Yozma program” (Avnimelech & Teubal, 2006).

²⁰ Svetab och Företagskapital var bland de allra första (Olofsson, 1983; Tillväxtanalys, 2010).

²¹ Se även appendix för en kort redovisning av exitstrukturen i den insatsen.

genom riskkapitalfinansiering) kan investeringarna fås att öka och därmed närma sig det samhällsekonomiskt önskvärda. En sådan kunskapsspridning har en betydelsefull geografisk dimension då det främst är de närliggande, lokala, företagen som förväntas gynnas mest (Audretsch & Feldman, 2004).

Marknadsmislyckanden kan innebära att vissa investeringar inte blir av, trots förekomsten av lönsamma investeringsmöjligheter för finansiärerna. Främst är det då hög grad av osäkerhet och informationsasymmetrier som spelar in (Murray, 2007). Små och nya företags verksamheter kan vara svåra att bedöma för en investerare. Det kan bero på att företaget är nystartat och saknar merithistoria (*track record*), har oprövade affärsidéer eller verkar inom områden med särskilt långa utvecklingstider. Informationen kan också vara ojämnt fördelad mellan entreprenör och investerare (Williamson, 1975; Amit m.fl., 1998). Entreprenören kan till exempel antas ha bättre kunskap om sitt företag än den potentielle investeraren samtidigt som investeraren kan ha bättre kunskap om marknaden som helhet.

2.3 Rapportens fokus – finansiell, investeringsdriven, exit

Det ska redan inledningsvis understrykas att det är själva exitmomentet i sig som studeras i detta pm och *inte* effektiviteten av statliga riskkapitalinvesteringar.

Exit kan betyda olika saker i entreprenöriella och finansiella sammanhang. Uttrycket kan till exempel användas för att beskriva när en entreprenör lämnar sitt företag, när ett företag lämnar marknaden eller när en investerare/entreprenör säljer sin ägarandel i ett företag. Den senare betydelsen skulle kunna kallas en finansiell, investeringsdriven exit. Det är den delen av riskkapitalinstrumentet, investeringsdrivna exit, som står i fokus för detta pm.

Exit kan ses som själva skörden av de investeringar och icke-finansiella insatser som riktats mot ett företag, ”*harvesting is an essential aspect of entrepreneurial finance*” (Smith m.fl., 2011:648). Det finns därför anledning att närmare studera företeelsen.

En viktig poäng i vårt pm är att ursprungsägarna (entreprenörer/grundare) och nytilkomna externa investerare kan ha olika perspektiv och mål med företaget och sitt delägarskap. Sådana preferenser kommer att påverka aktörernas syn på exit och vilka exitvägar som föredras. Vi kommer därför i kapitel 3 behandla den frågan mer utförligt.

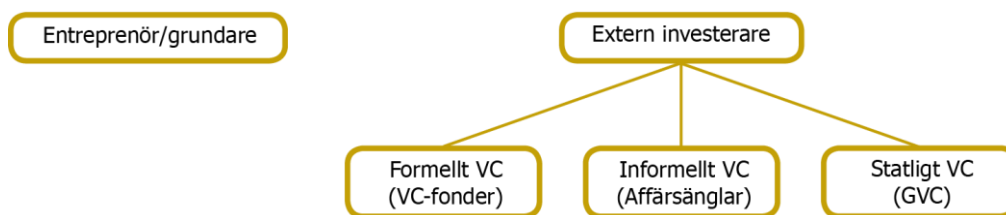
3 Aktörer och exitvägar

3.1 Aktörerna

En exit kan ses från köparnas eller säljarnas sida. I detta pm har vi det senare perspektivet. Det innebär att huvudaktörerna är entreprenören/grundaren (hädanefter för enkelhets skull betecknad enbart som entreprenören) i företaget och den riskkapitalinvesterare som genom en exit söker avkastning på sin investering.

De externa investerarna kan schematiskt, som illustreras i figur 1 nedan, i nästa steg indelas i tre undergrupper: formellt VC, informellt VC och statliga riskkapitalaktörer (GVC).²²

Figur 1 Aktörerna – en principskiss



3.1.1 Entreprenören

Entreprenören och dess ekonomiska funktion kan definieras på många sätt beroende på sammanhang och disciplin. En sammanställning av Hébert och Link (1989) finner till exempel tolv olika entreprenörsroller i den ekonomiska litteraturen. Klassiska ekonomer har också tidigt kopplat olika funktioner i ekonomin till entreprenören. Bland de mest frekventa återfinns riskhantering (Knight, 1921/1971; Cantillon, 1755/2001; Say 1880/2001; m.fl.), innovation (Schumpeter, 1934/1996), koordination (Casson, 1982; Say, 1880/2001), möjlighetssökande (Kirzner, 1973). I detta pm värderar vi inte förekomst och omfattning av sådana funktioner i ekonomin utan avser helt enkelt grundaren av det företag som det investeras riskkapital i.

Av språkliga skäl skriver vi genomgående entreprenören i singularis, i praktiken är det dock i dessa sammanhang närmast regel med flera individer, så kallade ”startup team” (Muñoz-Bullon m.fl., 2015).

3.1.2 Formellt VC (VC-fonder)²³

En vanlig form av formellt VC är särskilt bildade fonder (för enkelhets skull används därför hädanefter termen VC-fonder). Internationellt etableras fonderna ofta som *limited partnerships*, vilket ungefär kan jämföras med ett svenskt kommanditbolag. Fonder i Sverige etableras idag ofta som aktiebolag eller kommanditbolag. VC-fondernas syfte är att kanalisera kapital från investerare till företag (kallas ofta i dessa sammanhang för portföljbolag) genom investeringar i företagets egna kapital. Investerarna (kallas internationellt ofta *LP – limited partners*) är ofta pensionsfonder, banker, försäkringsbolag eller universitetsstiftelser, men kan även vara privata investerare med kapital och erfarenhet.

²² Här avses en schematisk beskrivning, även andra kategorier av externa finansiärer kan förekomma, t.ex. bolag som inte har investeringar som primär uppgift (*Corporate VC*). I den internationella litteraturen används i regel förkortningen GVC (Government Venture Capital) för att beteckna statligt riskkapital

²³ Stycket baseras på information i Tillväxtanalys publikation om riskkapitalstatistik (Tillväxtanalys, 2017a)

För fondens verksamhet ansvarar en *förvaltare* (kallas internationellt ofta *GP – General Partners*, vilken kan jämföras med en svensk komplementär), och denna är obegränsat (betalnings-) ansvarig för fondens förpliktelser. I en aktiebolagsstruktur kan fondbolaget antingen förvaltas internt, eller genom ett separat *förvaltningsbolag*. Till stöd för sitt arbete anlitar förvaltaren ofta ett rådgivningsbolag.

Genom styrelsrepresentation samt vetorättigheter tillförsäkras fonderna ofta en möjlighet att påverka de mest väsentliga besluten avseende portföljbolagen. Kapitalet investeras utifrån en på förhand bestämd, långsiktig tidshorizont, och fonden likvideras när perioden löpt ut. Allt från fem till tolv år är vanligt förekommande livslängder på fonderna. Investeringarna är under fondens livslängd låsta till fonden, och därför blir deras intressen nära sammankopplade med de som fondens förvaltare har – ett gemensamt intresse av att genom ett aktivt ägande skapa värdetillväxt i de företag som fonden investerat i. Portföljbolagen får, utöver nödvändigt kapital, även tillgång till kompetens, branschkunskap och kontaktnät.

När fondens förutbestämda livslängd närmar sig sitt slut är målet att samtliga portföljbolag ska ha överlåtits till annat ägande, genom exit. Efter exit fördelas eventuell avkastning mellan investeringarna enligt förutbestämda principer där investeringarna ofta har företrädesrätt till att erhålla en viss grundavkastning, innan någon vinstdelning av eventuella övervärden görs mellan dem och förvaltaren.

3.1.3 Informellt VC (Affärsänglar)

Med informellt VC avses privatpersoner som investerar egna pengar. Affärsänglar är i policysammanhang en vanlig benämning, även om vissa informella investerare – beroende på definition, inte alltid inkluderas i det begreppet. Affärsänglar är investerare som ofta har en bakgrund som framgångsrika entreprenörer med egna erfarenheter av att starta och driva företag. De investerar ofta i tidigare skeden jämfört med formellt riskkapital (Helle, 2004; Aernoudt, 2005) vilket gör dem till en viktig aktör i det entreprenöriella ekosystemet (Sohl, 2012). Affärsänglar är en heterogen investerargrupp och uppvisar en avsevärd spridning när det gäller bakgrund, motiv och investeringsprocesser (Silver, 2008).

Gruppen är svårångad i statistiska sammanhang (Silver, 2008; Mason och Harrison, 2002, 2008; OECD, 2011). Tillväxtanalys har också i en tidigare studie betecknat det rådande kunskapsläget för informella investeringar som en ”*synnerligen allvarlig vit fläck*” (2011a:14). Det finns flera anledningar till det, dels en diskussion om den operativa definitionen, dels en hög grad av statistisk ”osynlighet” i affärsänglars investeringar (Avdeitchikova, 2008).

Olika definitioner har förekommit i litteraturen, allt från mycket bred till snäv. I den förstnämnda gruppen (exempelvis GEM-studien²⁴) inkluderas till exempel investeringar som utförs i familjemedlemmars företag, medan den snävare definitionen bland annat ställer krav på oberoende från företaget, att investeringar i första hand görs av vinstintresse, med en viss minimistorlek och att investeringen även ska bidra till företagets utveckling genom ett aktivt ägarengagemang. Med det senare avses bransch- och affärsmässig kunskap

²⁴ GEM (Global Entrepreneurship Monitor) är världens största pågående studie av entreprenörskap. Urvalsundersökningarna täcker ca. 68 procent av världens befolkning och 85 procent av världens BNP. Årligen mäts och analyseras entreprenöriell aktivitet i de länder som medverkar. Resultaten presenteras bl.a. i en global, sammanfattande årsrapport och i nationella rapporter från medverkande länder. Se: www.gemconsortium.org

baserad på egna erfarenheter samt kontakter och nätverk (Mason & Harrison, 2000; Avdeitchikova, 2008).

I en ofta citerad definition från Mason och Harrison (2010:16) sägs det att:

“A business angel is an individual, acting alone or in a formal or informal syndicate, who invests their own money directly in unquoted businesses in which there is no family connection in the hope of financial gain and who, after making the investment, takes an active involvement in the business, for example, as mentor, adviser or member of the board.”

Definitionen ovan är således snäv till sin karaktär och uppmärksammar även att en affärsängel både kan investera helt på egen hand och tillsammans med andra (till exempel i affärsängelnätverk).

Affärsänglar kan både investera som privatperson och genom egna bolag. I en svensk studie utförd år 2004 fann Månsson och Landström (2006) att det var vanligare att affärsänglarna investerade genom ett (privatägt) bolag då det upplevdes att det förfarandet gynnades av skattelagstiftningen.

Även om deras investeringsbelopp i regel är mindre än VC-fondernas är antalet informella investerare avsevärt högre, likaså antalet investeringar. Som tidigare påpekats är det mycket svårt att få en fullständig bild över marknaden för affärsängelfinansiering. Indikationer finns dock. Avdeitchikova (2008) redovisar en studie av informella VC-investerare i Sverige under perioden 2002–2004.²⁵ Hon uppskattar där att det årligen sker drygt 30 000 investeringar i onoterade företag till ett totalt belopp av cirka 3,5–4 miljarder kronor. EBAN uppskattar att affärsänglar i Europa under 2016 investerade cirka 6,7 miljarder euro, vilket motsvarar knappt 2,7 gånger det belopp som VC-fonder investerade i tidiga faser (EBAN, 2017). Omfattningen är således avsevärd.

Utvecklingen är att affärsänglarnas roll är i förändring. Tidigare har deras verksamhet dominerats av individer som investerar på egen hand, medan det numera blir allt vanligare att det är grupper av affärsänglar som genomför gemensamma investeringar (Mason m.fl., 2016). Det innebär ökade möjligheter att investera större belopp och att kunna följa ett företag med investeringar ända fram till en exit, utan att behöva involvera VC-fonder. Flera änglar i en grupp medför också ökad synlighet på marknaden och ökad kollektiv kompetens.

3.1.4 Statligt VC (GVC)

Staten kan på olika sätt påverka finansieringsmöjligheterna på marknaden, alltifrån att utforma det institutionella ramverk som investerare och företag verkar inom till direkta investeringar i företag. Indirekta strategier kan till exempel vara förändringar i lagstiftning som påverkar privata investerare, skattelättnader för privata riskkapitalinvesteringar eller stöd till affärsängelnätverk. Direkta strategier innebär att staten intar en mer aktiv roll. De senare kan översiktligt kategoriseras i tre grupper:

1. *Garantier*, där staten utfäster sig att täcka delar av de eventuella förluster som kan drabba privata VC-aktörer.

²⁵ I studien definierades informella investerare som: ”private individuals who invest risk capital directly in unquoted companies in which they have no family connection” (s. 58).

2. *Fond-i-fond satsningar* där statliga medel satsas i en fond som investerar i ett antal privat förvaldade VC-fonder, vilka i sin tur investerar i portfölj företagen
3. Statliga fonder som *direktinvesterar*, utan mellanled, i portfölj företag. Det kan ske genom att:
 - a. Saminvestera med privata aktörer (*co-investment funds*). En sådan saminvesteringsdesign kan se olika ut. Normalt saminvesterar GVC då med privata VC-fonder och affärsängelnätverk, men även andra aktörer är tänkbara²⁶. Statens aktivitetsnivå kan variera avsevärt, från att mer eller mindre passivt ”följa” den privata aktören till en roll som självständig investerare.
 - b. Investera helt på egen hand.

I Sverige finns för närvarande flera insatser som kan placeras i grupp två och tre ovan.²⁷ Rapportens inriktning på exit medför att vi i detta sammanhang är mest intresserade av de situationer där staten har ett eget inflytande på exitprocessen, dvs. i huvudsak den tredje kategorin ovan.

På samma sätt som privata investerare söker även statliga fonder lämpliga investeringsobjekt, ”coachar” företagen med olika icke-monetära insatser (så kallade *Non-financial Value Added*)²⁸ samt strävar mot framgångsrika exit. Dock finns olikheter när det gäller övergripande målsättningar och kanske även tidshorisont (se avsnitt 4.1 och 3.4.1).

3.2 Olika perspektiv på exit

Det finns fler olika ”vägar” att gå när en exit ska genomföras. Vilken väg som de facto väljs beror även på vilka som *kan* väljas och vilka som *föredras* av de inblandade aktörerna. Företagets branschtillhörighet och tillväxtpotential, rådande konjunkturläge och likviditet på exitmarknaden är exempel på aspekter som påverkar sannolikheten för en enskild exitvägs valbarhet. I detta sammanhang kommer vi emellertid att avgränsa vår diskussion till en förståelse av aktörernas egna önskemål. Oavsett vilka exitvägar som *de facto* är möjliga i det enskilda fallet kan de inblandade aktörerna (entreprenören och de externa investerarna) ha olika preferenser och strategier. En sådan olikhet i preferenser medför i nästa skede att de olika exitvägarna kommer att uppfattas som mer eller mindre attraktiva av respektive aktör. Beroende på vilket perspektiv som anläggs (entreprenörens eller investerarens) kan också antalet vägar också variera något.²⁹ Vi inleder med att betrakta exit ur entreprenörens synvinkel.

3.2.1 Entreprenörens perspektiv

Ur ett entreprenöriellt perspektiv kan en exit ha något olika betydelser. Forskare har både använt begreppet för att beskriva när entreprenören/grundaren lämnar företaget eller när själva företaget lämnar marknaden (Albert & De Tienne, 2016). Det är i det sammanhanget

²⁶ I den svenska insatsen med regionala saminvesteringsfonder är t.ex. *Corporate VC* en vanlig medfinansier. Den kategorin innebär investeringar av privata bolag som inte har investeringar som primär uppgift, ofta större företag som investerar i små, innovativa, start-ups.

²⁷ Några exempel från grupp två kan vara Swedish Venture Initiative och Saminvest. Exempel från grupp tre: Almi Invests åtta regionala saminvesteringsfonder, Almi Invest Greentech, Industrifonden samt Inlandsinnovation och Fouriertransform (de två sistnämnda är fr.o.m. år 2017 dotterbolag till det statliga riskkapitalbolaget Saminvest).

²⁸ T.ex. mentorinsatser, strategiska kunskaper, nätverk, stöd inom administration och styrelsearbete.

²⁹ T.ex. kan familjeöverlåtelse vara ett relevant exitalternativ för en entreprenör, men knappast för en VC-fond.

även viktigt att särskilja mellan en exit av entreprenören (*entrepreneurial exit*) och ett ekonomiskt fallissemang (*entrepreneurial failure*). En entreprenör kan lämna sitt företag av flera skäl, såväl personliga som affärsmässiga. Skälen kan – men behöver inte – vara kopplade till företagets ekonomiska prestationer (Wennberg m.fl., 2010).

DeTienne m.fl. (2015) menar att en förståelse av exitprocessen och entreprenörens faktiska exitval måste inledas med att identifiera de exitstrategier som entreprenören – implicit eller explicit – formulerat i tidiga skeden. Med exitstrategier avser DeTienne: ”*the mode through which the entrepreneur intends to exit the firm*” (2015:256). Vilka intentioner som entreprenören har med sin framtida exit (strategiernas innehåll och mål) kommer, oavsett vilken form av framtida exit som slutligen sker, att påverka hans beslut och beteende i frågor som rör företagets finansiering och tillväxt, graden av risktagande, införskaffande av resurser etcetera.

DeTienne identifierar sju olika exitvägar i litteraturen och sammanför dem i tre grupper, beroende på vilken typ av mål som kan sägas ligga bakom (se tabell 1). Den första gruppen är ”*financial harvest*”, där entreprenören ser den ekonomiska avkastningen som ett huvudmål. Naturliga exitvägar är då IPO eller en försäljning till andra företag. Den andra gruppen är ”*stewardship strategies*” där företagets framtida ledning och förvaltning är en viktig aspekt för entreprenören. Överlåtelse inom familjen, försäljning till en anställd inom företaget eller till en annan utvald privatperson är då relevanta exitalternativ. Den tredje gruppen är ”*voluntary cessation*”, där entreprenören på frivillig väg väljer att lägga ner företaget.

Tabell 1 Entreprenörens exitstrategier och tänkbara exitvägar

Grupp av exitstrategi	Relevanta exitvägar	Innebär
<i>Financial harvest</i> (ekonomiska motiv)	1. IPO 2. Acquisition/trade sale	1. Börsintroduktion (Initial Public Offering), företagets aktier görs tillgängliga för handel på en aktiebörs, där aktien samtidigt noteras. 2. Företaget säljs till ett annat företag
<i>Stewardship</i> (företagets fortlevnad)	1. Family succession 2. Employee buyout 3. Sale to an individual	1. Ägandet överläts inom familjen 2. Försäljning till ledning eller andra anställda inom företaget 3. Försäljning till utvald individ utanför företaget
<i>Voluntary cessation</i> (frivillig nedläggning)	1. Liquidation 2. Discontinuance	1. Frivillig likvidation. Företaget löses upp efter det att skulderna betalats och (eventuellt) överskott fördelats mellan aktieägarna. 2. Verksamheten upphör. Företaget kan formellt finnas kvar, men då ”vilande”.

Källa: DeTienne m.fl., (2015). Egen bearbetning.

Vilken exitstrategi som entreprenören eftersträvar kan även påverkas av såväl vilken typ av företag det handlar om (till exempel om det är högteknologiskt eller inte) samt vilka resurser³⁰ och erfarenheter³¹ som finns att tillgå hos entreprenören.

³⁰ T.ex. den faktiska tillgången till finansiellt-, teknologiskt- och humankapital.

³¹ T.ex. bransch- eller entreprenöriella erfarenheter, entreprenörens utbildningsnivå och ålder.

Det finns flera teoribildningar som söker förklara entreprenörens exitstrategier, till exempel DeTienne och Cardon (2012), DeTienne och Chirico (2013), Albert och DeTienne (2016).

Så långt entreprenörens perspektiv, i nästa avsnitt flyttar vi fokus till den andra nyckelkategorin i en exitprocess – investerarna.

3.2.2 Investerarnas perspektiv

Generellt är investerarnas perspektiv något tydligare då de investerar med syftet att erhålla en finansiell avkastning på sin investering. Investerarna är emellertid inte en homogen grupp och det finns anledning att göra en uppdelning mellan formellt VC (VC-fonder), informellt VC (affärsänglar) och statligt VC (GVC) enligt den kategorisering som gjordes i avsnitt 3.1. En sådan uppdelning visar även på olikheter i synen på exit.

Benägenheten att tidigt ”tänka” exit och exitvägar tenderar generellt att skilja sig åt mellan affärsänglar och VC-fonder. Den senare gruppen är normalt mer exitfokuserade, sannolikt som en konsekvens av deras tidsbestämda ”fondtid”, tydliga målfunktion och de avkastningskrav som deras LP ställer på fondförvaltarna (Cable and Shane, 1997; Murray, 1995). Det statliga riskkapitalets syn på exit kompliceras av att det ofta finns ett flertal mål med deras investeringar. Samtidigt har GVC inte alltid kontroll över exitprocessen.

VC-fonder

För en VC-fond är exit tydligt närvarande under hela processen. Klonowski (2018:266) uttrycker det som att: ”*achieving an exit is a continuous priority for venture capitalists, if not an obsession*”. Investerarna (LP:s) söker avkastning på sitt kapital. Då portföljförretagen befinner sig i tidig tillväxtfas lämnas normalt inte någon aktieutdelning vilket medför att avkastningen måste hämtas från exit. Det innebär även att exitvägar diskuteras tidigt i processen, ofta före investeringen genomförs (Cumming & Johan, 2012). Aernoudt (2017:105) formulerar det som att: ”*a project with no exit possibilities is of no interest to venture capitalists*”. Bedömningar av framtida exitmöjligheter kommer därmed att påverka värderingen av det potentiella portföljförretaget och utformningen av aktieägaravtal.³² En annan aspekt är att avkastningen är långt ifrån jämnt fördelad bland portföljförretagen. Fondens totala avkastning blir därmed i praktiken beroende av ett fåtal lyckade exit. Fonderna har därför incitament att inrikta sina värdeskapande aktiviteter och följdinvesteringar på de företag som uppvisar potential och försöka maximera deras exitvärde. Fondens aktiva engagemang i exitprocessen innebär även att de söker efter tänkbara köpare genom sina nätverk. Sammantaget är exitmöjligheterna en integrerad del av en VC-fonds investeringsstrategi.

Affärsänglar

Även om affärsänglar också är beroende av framgångsrika exit för att kunna fortsätta investera är de generellt inte lika exitfokuserade som VC-fonder. Forskning om affärsänglar i flera olika länder indikerar att de vid investeringstillfället inte inkluderar överväganden om framtida exitvägar i någon större omfattning. De har sällan utformat exitplaner eller formulerat strikta krav på tidshorisonter för exit (t.ex. Gaston, 1989; Harrison m.fl., 2016; Landström, 1993; Lumme m.fl., 2013; Seymour & Wetzel, 1981).

³² T.ex. ”drag-along rights” och andra kontrollrättigheter för VC-fonden.

Det kan finnas fler anledningar till detta. En av dem är efterfrågebaserad och speglar affärsänglarnas övertygelse om att en bra investering alltid kommer att hitta en exit-möjlighet (May & Simmons, 2001; Johnson, 2012; Mason & Botelho, 2016). En annan förklaring är mer relationsorienterad och kopplas till entreprenörens närmast passionerade förhållande till sitt företag. Att då, vid några av de första mötena mellan entreprenören och affärsängeln, börja diskutera exitfrågor skulle vara att sänka entreprenörens motivation och kanske även försvåra det fortsatta samarbetet. En tredje tänkbar förklaring är mer policy-relaterad och utgår från de stimulansåtgärder som genomförts i många länder. Olika former av skatteavdrag kan medföra att affärsängelns fokus i ökad omfattning hamnar på att genomföra själva investeringen och till mindre del på avkastningen.

Att affärsänglar rankar exit lågt bland investeringskriterier (Mason & Botelho, 2016; Mason & Harrison, 2003) och inte i någon större omfattning ägnar sig åt att förbereda företagen för en exit (Politis, 2008, 2016) kan uppfattas som mer problematiskt idag än tidigare med tanke på deras förändrade roll. Som tidigare berörts (avsnitt 3.1.3) är det nu mera vanligt med affärsängelgrupper, där gemensamma investeringar ger ökade möjligheter för affärsänglar att själva – utan VC-fonder – kunna följa företagen fram till en exit (Harrison m.fl., 2010). Med en sådan roll följer också behovet att upprioritera exitfrågan. Information av mer anekdotisk karaktär ger även vid handen att ledare för affärsängelgrupper (så kallade *gatekeepers*) inser betydelsen av exit såväl avseende medlemmarnas likviditet som för möjligheten att nyrekrytera. Insikten verkar dock ännu inte fått ett praktiskt genomslag. I en detaljerad studie av beslutsfattande bland affärsänglar i arton skotska affärsängelgrupper bedöms endast tre av tjugo *gatekeepers* och en av trettio affärsänglar vara exitorienterad (Mason & Botelho, 2016).³³

Exitorienteringen för affärsänglar kan sammantaget bedömas som mindre än för VC-fonder, men troligen ökande över tid.

Statligt VC

GVC har normalt en mer mångfacetterad syn på exit. Ambitioner att kunna behålla fondens kapital intakt (revolverande kapital) är vanliga, men här kompliceras bilden något av förekomsten av ytterligare målsättningar (se avsnitt 4.1). Det kan ofta även noteras en fokusering på själva investeringen (”behandlingen”). Från politiskt håll framhålls ofta hur många företag som har finansierats och hur stort belopp som investerats i de statliga satsningar som utförts. Mera sällan nämns omfattningen av exit, vilka exitvägar som valts eller vilka tillväxtpolitiska konsekvenser dessa exit givit upphov till.

Det finns dock ett flertal anledningar även för staten att engagera sig i exitfrågan. Som nämndes ovan är det inte ovanligt med ambitioner om ett revolverande investeringskapital, det vill säga att intäkter från en exit ska finansiera framtida investeringar. Det är en skillnad mot tidsbegränsade privata VC-fonder där kapitalet efter fondens livstid återgår till LP:s. För låg avkastning betyder, ur den aspekten, att den statliga fonden över tid endera behöver tillskott av nytt kapital (skattemedel) eller får avslutas.

En annan anledning är att staten ofta har en förhoppning om ”signalvärde” genom att visa på goda avkastningsmöjligheter även under de förhållanden där privata investerare inte agerar i den omfattning som staten bedömer som önskvärd (till exempel tidiga faser, vissa branscher, entreprenörskategorier eller geografiska områden). Ambitionen är alltså att

³³ En exitorienterad investerare definierades i studien som en person vars kommentarer om en presenterad investeringsmöjlighet till minst 10 % var exitrelaterade.

statliga insatser ska ”kicka igång” den privata marknaden så att det upplevda finansieringsgapet kan minskas. Ett konkret exempel på detta kan vara ”New Zealand Venture Capital Investment Fund” (NZVCIF, 2016) som i en årsrapport beskriver sin roll som:

“...not to generate a rate of return on investment in the way, for example, the New Zealand Superannuation Fund and other Crown-owned commercial entities are expected to. Its core role is to catalyse private sector venture capital and angel investment, and to develop deeper capability within those sectors.” (NZVCIF, 2016:1).

Ett annat exempel på liknande ambitioner återfinns i den svenska satsningen med regionala riskkapitalfonder. Förutom att främja utveckling och tillväxt i portföljföretagen förväntas satsningen även bidra till att förbättra den regionala kapitalförsörjningsstrukturen. (Tillväxtanalys, 2016).

Ytterligare en anledning för GVC att uppmärksamma exitfrågan är de näringspolitiska konsekvenser som olika exitvägar kan medföra, såväl för företaget som för det regionala entreprenöriella ekosystemet (se kapitel 4 och 5).

Det rimligt att anta att olikheter i målsättningar mellan de involverade aktörerna påverkar vilka exitvägar som de föredrar och arbetar för (se även avsnitt 4.1). GVC har således goda skäl att sätta sig in i exitfrågan och aktivt delta i processen.

Situationen kan emellertid kompliceras av upplägget på de statliga insatserna. Utvecklingen går mot olika former av saminvesteringar med privata investerare vilket ofta innebär att staten fräntas en aktiv roll i exitprocessen. När det till exempel gäller holdingfonder är det underfonderna som är operativa medan staten blir mer en passiv investerare i ledet innan. Hybridfonder finns i olika varianter och innebär ofta att staten har ”armlängds avstånd”, medan investeringsbeslut och exitprocess överlämnas till privata fondförvaltare (Baldock & North, 2015; Murray, 2007). En annan vanlig utformning är saminvesteringsfonder där staten investerar tillsammans med privata aktörer (ofta affärsänglar). I Skottland innebär detta en passiv roll för staten som i princip accepterar förhandscertifierade privata investerares förslag (Tillväxtanalys, 2011).³⁴

Sammantaget betyder detta att GVC behöver ”bra” exit, dels för avkastningen i sig, dels för dess signaleffekt. Samtidigt kan de även antas vara intresserade av andra exitkonsekvenser än vad privata investerare är, till exempel olika spillover-effekter och konsekvenser för regionala entreprenöriella ekosystem. Detta ska kontrasteras mot att det ofta är de privata investerarna som driver exitprocessen. Vi återkommer specifikt till frågan om exitorientering i kapitel 6.

3.3 Investeringsdrivna exitvägar

Ovan har de involverade aktörerna kort presenterats tillsammans med deras perspektiv på exit. Vilka exitvägar är det då som normalt finns att tillgå? Tidigare (i avsnitt 3.2.1) presenterades en lista med tänkbara exitvägar ur entreprenörens perspektiv. Den är med någon justering i huvudsak giltig även om vi justerar perspektivet till det vi kallar för investeringsdrivna exitvägar, det vill säga de vägar som litteraturen identifierar som de

³⁴ Den svenska varianten med regionala riskkapitalfonder lämnar dock mer handlingsutrymme för den statliga fonden.

vanligaste för exit i riskkapitalfinansierade företag.³⁵ I tabell 2 visas dessa fem exit-alternativ.

Tabell 2 Huvudsakliga exitvägar för VC-finansierade företag

Relevanta exitvägar	Innebär
IPO	Börsintroduktion (Initial Public Offering), företagets aktier görs tillgängliga för handel på en aktiebörs, där aktien samtidigt noteras.
Acquisition/trade sale	Industriell försäljning, företaget säljs till ett annat företag, ofta till en strategisk köpare (ett företag i samma eller närliggande bransch)
Funder/management team buy-out of venture capital (MBO)	En transaktion där företagets grundare eller ledning köper ut den/de externa VC-aktörens/-ernas aktier
Secondary sale/Secondary Buyout	Den/de externa VC-aktörens/-ernas aktier säljs till en strategisk köpare (se ovan) eller till en ny VC-aktör. Övriga aktieägares (t.ex. entreprenörens) aktieinnehav kvarstår.
Write off	VC-aktören skriver av aktiernas värde, kan vara helt eller delvis. Investeraren förväntar sig ingen avkastning från företaget. Innebär ofta en konkurs, men företaget kan också ha fortsatt verksamhet (av entreprenören eller ny ägare). Vid en partiell write-off kan själva aktieinnehavet kvarstå. Ett sådant företag som överlever, men utan tillväxtpotential kallas ibland för "living dead". ^a

Anmärkning: a = Företag som tjänar precis så mycket att de kan finnas kvar på marknaden, men som inte är tillräckligt lönsamma för att locka till sig potentiella köpare.

Källa: Cummings & MacIntosh (2002), el Bouzaidi (2015)

Normalt i exitstudier betraktas börsintroduktion (IPO) och industriell försäljning (*acquisition/trade sale*) som det mest eftersträvarvärda exitvägarna. Vi kommer därför fortsättningsvis i detta pm att koncentrera oss på dem.

Det bör redan här noteras att industriell försäljning är den vanligaste av de två. Det finns ibland en förväntan bland vissa entreprenörer och investerare att deras exit ska ske genom en IPO. Statistikerna visar dock att det i realiteten enbart sker för en minoritet av företagen, i synnerhet för exit som sker av affärsänglar. Ett exempel på vilka proportioner det handlar om kan tas från USA. Där investerade år 2009 affärsänglar i ca 55 000 företag (Sohl, 2012). Den siffran kan sättas i relation till antalet IPO som skedde under perioden 2001–2007 (Johnson & Sohl, 2012). För hela den perioden finner författarna 636 exit via IPO varav 37 hade investeringar från affärsänglar, 52 från både affärsänglar och VC-fonder, medan 268 av företagen hade blivit finansierade av VC-fonder.³⁶

³⁵ T.ex. kan familjeöverlåtelse vara ett relevant exitalternativ för en entreprenör, men knappast för en VC-fond. Det bör även tilläggas att det föreligger en viss variation mellan olika källor i litteraturen när det gäller exitvägarnas namn och i viss mån även graden av finfördelning.

³⁶ Författarna identifierar initialt ett något större bruttoantal exit via IPO, men i syfte att fokusera på den typ av IPO som är relevant i dessa sammanhang görs vissa avgränsningar, t.ex. undantas: "...all Real Estate Investment Trusts (REITs), unit offerings, closed-end funds, demutualizations, and American Depository Receipts (ADRs) since these firms are fundamentally different from the operating firms we are interested in. We also eliminate any firms in the utilities industry (SIC code 49) since these firms are regulated and often issue shares for regulatory reasons."

3.4 Aktörernas tid och rum inom riskkapital

3.4.1 Tålmodigt kapital

I den sentida litteraturen finns två sidor av ”tålmodigt kapital” (*patient capital*), det vill säga kapital med en längre tidshorisont när det gäller avkastning och därmed också exit. Dels hävdar en forskningsfåra dess betydelse för entreprenörskap, innovation och ekonomisk utveckling (Deeg & Hardie, 2016; Deeg m.fl., 2016, Harrison m.fl., 2016; Klinger-Vidra, 2016), dels måste en sådan egenskap vägas mot förmågan att effektivt hantera så kallade ”living dead-företag” (se avsnitt 3.3 samt 6.2.4). Att alltför länge ligga kvar med sin investering i företag som inte tar fart låser resurser som har en mer produktiv alternativanvändning.

Generellt anses affärsänglar vara mer ”tålmodiga” investerare än VC-fonder, dels avsiktligt, dels på grund av bristande exit-orientering (Harrison m.fl., 2016). Ett annat sätt att uttrycka det är att VC-fonder generellt är bättre än affärsänglar på att väga in alternativkostnader för företag som inte utvecklas enligt förväntningarna (Gifford, 1997).

Det finns även en diskussion om, och ibland kanske förväntningar på, det statliga riskkapitalets ”tålmodighet”. I förhandsutvärderingen inför införandet av den ”gröna fonden” i Sverige framgår till exempel en förhoppning av mervärde med det offentliga kapitalet då ”fonden kan ha längre investeringsperiod och förvaltningsfas än traditionella riskkapitalfonder” (Tillväxtverket, 2015:83). Ett annat exempel är de norska såkornsfonderna som har en ambition att förutom förutom kompetens även tillföra ”tålmodigt” kapital till företag i tidig utvecklingsfas (SOU 2015:64).

En sådan ”tålmodighet” måste dock, som nämndes ovan, vägas mot förmågan att avsluta investeringen när den inte längre ger ett mervärde. Buzzacchi m.fl. (2013) har undersökt 179 VC-fonder vilka mottagit stöd från Europeiska investeringsfonden (EIF) under åren 1998–2007. De finner att högre andelar GVC minskar sannolikheten för avskrivningar (*write-off*). Detta är även något som noteras av Tingvall m.fl. (2017). I en studie av 700 svenska företag som mottagit privat och/eller offentligt riskkapital finner han en större benägenhet för offentliga investerare, jämfört med privata, att fortsätta investera i stagnerande företag.

Dessa iakttagelser styrker en uppfattning om att GVC har ett inslag av ”tålmodighet” som är större än privata VC-fonder. Ur ett ”tålmodighetsperspektiv” verkar det därför finnas större likheter mellan affärsänglar och GVC än mellan de senare och VC-fonder.

3.4.2 Geografi

Finansiella system har till sin natur en geografisk dimension, vilket även gäller för riskkapitalet som är starkt koncentrerat såväl globalt som inom länder (Mason, 2007; Avdeitchikova, 2012). Under år 2015 stod till exempel USA ensam för 47 procent av antalet investeringar och 49 procent av investerat belopp medan Europas andelar stannar på 19 respektive 10 procent, vilket även tydliggör att det där rör sig om mindre belopp per investering (Ernst & Young, 2016). Inom Europa finns en koncentration till Storbritannien (Ernst & Young, 2015) men även Frankrike, Sverige, Norge och Nederländerna rapporterar nivåer över det europeiska genomsnittet.

En rumslig koncentration innebär per definition även att vissa områden möter ett mycket begränsat utbud av riskkapital. Inom länderna är VC-fonder normalt klustrade i finansiella centra och städer i högteknologiska regioner (Sorenson & Stuart, 2001). Landström (2017)

använder begreppet ”regionala finansiella gap” för att beskriva svårigheten för nya och växande företag utanför dessa områden att finansiera sin verksamhet.

I princip skulle en sådan ”klustring” av VC-fonder inte behöva betyda att själva *investeringarna* också blir geografiskt koncentrerade, men i praktiken blir hemmaplan för investerarna också styrande för var det investeras. I grunden påverkas det förstås av kvantitet och kvalitet på *deal flow* (flödet av investeringspropåer), men även på vilken information som finns tillgänglig. För nystartade och unga företag är mängden offentlig information begränsad vilket skapar en situation präglad av hög risk och osäkerhet. Informella informationskanaler och personliga kontakter blir då ett sätt att hantera detta, vilket talar för betydelsen av geografisk närhet. På samma sätt spelar närhet en viktig roll för både mängd och kvalitet på det stöd och den coaching som ett företag kan erhålla av sina investerare. Det är kanske framförallt det faktum att riskkapitalinvesteringar innebär mer än en summa pengar som gör geografisk närhet till en viktig dimension (Hellman, 2000).

Staten har på många ställen försökt kompensera för den geografiska obalansen i utbudet av privat riskkapital.³⁷ En vanlig metod är att inrätta regionala fonder. Man kan säga att den marknadskompletterande ansatsen i sig innebär en drivkraft att investera där privata aktörer inte alls eller enbart i liten omfattning är aktiva. Förutom investeringsfas, sektorer och särskilda entreprenörskategorier blir då också geografi en aspekt att hantera. Det innebär samtidigt att GVC där även möter de särskilda förutsättningar som tunna marknader innebär med begränsad *deal flow* och svagare regionala entreprenöriella ekosystem.

Likt det formella riskkapitalet visar också affärsänglarnas investeringar en geografisk koncentration. Dock är den rumsliga spridningen större än för VC-fonder. De flesta affärsänglar föredrar att investera geografiskt nära sin bostad eller sitt kontor. (Tillväxtanalys, 2013). På europeisk nivå sker var sjätte investering som genomförs av affärsänglar som är anslutna till EBAN-organiserade affärsängelnätverk i deras egen region (EBAN, 2018).³⁸ Till det ska läggas investeringar av individuella affärsänglar och mer informella nätverk med lokal anknytning.

I en svensk studie med data från år 2004 (Avdeitchikova, 2008) finner man att 59 procent av affärsänglars investeringar genomfördes i tidiga stadier och cirka hälften skedde i bolag i investerarnas geografiska närområde.

Sammanfattningsvis kan fastslås att riskkapitalet till sin karaktär är geografiskt koncentrerat. Affärsänglar har en bredare geografisk närvaro än VC-fonder och GVC genomför ibland särskilda regionala insatser. Den bredare geografiska närvaron av affärsänglar i kombination med att de ofta investerar i tidigare skeden jämfört med formellt riskkapital (Helle, 2004; Aernoudt, 2005) gör dem till en viktig aktör för att reducera regionala kapitalförsörjningsgap.

³⁷ T.ex. Regional Venture Capital Funds och Low Carbon Innovation Fund (UK), CAPTRI (Frankrike), de norska distriktsrettade fonderna Säkornordning 1 och 2 samt den svenska satsningen med regionala saminvesteringsfonder.

³⁸ EBAN är en förkortning av ”The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players”. Det är en intresseorganisation för investerare i tidig fas som samlar över 150 medlemsorganisationer i mer än 50 länder. Det bör observeras att statistik om affärsänglar generellt uppvisar stora brister. Harrison och Mason (2010) bedömer att den överlägset största delen av den marknaden är ”osynlig”. EBAN statistik ger därför bara en del av den totala bilden.

4 Aktörernas motiv och konsekvenser av olika exitvägar

4.1 Investeringsmotiv

Investerarnas investeringsmotiv är en viktig pusselbit i förståelse av exitprocessen. Drivkraften till själva investeringen får i efterföljande skeden en påverkan på preferensen av exitväg.

4.1.1 VC-fonder

För en privat VC-fond är motivet tydligt, det är en hög avkastning som eftersträvas – och förväntas från fondens LP.

4.1.2 Affärsänglar

När det gäller den heterogena gruppen affärsänglar är bilden mer mångfacetterad (Silver, 2008; Stedler & Peters, 2003). Baty och Sommer uttrycker det som att: "...*business angels invest in start-up ventures for reasons that extend beyond rational economics*" (2002:292). Van Osnabrugge och Robinson (2000) grupperar affärsänglars motiv i tre huvudkategorier:

- Möjligheten till finansiell avkastning
- Att spela en roll i den entreprenöriella processen
- Andra, icke-finansiella faktorer

Finansiell avkastning är generellt det starkaste motivet, de flesta hoppas på en exit med en substantiell avkastning (vilket få uppnår).

De allra flesta affärsänglar har tidigare erfarenhet av att vara involverad i en *entreprenöriell process* och "bygga" ett företag. Många har uppfattat det som en mycket stimulerande process och vill gärna delta igen, nu i rollen som affärsängel. Med ett tillgängligt finansiellt kapital och disponibel tid finns som affärsängel möjligheterna till detta.

En mindre del av affärsänglarna är primärt motiverade av *icke-finansiella faktorer*. Här inryms till exempel en vilja att bidra till arbetstillfällen och utveckling i sitt geografiska närområde. Detta bedöms vara ett vanligt motiv bland affärsänglar i mer rurala områden (Van Osnabrugge & Robinson, 2000).

De flesta affärsänglar delar således de privata VC-fondernas inriktning på avkastning, men affärsänglarnas motiv har även inslag av andra icke-finansiella faktorer.

4.1.3 Statligt VC

När det gäller det statliga riskkapitalet är investeringsmotiven ofta mer komplicerade. Främja innovationsförmåga och bidra till regional tillväxt kan sägas vara en övergripande utgångspunkt. Ur ett mer teoretiskt perspektiv nämns normalt förekomsten av ett "marknadsmislyckande" (Armour & Cumming, 2006). Den finansiella marknaden kan ibland misslyckas med att finansiera vissa företag trots att en genomförd transaktion skulle vara privatekonomiskt lönsam. I en tillväxtpolitisk diskussion används ofta uttryck som "kapitalförsörjningsgap" eller "finansieringsgap" för att illustrera skillnaden mellan företagens kapitalbehov och marknadens utbud. Ett misslyckande som i nästa led då skulle kunna motivera en intervention av staten. I grunden finns därför en ambition att komplettera den privata marknaden snarare än att fungera som ett substitut.

Avkastning är mer eller mindre explicit även ett policymål, inte sällan uttryckt som att över tid kunna behålla kapitalbasen intakt (revolverande kapital). Dessutom tillkommer för staten även en bedömning av vidare samhällsekonomiska effekter av en investering (till exempel spillover-effekter, se avsnitt 2.2) som ibland skulle kunna motivera investeringar även om de ur ett strikt privatekonomiskt perspektiv inte ter sig lönsamma.

Till ovanstående kan även läggas mer politiska ambitioner i vissa sakfrågor, där politiken önskar en utveckling som marknaden själv inte alls, i för liten omfattning, eller i för långsam takt tar sig an. Exempel kan vara regionalpolitiska ambitioner, miljöinriktade investeringar, främjande av vissa branscher eller underrepresenterade entreprenörskategorier. Målen kan vara direkta såsom fler arbetstillfällen, fler tillväxtföretag eller mer systempåverkande som att ”kickstarta” utvecklade marknader eller stimulera regional utveckling.

Den, i jämförelse med privat VC, bredare motivbakgrunden för GVC innebär att konkreta mål för GVC kan inkludera ett flertal variabler förutom ambitioner om avkastning på investerat kapital.³⁹ Statens ambition att vara marknadskompletterande komplicerar därigenom synen på avkastning. Riksrevisionsverket (RRV) berörde avvägningen mellan avkastning och näringslivspolitiskt tillskott⁴⁰ i en utvärdering av Industrifonden (1998:11):

”Ur ett näringspolitiskt perspektiv är det näringspolitiska tillskottet det primära målet och fondens ekonomiska resultat det sekundära. Fondens primära mål står med andra ord i motsatsförhållande till avkastningskravet. Enligt RRV bör fondens uppgift vara att välja projekt, som om de lyckas, också ger ett näringspolitiskt tillskott. Det bör inte vara fondens uppgift att välja projekt med syftet att förbättra fondens ekonomiska resultat. Det senare agerandet ger risk för undanträngning av privata finansiärer, vilket definitionsmässigt inte ger något näringspolitiskt tillskott.”

RRV lyfter alltså fram betydelsen av additionalitet framför ett rent avkastningsfokus för GVC.

Sammantaget ser vi att de olika investerarnas motiv delvis skiljer sig åt. I vissa aspekter förefaller affärsänglar ligga närmare GVC än de privata VC-fonderna. Respektive aktörs motiv kan i nästa skede ses som en ingångsvariabel i en exitprocess, där olika exitvägar får olika konsekvenser. I nästa avsnitt tittar vi närmare på det.

4.2 Konsekvenser av olika exitvägar

4.2.1 Finansiell avkastning, men också privata värden

Som nämndes i kapitel 3 betraktas normalt IPO och industriell försäljning (*acquisition/trade sale*) som de mest eftersträvarvärda exitvägarna från investerarnas perspektiv. Vi kommer därför att koncentrera oss på dessa två.

Ur respektive aktörsgrupps synvinkel kommer valet av exitväg att få delvis olika konsekvenser eller, annorlunda uttryckt, upplevas som mer eller mindre attraktiva (Lim

³⁹ GVC kan t.ex. vara organiserade som ”evergreen” fonder och behöver då exitmedel för att hålla investeringskapitalet intakt och inte behöva förlita sig på löpande tillskott av skattemedel.

⁴⁰ Med näringspolitiskt tillskott avsåg RRV (1998) att: ”ett näringspolitiskt mervärde har uppstått p.g.a. Industrifondens verksamhet, utöver vad som skulle ha uppstått i en marknadslösning.” (s. 9). I princip ett synonymt begrepp med additionalitet.

& Saunders, 1990; Andrews, 1995; Rind, 1997; el Bouzaidi, 2015). I tabell 3 nedan visas detta översiktligt.

I en *IPO* görs företagets aktier tillgängliga för handel på en aktiebörs. Normalt säljer VC-fond och andra investerare sina aktieandelar. Det innebär att företaget vid en *IPO* sannolikt fortsätter som en självständig enhet (även om ägandet delvis är spritt på ett antal externa aktieägare) med huvudkontor och ledningsgrupp på samma plats. Åtminstone en del av pengar från börsintroduktionen tenderar att återinvesteras i företaget för framtida tillväxt. Vad gäller entreprenören kan hen både sälja eller ha kvar sitt aktieinnehav beroende på om det finns en önskan om att få stanna kvar i företaget och bibehålla (delar av) sin kontroll.

Det kan finnas en ambition hos entreprenören att även fortsättningsvis ha ett inflytande på det företag man själv en gång byggt upp. Litteraturen visar att entreprenören kan uppleva (privata) värden, som inte är relaterade till företagets finansiella värde, med en fortsatt kontroll av det företag man själv en gång byggt upp (Benz & Frey, 2008).

Möjligheten att få bli vd för ett börsnoterat företag finns i *IPO*-alternativet och medför både anseende och andra privata värden. En faktor att beakta i sammanhanget är dock att en börsintroduktion är en kostsam och besvärlig process som tar tid. Legal granskning, utarbetande av prospekt, omfattande rapporterings- och informationsskyldigheter, krav på styrelse och ledning är alla exempel på detta. En *IPO* innebär också att företaget öppnar sig för en publik granskning vilket kan uppfattas som ovant och kanske besvärligt för vissa entreprenörer.

Vid en *industriell försäljning* inkluderas generellt alla aktier i företaget. Den nye ägaren köper därmed normalt ut både entreprenör och VC-investerare vilket innebär att kontrollen av företaget flyttas till det uppköpande företaget (Poulsen & Stegemoller, 2008). Båda lämnar därmed företaget och får en snabb betalning för sina aktieinnehav. Framtiden för det företag som säljs avgörs av de nya ägarnas strategi.

Ett belysande exempel på hur de ursprungliga ägarnas aktieinnehav kan påverkas beroende på vilken typ av exit som genomförs återfinns i en studie av Poulsen och Stegemoller (2008).⁴¹ I studien undersöktes 1 074 exit via *IPO* och 735 via industriella försäljningar ("sellouts") i USA. Skillnaden är stor; i genomsnitt hade företagsledning och tidigare aktieägare ("insiders") en aktieandel på 49,4 procent efter en *IPO* och enbart 5,6 procent efter en industriell försäljning.

⁴¹ Studien omfattar 1 074 exit via *IPO* och 735 "sellouts" och avser perioden 1995–2004. Data hämtat från Securities Data Company (SDC) och US Global New Issues. Med insiders avses: "those who are officers of the company or who own at least 10 % of the outstanding equity shares." (Poulsen A, 2018, e-mail 5 juli, 2018).

Tabell 3 Konsekvens och process för de två vanligaste exitvägarna

Relevanta exitvägar	Konsekvens för			Företaget
	Entreprenören	Investeraren	Processen	
IPO	Behåller normalt sin kontroll över företaget (plats i företagsledningen för ett fristående företag); anseende att vara vd för ett börsnoterat företag	En andel av aktieinnehavet kan normalt inte säljas under en specificerad period. Prestige/signalvärde till gagn för framtida verksamhet.	Informationsasymmetri mellan "insiders" i företaget och pot. nya aktieägare. Höga krav på informationsgivning. Tung process. "Timing" viktig.	Fortsätter som självständig enhet
Industriell försäljning (trade sale)	Förlorar normalt sin kontroll över företaget. Omedelbar betalning för aktieandel.	Omedelbar betalning för aktieandel.	Normalt lägre informationsasymmetri mellan köpare och företaget. Enklare administrativ process.	Kontroll flyttas till det uppköpande företaget

Statens bredare motivbakgrund medför även ett intresse för GVC att väga in tänkbara konsekvenser för regional tillväxt och utveckling av de olika exitalternativen. Hur påverkas företagets verksamhet efter en exit? Tillskott av resurser eller omlokalisering? Vad händer med arbetstillfällena? Påverkan på regionala entreprenöriella ekosystem? Dessa frågor behandlas vidare i kapitel 5.

Sammanfattningsvis; om entreprenörens fokus ligger på de privata värden som kan uppnås vid exit kommer en IPO att föredras framför en industriell försäljning där kopplingen till företaget i regel upphör. Vid en IPO finns möjligheter för de tidigare ägarna att behålla betydande ägande och kontroll av företaget. Om VC-investeraren prioriterar snabb betalning av sitt aktieinnehav blir en industriell försäljning attraktiv och kan föredras gentemot en IPO då den senare i regel medför så kallade "lock-up perioder"⁴² som fördröjer möjligheten till aktieförsäljning (Bayar & Chemmanur, 2012). Det finns även en tidsaspekt, det är inte säkert att den optimala tiden för en exit uppfattas lika av en investerare och en entreprenör (Collewaert, 2012; Isaksson, 2007).

Exitfasen kan därför sägas innebära en inneboende risk för oenighet mellan företagets ledning och investerare (Bascha & Walz, 2001). Den förra kategorin tar hänsyn till prestige, sannolikheten att förlora sitt jobb, företagets framtida självständighet och liknande, medan den senare strävar efter att maximera den avkastning som en exit kan ge "idag". GVC kan även väga in vad som händer med företaget efter en exit, vilket även kan gälla för vissa grupper av affärsänglar.

Divergerande intressen mellan entreprenör och investerare hanteras ofta genom kontrakt, klausuler, i aktieägaravtal, där investeraren ges långtgående kontrollrättigheter (*control rights*) i det företag där investeringen sker. Sådana kontrollrättigheter kan inbegripa rätten

⁴² Avtal som aktieägare kan ingå innan en börsintroduktion som innebär att de låser (inte får sälja) en andel av sitt aktieinnehav under en specificerad period, t.ex. sex månader från och med första dag för handel i portföljbolagets aktier.

att kräva exit och vidta vissa andra åtgärder (Hellman, 1998). Exempel på det senare kan vara att förändra företagets ledning (inklusive att byta ut vd), *drag-along rights*, *redemption rights* och *anti-dilution rights*.⁴³ Det är troligt att en VC-investerare som förutser risk för en konflikt med entreprenören om valet av exitväg (till exempel industriell försäljning) kommer att verka för starka kontrollrättigheter i det företag där investeringen sker.

⁴³ *Drag-along-rights* ger majoritetsaktieägare som önskar sälja sina aktier rätten att kräva att även övriga aktieägare säljer sina aktier på samma villkor. *Redemption right* är ett inlösenförbehåll som ger investeraren rätt att tvinga ett bolag att återköpa sina aktier. *Anti-dilution right* skyddar en investerare från utspädning av aktier som härrör från senare emissioner. När ett bolag emitterar nya aktier blir ägarandelen på varje befintlig aktie lägre och aktien blir ”utspädd”. Om företaget värderas lägre vid en framtida investeringsrunda, kompenseras investeraren genom att få nya aktier motsvarande det nya värdet. (Andra metoder förekommer också, t.ex. ändras i USA istället konverteringskursen mellan preferensaktie och stomaktie).

5 Hur kan exit påverka regional utveckling och tillväxt?

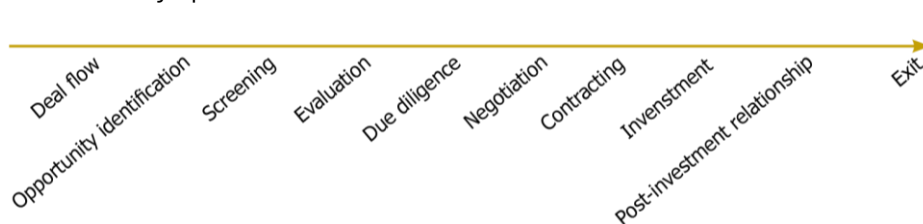
5.1 Perspektivet blir viktigt

Vid värderingar av vilka konsekvenser som en exit leder fram till är det helt avgörande vilket perspektiv som anläggs. Ett visst utfall kan bedömas helt olika beroende på vilken aktörs glasögon som används och vilket geografiskt område som tas som utgångspunkt. Det ligger till exempel i sakens natur att statliga aktörer har ett större intresse än privata aktörer att intressera sig för på vilket sätt och i vilken omfattning exit från deras investeringar kan bidra till regional utveckling och tillväxt. På samma sätt finns anledning att anta att intresset för fortsatt inflytande i företaget efter exit skiljer sig tydligt mellan entreprenörer och VC-fonder.

5.2 Exit i det linjära synsättet

Konventionellt har investeringsprocessen i riskkapitalsammanhang beskrivits som ett linjärt flöde med flera ingående delmoment; från *deal-flow* via olika former av urval- och bedömningsprocesser, förhandling, kontraktsskrivande, själva investeringen till post-investeringsaktiviteter som övervakning och mentorsaktiviteter samt slutstationen – en exit (Fried & Hisrich, 1994; Klonowski, 2007). I figur 2 nedan visas ett schematiskt exempel på ett sådant linjärt förlopp.

Figur 2 Exit som en linjär process



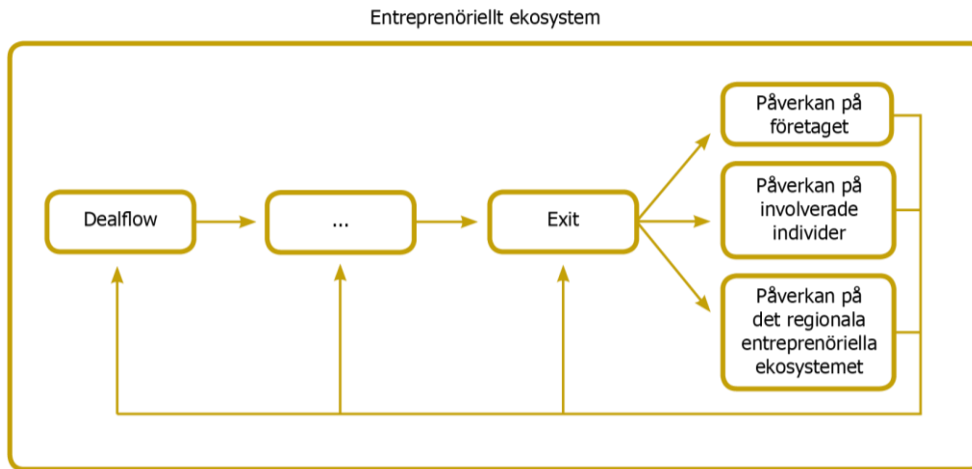
Ett linjärt synsätt tar utgångspunkt på en enskild, avgränsad, investering och berör inte vad som händer post-exit. Med en sådan linjär och avslutande bild av investeringsprocessen finns inte heller någon större anledning att diskutera återkopplingar eller eventuella spillover-effekter av en exit. Men genom att öppna upp för post-exit effekter och anlägga ett mer cykliskt synsätt kan den frågan te sig betydligt mer intressant.

5.3 Det cykliska synsättet

Från ett processperspektiv är en exit långt ifrån en slutstation, snarare en företeelse som skapar förutsättningar för nya investeringscykler och initierar återkopplingar till regional utveckling och tillväxt. Med ett sådant cykliskt synsätt uppmärksammas även aktiviteter som på olika sätt inbegriper nytt användande av finansiellt-, real- och humankapital. Det kan vara i form av seriellt entreprenörskap, aktiva och likvida investerare samt – mer generellt – nyttjandet av upparbetade erfarenheter i utvecklings- och tillväxksammanhang.

Det går schematiskt att dela upp en exits påverkan i åtminstone tre undergrupper, vad som händer: (i) med det exiterade företaget, (ii) med de involverade individerna samt (iii) i det regionala entreprenöriella ekosystemet (se figur 3).

Figur 3 Post-exit påverkan på regional utveckling och tillväxt



Ur ett policyperspektiv är detta intressanta effekter som behöver tydliggöras och ingå som en del av beslutsunderlaget inför övervägande om val av exitväg. Nedan diskuteras de tre delgrupperna kort. Erfarenheter från relevanta empiriska studier har inhämtats där så har varit möjligt. Det bör dock påpekas att området tyvärr ännu är förvånansvärt lite beforskat.

5.4 Effekter på företaget – blandade erfarenheter

Här går det att tänka sig såväl positiva som negativa effekter eller en kombination av dem båda. Såväl industriell försäljning som en IPO innebär en injektion av nytt kapital till företaget. I den förra exitvägen får företaget ifråga även tillgång till det uppköpande företagens resurser, managementkunskap, nätverk och kopplingar till relevant kompetens. Det bör rimligen bädda för en gynnsam utveckling av företaget. Å andra sidan, om ett uppköp motiverades av köparens vilja att få tillgång till företagets immateriella tillgångar (*intellectual property*) kan dessa flyttas över till köparen och företaget läggas ner. Det går även tänka sig att hela eller delar av företagets verksamhet flyttas till andra geografiska områden, såväl inom som utanför landet.

Vilket perspektiv som anläggs när ovanstående effekter ska bedömas blir här mycket betydelsefullt. Ur *köparens* perspektiv är givetvis deras eget agerande *per se* rationellt oavsett vilka åtgärder som de vidtar. En företagsflytt kan till exempel vara välmotiverad av flera skäl såsom kompetensförsörjning, närhet till marknad, integrationsfördelar med den egna verksamheten och liknande (Maksimovic m.fl., 2011). För en *privat extern investerare* som gör en exit, torde avkastningen vara långt mer betydelsefull än framtida lokalisering och verksamhetsprofil på det företag man lämnar. Undantaget skulle möjligen kunna vara affärsänglar där investeringar, som tidigare nämnts, i vissa fall även motiveras av icke-finansiella faktorer, till exempel en vilja att bidra till arbetstillfällen och utveckling i sitt geografiska närområde (Van Osnabrugge & Robinson, 2000).

För *statliga investerare* blir saken något mer komplicerad då det även normalt finns andra mål än ren avkastning för deras investeringsfonder, till exempel nya arbetstillfällen och stärkt konkurrenskraft för regionens eller landets näringsliv. Därav följer att deras bedömning av en exits konsekvenser kommer att påverkas beroende på om företaget post-exit fortsätter att verka i regionen (med full eller reducerad verksamhet), flyttar till en annan region eller utomlands. Om företaget ifråga före exit har många och starka kopplingar till lokalt och/eller regionalt näringsliv kan en flytt te sig särskilt bekymmersam (Stam,

2007).⁴⁴ Även om företaget skulle utvecklas väl efter en flytt utomlands (till en annan region) torde det vara svårt för den statliga (regionala) investeraren att fullt ut uppskatta den framgången (Bertrand m.fl., 2012; Henrekson & Jakobsson, 2012).

Empiriska studier ger en splittrad bild av konsekvenser vid industriell försäljning. I en studie av svenska företag som blir uppköpta av utlandsägda företag undersöker Tillväxtanalys (2017b) vilka effekter dessa uppköp har haft på sysselsättning, löner och produktivitet i de förvärvade företagen.⁴⁵ Den ekonometriska analysen pekar generellt på genomgående positiva effekter. Såväl sysselsättning som produktivitet och andelen kvalificerad arbetskraft i det uppköpta företaget ökar efter förvärvet.

Xiao (2015) studerar uppköp av nya, teknikbaserade, svenska företag (*New Technology-Based Firms*, NTBF) och finner att nationaliteten på det uppköpande företaget har betydelse för utfallet.⁴⁶ Om köparen är ett svenskt multinationellt företag ökar sysselsättningen, men inte omsättningen. Om uppköparen istället är ett utländskt multinationellt företag eller ett inhemskt svenskt noteras inga signifikanta effekter på vare sig sysselsättning eller omsättning.

En av få studier som är direkt inriktade på regional utveckling och tillväxt undersöker exit av små VC-finansierade NTBF i Kanada (Carpentier & Suret, 2014). Deras slutsats är att industriell försäljning till utlandet genomgående har haft negativa effekter på den lokala ekonomin och att VC-industrin därmed faktiskt har varit en bidragande faktor till att lovande kanadensiska NTBF flyttat till USA. De flesta av uppköpen genomfördes av företag från USA och skedde av strategiska motiv. Majoriteten av de uppköpta företagen försvann från den kanadensiska ekonomin, endera genom att de flyttades till USA eller genom absorption av det uppköpande företaget. Bland resterande företag var det vanligt att endast delar av verksamheten stannade kvar i Kanada medan resterande områden (såsom huvudkontor, försäljning, ekonomiförvaltning och produktion) lades ner.

Hopkins (2014) undersöker effekterna av utländska uppköp av skotska företag och finner tvärt emot Carpentier & Suret (2014) positiva effekter, såväl på företagsnivå som för ekonomin som helhet. I studien hävdas att de positiva effekter som uppköpen medfört (till exempel investeringar i realkapital, fler anställda, ökad omsättning och tillväxt i leverantörsleden) inte hade kunnat ske om företagen kvarställt som fristående företag. En av anledningarna till denna positiva utveckling hävdas vara det faktum att de uppköpta företagen varit väl förankrade (*embedded*) i det skotska näringslivet och samhället i stort. De uppköpande företagen har också velat få tillgång till detta – kompetenta nätverk, expertis, infrastruktur, statliga främjandeinsatser och ingångar till marknaden i Skottland och Storbritannien. Med detta som motiv var det rationellt att låta företagen stanna kvar på plats efter uppköpen.

När det gäller familjeföretag ser exitprocessen lite annorlunda ut. Här är det vanligt med överlåtelser inom familjen eller försäljning till utvalda individer utanför företaget (*independent sale*). I en studie av Wennberg m.fl. (2011) undersöktes eventuella skillnader i ekonomiska termer mellan de företag som överläts inom familjen respektive såldes till utomstående.⁴⁷ Två effekter kan noteras: (i) För företag med nya, utomstående, ägare

⁴⁴ Diskussionen blir kanske ännu tydligare om det rör sig om regionala, offentliga medel.

⁴⁵ Datamaterialet avser perioden 1999–2014 och inkluderar alla företag i det svenska näringslivet med minst en sysselsatt.

⁴⁶ Datamaterialet avser perioden 1998–2009 för nya teknikbaserade företag som startades under perioden 1997–2002.

⁴⁷ 3 280 företag med minst tio anställda följdes under perioden 1997–2007.

sjunker försäljning och EBIT⁴⁸ inledningsvis jämfört med de företag där överlåtelse skett inom familjen. Förhållandena förändras emellertid över tid, efter 3–5 år har företagen med nya externa ägare högre värden för försäljning och EBIT. (ii) Sannolikheten för överlevnad är högre för företag som överläts inom familjen.

5.5 Effekter på de involverade individerna – ”entrepreneurial recycling”

En exit innebär att externa investerare lämnar företaget och ofta, beroende på exitväg och förhållanden i det enskilda fallet, även att entreprenören och andra personer ur ledningen gör likaledes. Det cykliska perspektivet innebär att dessa aktörers framtida verksamhet och återkopplingar i ett sammanhang med regional tillväxt och utveckling uppmärksammas.

Exit (med positiv avkastning) ger både *affärsänglar* och *VC-fonder* finansiell likviditet och motivation för fortsatta investeringar i regionen (Söderblom, 2012). Lyckade investeringar har också ett signalvärde till andra investerare som inte deltagit i denna investering, vilket underlättar för framtida riskkapitalfinansiering.

Entreprenörer och andra personer i ledande befattningar har, oavsett ekonomiskt utfall av själva försäljningen, ackumulerat erfarenheter från uppbyggnad av företaget samt från investerings- och exitprocessen. Det är kunskaper som går att återanvända i start av nya företag eller andra företagsfrämjande aktiviteter. Framgångsrika exit med ”*cash-out entrepreneurs*” skapar dessutom finansiella möjligheter för ytterligare aktiviteter. Om dessa individer, på olika sätt, fortsätter att verka inom området och använda sig av dessa resurser kommer det ha en positiv inverkan på regional utveckling och tillväxt. Företeelsen har benämnts ”*entrepreneurial recycling*” och har undersökts närmare av Mason och Harrison (2006) i en fördjupad studie av fem skotska teknikföretag som sålts till andra företag i branschen (industriell försäljning). I studien visades att entreprenörerna ”återanvände” såväl finansiellt kapital från försäljningen som den kunskap och de erfarenheter de tidigare tillskansats sig i nya entreprenöriella aktiviteter. Nya företag startades, andra blev affärsänglar eller etablerade olika former av entreprenöriella verksamheter som stärkte den regionala ekonomin.

I en studie av uppkomst och utveckling av den svenska IT-marknaden lyfter också Skog m.fl. (2016:9) fram betydelsen av en sådan återkoppling:

”...the experience and resources that the people gained and the networks that were created [under den tidigare IT-boomen] should not be underestimated in terms of their influence on today’s competitiveness of Sweden’s high technology sector.”

I en studie av Cumming m.fl. (2016) som innefattar 243 entreprenörer (företagsgrundare) i 111 VC-finansierade företag i USA bekräftas företeelsen ”*entrepreneurial recycling*”. VC-finansierade företag vars exit genererat substantiell avkastning till entreprenörerna visades ge upphov till framtida entreprenöriella aktiviteter. Dock indikerar studien att sådana effekter tenderade att gälla för serieentreprenörer snarare än för förstagångs-entreprenörer.

⁴⁸ EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*, dvs. ett mått på ett företags vinst (intäkter minus kostnader), före räntor och skatt.

5.6 Effekter på regionala entreprenöriella ekosystem – exit stimulerar entry

Det finns studier som indikerar att (lyckade) exit även stimulerar entreprenöriell aktivitet på regional nivå. I en stor statistisk studie i USA, med fokus på biotech-industrin, analyserade Stuart och Sorenson (2003) hur nyföretagandet varierar med omfattningen av likvida exit (*IPO* och industriell försäljning). De fann att förekomsten av sådana exit ökade graden av nyföretagandet i närliggande områden.⁴⁹ Författarna pekar på några olika förklaringar till detta. Ekonomiska resurser frigörs för individer med ägarandel i det exiterade företaget (till exempel grundare och andra nyckelpersoner), samtidigt som deras erfarenhet ger dem ökad trovärdighet inom branschen. Sammantaget ökar det möjligheten för dem att inträda i nyföretagande. Framgångsrika exit sänder även signaler om affärsmöjligheter och lönsamhet för en typ av verksamhet på en viss plats. Detta kan skapa incitament för potentiella entreprenörer i företagets närhet att börja mobilisera resurser för att starta nya företag.

Ett exempel på vilken påverkan en stor exit kan få på ett regionalt entreprenöriellt ekosystem är försäljningen år 2011 av det kanadensiska företaget Radian 6 i New Brunswick till Salesforce.com i San Francisco, en av världens mest snabbväxande softwareföretag (Entrevestor Intelligence, 2016).⁵⁰ Radian 6 hade 350 anställda i New Brunswick vid exittidpunkten. Denna exit medförde, ur regional synpunkt, flera saker såväl direkt som indirekt. Inträdet av en ny aktör med finansiella muskler innebar ett påtagligt bidrag till ekonomisk tillväxt, en ökad efterfrågan på mycket kvalificerad arbetskraft, nya utvecklingsmöjligheter för talangfulla individer inom teknologi och handel samt donationer till välgörande ändamål. Start av nya företag och fler inkubatorer kan också noteras.

En framgångsrik exit innebär också att tidigare ägare får ett likviditetstillskott, i detta fall avsevärda belopp. En grupp affärsänglar fick därmed möjlighet till nya investeringar i det regionala näringslivet. En institutionell investerare som tidigt hade investerat fick genom sin exit ekonomiska möjligheter att investera mera i New Brunswickområdet. Dessutom säkrades delfinansiering till en ny regional accelerator, Propel ICT.

Exemplen ovan berör spinoff-effekter från framgångsrika exit. Vad kan då motsatsen innebära? Om vi för ett ögonblick vidgar tolkningen av exit till att även inkludera marknadsutträden (dvs. nedläggning av företag) finns även här vissa studier som har undersökt vilka lokala och regionala effekter detta kan ge upphov till.

I en kanadensisk studie av Pe'er och Vertinsky (2008) undersöktes hur antalet exit (där definierade som företagsnedläggningar) i en region påverkade sannolikheten att nya företag startades i samma region.⁵¹ Författarna fann att sådana exit, i synnerhet av mogna företag, ökade antalet nystartade företag som hade möjlighet att utnyttja de resurser som frigjordes i och med detta. Effekten kunde noteras också för yngre företag (med mindre mängd resurser som frigjordes), men då betydligt svagare. Studien visar även att detta fenomen är väsentligen lokalt, med avtagande effekt när avståndet ökar från de företag där exit sker. Om antalet exit från ett område är stort och långvarigt blir effekten emellertid den omvända med en minskning av nyföretagandet. Det intressanta att ta med sig från den

⁴⁹ I studien användes små geografiska områden som kallas MSA (Metropolitan Statistical Areas). Totalt hämtades data från 308 MSA under perioden 1985–96.

⁵⁰ Försäljningssumman uppgick till 276 miljoner dollar i kontanter och 50 miljoner dollar i aktier.

⁵¹ Data från Statistic Canada användes för att identifiera företagsstart och exit bland kanadensiska tillverkningsföretag under perioden 1984–98.

studien är hur frigjorda resurser kan ”återanvändas” lokalt och kombineras på nya och mer produktiva sätt.

Företag kan läggas ner av många olika skäl, oaktad om de i vissa avseenden kan ha varit teknologiskt innovativa. Det kan därmed även finnas värden (kunskap) från företag som lämnat marknaden som kvarvarande företag kan utnyttja. Hoetker och Agarwal (2007) undersöker i en studie från hårddiskindustrin i USA hur företags exit (även här i betydelsen marknadsutträde) påverkar kunskapsspridningen.⁵² Kunskapsspridningen mättes genom att undersöka hur frekvensen patentciteringar påverkades av ett företags exit.⁵³

En av deras utgångspunkter är att kunskap dels kan betraktas som allmän och generisk (*public*), dels som privat (Nelson & Winter, 1982). Med det förra avses kodifierad kunskap (till exempel patent). Med det senare menar Hoetker och Agarwal kunskap som är förankrad i ett företags organisatoriska struktur där kunskapsspridningen är beroende på att ”mallföretaget” är marknadsaktivt och kan fungera som ett levande exempel samt det ”lärande” företagets förmåga att förstå den privata kunskapsdelen som omger den publika delen (Rosenberg, 1982). Hoetker och Agarwal finner brett stöd för hypotesen att desto högre andel av ett företags kunskap som är privat, ju mer uttalad är den negativa effekten på kunskapsspridning vid dess exit. Dock, ett företags utträde från marknaden innebär inte ett fullständigt stopp för vidare användning av dess teknologi, det kvarstår en spillover-effekt till andra företag på marknaden. Även om ett företag läggs ner skulle därmed deras tidigare verksamhet i ett nästa led indirekt kunna medverka till ekonomiska fördelar och samhällelig nytta (Dunne m.fl., 1988; Knott & Posen, 2005).

5.7 Sammanfattning

Det finns förvånansvärt få studier som har undersökt hur en exit påverkar företagets framtida utveckling. I detta kapitel har vi studerat effekter på det uppköpta företaget, de involverade individerna (huvudsakligen entreprenörer och investerare) samt det regionala, entreprenöriella ekosystemet där det exiterade företaget verkade. Forskningsläget är inte entydigt.

På företagsnivån finns studier som visar att en exit kan resultera i en positiv tillväxteffekt på det uppköpta företaget. Andra studier pekar dock på effekter som krympande företag, omlokalisering och nedläggning. På aktörsnivån finns starkare stöd för ett positivt utfall av en exit genom *entrepreneurial recycling* och seriellt entreprenörskap. På regional nivå finns stöd för att exit via IPO och industriell försäljning stimulerar nyföretagande.

⁵² Tidsperioden 1977–97 studerades. Företagsdata hämtades från Disk/Trend Report och patentdata från the National Bureau of Economic Research (NBER) Patent Citations Data File (Hall, Jaffe, & Trajtenberg, 2002) och databasen MicroPatent U.S.

⁵³ Vid ansökan om ett patent måste hänvisningar ske till tidigare relevanta patent eller publikationer som den sökande känner till.

6 Ett exitorienterat synsätt

6.1 Exit – en underbeforskad företeelse

Trots att exit kan sägas vara själva skörden av de investeringar som genomförs inom instrumentet riskkapital är den delen av investeringscykeln förvånansvärt lite beforskad. Lejonparten av den akademiska litteraturen inom området fokuserar på själva investeringen och den beslutsprocess som den bygger på. I en kunskapsöversikt noterar Sørheim (2012: 165) att: ”*studies examining how investors actually facilitate exits (that is, what they actually do) are virtually non-existent.*” Samma tendens med investeringsfokus och mera ytlig behandling av exit återfinns även i den mer praktiskt inriktade litteraturen av typen ”Hur man blir en affärsängel”.

Som visades i avsnitt 3.2.1 och 3.2.2 finns skillnader mellan de berörda aktörernas exitorientering eller graden av deras *exit-centricness* om man så vill. Detta är viktigt att ha med sig när exitorientering som företeelse diskuteras vidare nedan. En aspekt av det är att privata VC-fonder kan sägas vara den av de tre investeringskategorierna som är generellt mest exitorienterad till sin natur.

6.2 Exitorienterade investeringar

Förenklat kan det sägas finnas två skilda förhållningssätt till exit:

- Den passiva. Investeringarna avvaktar tills en lämplig köpare tar kontakt – ”*build it and they will come*”.
- Den proaktiva, exitorienterad, strategin, med ett aktivt sökande efter köpare.

I detta avsnitt kommer vi att diskutera det senare. Det är långt ifrån lätt att nå fram till en exit och utvecklingen de senare åren pekar snarast på ökade utmaningar för både affärsänglar och VC-fonder (Mason m.fl., 2015; NACO, 2014; Klonowski, 2018). En sådan iakttagelse ökar behovet för investeringarna att agera proaktivt och anlägga ett exitorienterat förhållningssätt.

Mason m.fl. (2015) har sammanställt den begränsade mängd litteratur för praktiker som finns inom området exitorienterade investeringar. Fyra huvudteman kan då identifieras i litteraturen:

- Börja med exit
- Exitmöjligheter
- Finansiell vs. strategisk exit
- Släpp lågpresterande företag snabbt (*fast fail*)

Nedan går vi kort igenom dessa teman.

6.2.1 Börja med exit

Det konventionella sättet att betrakta en investeringsprocess är linjärt och sekventiellt där exit placeras långt bak på tidslinjen. Från ett initialt *deal-flow* sker olika gallringar, värderingar, förhandlingar och avtalsutformning, innan själva investeringen (eller investeringarna) samt olika post-investeringsaktiviteter av värdeskapande natur tar vid. En exit kommer sent in i processen och söks inte pro-aktivt (se även figur 2 i avsnitt 5.2).

I det exitorienterade förhållningssättet sätts exit i fokus under hela investeringscykeln. Eftersom en framgångsrik exit är det långsiktiga resultatet kommer det arbete som utförs i varje investeringsfas att ske på ett sätt som underlättar en exit. I den första granskningsfasen (*screening stage*) blir till exempel en uppgift att försöka uppskatta hur mycket kapital som kan krävas för att nå en exit. Tidiga diskussioner måste också föras med entreprenören (teamet) om nödvändigheten av en exit och stämma av om deras förväntningar är realistiska.

I *due diligence*-fasen är det viktigt för en exit-orienterad investerare att identifiera eventuella förhållanden som skulle kunna innebära problem för en exit. Det kan vara sådant som företagets finansiella struktur, juridiska aspekter (till exempel immateriella rättigheter), komplexa aktieägarstrukturer eller liknande. Förekomsten av avtal om vetorättigheter för grundaren eller *right of first refusal*⁵⁴ hos strategiska partners är andra aspekter som undersöks. Värderingen av företaget ifråga blir naturligtvis betydelsefull. Ett övervärderat företag i sådd-fasen kommer att ha svårt att attrahera investerare i nästa investeringsrunda.

Olika exitöverväganden bör också finnas med när ett vägledande intentionsavtal med de grundläggande villkoren (*term sheet*) utformas och senare i skrivandet av aktieägaravtal. Såväl entreprenören som investeraren har incitament att sträva efter så stor flexibilitet som möjligt när det gäller exit. Olika finansieringsinstrument (stamaktier, preferensaktier, konvertibla skuldebrev etcetera.) har olika konsekvenser i ett exitavseende vilket även gör den frågan betydelsefull. Andra frågor som är relevanta i en sådan avsiktsförklaring kan reglera försäljning av aktier, inlösenförbehåll, skydd för investerare avseende utspädning i senare emissioner, *rights of first refusal* om en ägare väljer att lämna företaget, styrelsens rättigheter etcetera (May & Simmons, 2001).

Exitfrågan är således inte något som lyfts och färdigbehandlas vid ett tillfälle (May & Simmons, 2001). En exitorienterad investerare kommer regelbundet att fortsätta diskutera exitstrategier även *efter själva investeringsfasen*. I princip beaktas då exitimplikationer vid varje diskussion och beslut i företaget. Det blir betydelsefullt att alla involverade aktörer löpande har samsyn i exitfrågan. Det gäller också att se till att all dokumentation som en potentiell köpare kan vara intresserad av finns på plats och är i ordning.

6.2.2 Exitmöjligheter

Hur och *när* en exit ska ske är två centrala frågor för en investerare. I praktiken är alternativen för ”hur-frågan” en IPO eller en industriell försäljning, varav den senare är den absolut vanligaste. En IPO kan uppfattas som en administrativt tung process och medför i regel, genom så kallade ”lock-up perioder”⁵⁵ även fördröjd likviditet då möjligheten till aktieförsäljning låses under en specificerad tid (se även avsnitt 4.2.1). Exit via IPO har också blivit mindre relevanta under senare år (Weild & Kim, 2010) då kostnaderna stigit till följd av ökade krav på noggrann granskning i IPO-processen. Detta har indirekt ökat kraven på företagets storlek för att sådana insatser ska bedömas som rimliga.

⁵⁴ En avtalsrätt, men inte skyldighet, att ingå en affärstransaktion med en person eller ett företag innan någon annan ges möjligheten. T.ex. ett aktieägaravtal där befintliga aktieägare har möjlighet att köpa ut de som vill lämna företaget innan några nya aktieägare tas in.

⁵⁵ Avtal som aktieägare kan ingå innan en börsintroduktion som innebär att de låser (inte får sälja) en andel av sitt aktieinnehav under en specificerad period, t.ex. sex månader från och med första dag för handel i portföljbolagets aktier.

Den troligaste exitvägen för såväl VC-fonder som affärsänglar är därför en försäljning till ett större företag. Större företag kan vara förhållandevis bättre på att växla upp och vidareutveckla idéer och innovationer än att själva komma fram till dem. En konsekvens av detta är att de söker efter unga entreprenöriella företag som en bättre och mer effektiv väg till tillväxt istället för att alltid förlita sig på egen forskning och utveckling. Större företag kan också ha ackumulerat ett stort eget kapital som aktieägarna gärna vill se användas i ett förräntande syfte. Konkret kan större företag söka efter unga företag som har (May & Simmons, 2001; Seraf, 2015):

- Egna patent
- Immateriella rättigheter som de inte kan utveckla själva
- Nya produkter som kompletterar den egna produktionen
- Utvecklat nya disruptiva varor eller tjänster med potential att konkurrera ut den egna produktionen
- En position på en lukrativ marknad där det större företaget även vill vara
- Strategiska patent som det större företaget inte vill ska hamna i konkurrenters ägo

De flesta industriella försäljningar är små, normalt mindre än 30 miljoner dollar (Peters, 2009; 2012). Det finns även tecken på att företag i mycket tidiga faser med tillräckligt intressanta team är intressanta för uppköp. I dessa fall verkar det mera vara de entreprenöriella personerna och deras kunskaper än företaget i sig som är intressanta (Peters, 2010).

6.2.3 Finansiell vs. strategisk exit

I ett exitorienterat synsätt är även uppdelningen i finansiella respektive strategiska exit intressant. Kort kan en *finansiell exit* beskrivas som företag som säljs på basis av deras framtida förmåga att generera vinst. Detta får ur ett investerarperspektiv vissa konsekvenser. Att bygga ett sådant företag med nödvändig kapacitet på försäljning, marknadsföring, distribution och produktionskapacitet blir kapitalkrävande. Sannolikt kommer det att krävas fler investeringsrundor med inträde av nya investerare, exempelvis VC-fonder, vilket medför en risk för utspädning för de tidiga investerarna. Det är också troligt att en sådan inriktning kommer att kräva tillförsel av ny kompetens i företaget på strategiska positioner, med oklart utfall. Det är även en tidskrävande process att bygga ett företag till den punkt när det blir ett intressant investeringsobjekt för den kategorin av potentiella köpare.

I en *strategisk exit* har köparna en annan inriktning. Köparna här är i princip mindre intresserade av vilka vinster företaget kan generera och mera av vad vilken kompletterande nytta ett uppköp kan medföra för dem i form av tillskott från teknologi, produkter, tjänster och andra underliggande tillgångar. Det kan mer konkret handla om en vara eller tjänst hos det uppköpta företaget som kan skalas upp och säljas i det uppköpande företagens befintliga kundnätverk. Ett annat exempel kan vara när ett större företag köper ett mindre företag för att ta del av en specifik vara eller tjänst i stället för att själva utveckla den. Förtjänsten är då kortare tid till marknad och att reducera risken för misslyckande i en alternativ egen produktutveckling. Det handlar alltså om att det uppköpande företaget bedömer att de, i sin egen organisation, framgångsrikt kan exploatera strategiska värden och färdigheter i det uppköpta företaget. Seraf (2015:20) uttrycker det som att: ”*selling the dream is often much easier than selling the reality*”.

I litteraturen om exitorienterade investeringar för affärsänglar rekommenderas investeringar i företag som kan förväntas vara lämpliga för strategiska exit snarare än finansiella (McKaskill, 2009; Peters, 2009). En sådan inriktning får betydelse för en exitorienterad investerare. Det företag som det investerats i måste tydligt kunna kommunicera vilket strategiskt värde ett uppköp skulle medföra för det (potentiellt) uppköpande företaget. Ett sådant värde kan vara olika stort beroende på köpare. För att kunna maximera exitvärdet måste därför företaget attrahera flera tänkbara köpare.

6.2.4 Släpp lågpresterande företag snabbt (*fast fail*)

Det är ofrånkomligt att det i en portfölj med investeringar finns företag som utvecklas olika. Grovt går de att indela i tre kategorier: de som utvecklas väl och förväntas kunna uppnå framgångsrika exit; de som nätt och jämt överlever, men inte har förutsättningar att kunna säljas med någon lönsamhet (*living deads*) samt de som inte alls klarar sig och lämnar marknaden. Alla måste kunna hanteras effektivt. Huston (2011) formulerar det som att en exitstrategi handlar lika mycket om att minimera förluster som att maximera vinster. Två viktiga förlustminimeringsstrategier framträder då: sträva efter ”bra” förluster respektive förmågan att snabbt släppa lågpresterande företag (*fast fail*).

Huston (2011) menar att den ”perfekta förlusten” är när enbart 100 procent av investeringen går förlorad. Det uppstår inga tidsödande processer, avvecklingskostnader eller negativ mediabevakning samtidigt som vare sig investerarens rykte eller relationerna med eventuella medinvestorer påverkas negativt. Eventuella förlustavdrag i skattehänseende kan också minska den reella förlusten.

Ett så kallat *living dead*-företag drar in tillräckligt mycket pengar för att gå runt, men för lite för att kunna göra nödvändiga investeringar. Det finns heller inget intresse bland andra externa investerare eller köpare att träda in. Samtidigt har entreprenören i regel investerat för mycket finansiellt och emotionellt för att ge upp. Här gäller det att så tidigt som möjligt identifiera företagen och vidta åtgärder (May & Simmons, 2001). Att fortsätta lägga tid och resurser på denna kategori av företag riskerar att få konsekvenser för möjligheterna att aktivt kunna arbeta med andra, mer utvecklingsbara, företag i portföljen. Gifford (1997) menar att VC-fonder generellt är bättre än affärsänglar på att väga in alternativkostnader i dessa fall. Förväntan på mer ”tålmodigt kapital” hos GVC indikerar också på en svårighet att släppa lågpresterande företag snabbt (se även avsnitt 3.4.1).

De finns tre typer av åtgärder som måste vidtas: (i), mentalt avskriva dessa investeringar; (ii), upphöra att lägga tid på dem; (iii) söka vägar att återfå det kapital som bundits i dem och – om det inte visar sig möjligt – skriva av dem (*write off*, se avsnitt 3.3).

Det kan noteras att hanterandet av *living dead*-företag har tilldragit sig överraskande lite intresse i VC-litteraturen (Ruhnka m.fl., 1992) och i princip ingen alls i litteraturen om affärsänglar (Mason & Botelho, 2016).

7 Policydiskussion

Staten är en tydlig aktör på riskkapitalmarknaden

Riskkapital bedöms ha en viktig roll att spela för att utveckla innovationer och främja tillväxt (Lerner, 2010). Det föreligger en spridd uppfattning att den privata marknaden inte alltid förmår finansiera investeringsmogna företag i den omfattning som är samhällsekonomiskt önskvärd. Staten har därför i många länder intervenerat på marknaden med egna riskkapitalinsatser. Det finns en tendens att dessa policyåtgärder har ett kraftigt investeringsfokus och att uppmärksamheten på exit och vad som händer efter en sådan marginaliseras. I detta pm argumenterar vi för betydelsen av att vidga synsättet och betrakta riskkapitalinvesteringar utifrån ett cykliskt perspektiv där en exit innebär betydligt mer än en slutpunkt på en linjär, sekventiell, process. Vad som sker i och efter en exit har återkopplingar tillbaka in i investeringscykeln och i det regionala entreprenöriella ekosystemet.

Aktörerna går in i en exitprocess med olika preferenser

I en investeringsdriven exitprocess finns – på företagets sida – två huvudaktörer, entreprenören och investeraren.⁵⁶ Den senare kategorin kan i sin tur delas upp i tre undergrupper; privata VC-fonder, affärsänglar och statliga aktörer (GVC). Det är viktigt att ha i minnet att dessa kategorier kan ha olika preferenser och strategier för sin exit. En sådan olikhet medför att tänkbara exitalternativ kommer att uppfattas som mer eller mindre attraktiva av respektive aktör. Dessa förutsättningar blir i nästa skede ingångsvärden för respektive aktörs förhållningssätt i frågor och beslut som slutligen leder fram till en exit.

I grunden har alla aktörer ett gemensamt intresse av en bra finansiell avkastning med sin investering. *Privata VC-fonder* kan sägas vara tydligast i detta. Själva konstruktionen handlar om att kanalisera kapital från investerare till företag. Investerarnas avkastningskrav på fondförvaltarna gör att man kan utgå från att investeringen är helt avkastningsdriven. Med det väl sagt finns skillnader att notera i övrigt.

Entreprenören kan även till exempel ha en exitstrategi som inkluderar intresse för vad som händer med företaget efter en exit. Som grundare av en verksamhet kan det finnas emotionella bindningar till företaget som sådant eller till dess personal som förklarar en sådan omsorg. Entreprenören kan även vilja stanna kvar i företaget efter en exit för att ha möjlighet till fortsatt inflytande på det företag man själv en gång byggt upp. Möjligheten att få bli vd för ett börsnoterat företag finns tydligast i IPO-alternativet som både medför anseende och andra privata värden.

Många *affärsänglar* har en egen företagsbakgrund och har upplevt ”företagsbyggandet” som en mycket stimulerande process som de gärna deltar i igen, nu i rollen som affärsängel. Det innebär att de kan uppleva ett utbyte bara av att återigen vara involverad i ett växande företag. Men de kan även drivas av icke-finansiella faktorer som att kunna bidra till arbetstillfällen och utveckling i sitt geografiska närområde. I det avseendet blir framtiden för företaget efter en exit en aspekt att väga in.

Staten som riskkapitalaktör är kanske den investerarkategori som kan ha flest aspekter på en exit. På en övergripande nivå handlar det om att främja Sveriges innovationsförmåga och bidra till regional tillväxt. En god avkastning krävs för att uppnå ett vanligt policymål

⁵⁶ Eftersom vi har företagets perspektiv i denna process bortser vi från köparen.

om revolverande kapital⁵⁷ samt för att åstadkomma det signalvärde till privata aktörer som ofta eftersträvas. Motivet för det senare är att visa de privata investerarna att det visst finns möjligheter till goda avkastningsmöjligheter i segment som idag inte alls eller bara i begränsad omfattning attraherar privat kapital. Det kan till exempel röra sig om tidiga faser, vissa branscher, geografiska områden eller undergrupper av entreprenörer. Om demonstrationseffekten är framgångsrik förväntas över tid benägenheten att investera i dessa segment öka hos de privata investerarna. Men GVC kan även vara intresserad av vad som händer med företaget *efter* en exit. Det kan därför ur policysynpunkt vara befogat att titta närmare på post-exit effekter.

Utvecklingen upphör inte vid en exit

Med det cykliska synsättet stannar inte klockan vid en exit, även vad som händer tiden därefter blir intressant. Här finns många tänkbara scenarier med tydligt policyintresse. När det gäller påverkan på *företaget* identifierar litteraturen såväl positiva som negativa effekter. Företaget kan få en positiv tillväxteffekt genom exempelvis tillgång till betydligt större resurser och affärsnätverk, men det finns även risk för krympande företag, omlokalisering (inom landet eller flytt utomlands) och nedläggning. De senare är uppenbart negativa effekter om perspektivet är lokalt/regionalt eller nationellt (vid flytt utomlands) även om besluten kan vara fullt rationella ur det uppköpande företags sida.

En exit får också konsekvenser för de involverade individerna (entreprenör och investerare). Exit (med positiv avkastning) ger *investerare* finansiell likviditet och motivation för fortsatta investeringar i regionen (Söderblom, 2012). Lyckade investeringar har också ett signalvärde till andra investerare som inte deltagit i denna investering, vilket underlättar för framtida riskkapitalfinansiering. För exit med låg eller negativ avkastning blir signalvärdet förstås det motsatta.

Entreprenörer och andra personer i ledande befattningar har, oavsett ekonomiskt utfall av själva försäljningen, ackumulerat erfarenheter. Dels från uppbyggnad av företaget, dels från investerings- och exitprocessen. Det är betydelsefulla kunskaper som går att återanvända i start av nya företag eller andra företagsfrämjande aktiviteter. Mason och Harrison (2006) använder sig av uttrycket ”*entrepreneurial recycling*” för att beskriva detta. Framgångsrika exit som genererar pengar i entreprenörernas fickor skapar dessutom finansiella möjligheter för ytterligare aktiviteter från deras sida.

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

Vad staten bör tänka på

Staten har således flera anledningar att intressera sig för exit som sådan och vad som händer därefter. Det innebär flera saker:

⁵⁷ Dvs. att framgångsrika exit skapar återflöden av kapital som möjliggör nya investeringar, utan ytterligare tillskott av skattemedel. Ett vanligt sätt att operationalisera det är att kapitalbasen på lång sikt ska hållas intakt.

- Vara medveten om andra aktörers exitpreferenser och hur de kan influera en exitprocess
- Värdera olika post-exit scenarier utifrån tänkbara exitalternativ
- Sträva efter ett exit-orienterat förhållningssätt i investeringar, då en framgångsrik exit:
 - × ger en positiv signaleffekt till privata investerare
 - × möjliggör revolverande kapital (fortsatta investeringar)
 - × ökar möjligheter till positiva spill-over effekter
- Beakta det marknadskompletterande uppdraget:
 - × Sträva efter additionalitet och inte maximal avkastning (jämför diskussionen i avsnitt 4.1.3 om undanträngning och näringspolitiskt tillskott)
- Undersöka möjligheter att främja *entrepreneurial recycling* genom:
 - × aktiviteter som ökar sannolikheten att kunskaper som genererats dels under uppbyggnaden av företag, dels under exitprocessen, återanvänds i start av nya företag eller andra företagsfrämjande aktiviteter
- Balansera förväntan om GVC som ett tålmodigt kapital med ett effektivt hanterande av "living deads"

Ovanstående diskussion visar att staten har en delikat roll att hantera. Även om varje strecksats enskilt ter sig rimlig och rationell måste i praktiken avvägningar ske mellan dem. Statens inflytande på en exitprocess varierar också beroende på investeringskonstruktionen. Mest påverkansmöjligheter föreligger i de fall där staten direktinvesterar som ensam investerare, mindre när det sker i form av saminvesteringar med privata aktörer och minst i konstruktionen med fond-i-fond. Det statliga handlingsutrymmet är därför ofta begränsat och i de fall som samfinansiering sker med privata investerare är samspel med dessa en nödvändighet. Rigida exitrestriktioner gynnar knappast ett sådant produktivt samspel.

Genom att tillämpa ett cykliskt perspektiv på exit, tänka exit tidigt i processen, vara medveten om andra aktörers preferenser och beakta post-exit konsekvenser ökar ändå förutsättningarna för ett gott resultat. I slutändan blir utmaningen för policymakers att överväga hur de kan stimulera de positiva konsekvenserna av en exit och minimera de negativa.

Referenser

- Aernoudt R, (2005), "Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments". I *Venture Capital*, Vol. 7, No. 4, s. 359–371.
- Aernoudt R, (2017), "Executive Forum: the scale-up gap: and how to address it". I *Venture Capital*, Vol. 19, No. 4, s. 361–372.
- Albert LS och DeTienne DR, (2016), "Founding resources and intentional exit sales strategies: An imprinting perspective". I *Group and Organization Management*, Vol. 41, No. 6, s. 823–846.
- Amit R, Brander J och Zott C, (1998), "Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, No. 6, s. 441–466.
- Andrews M, (1995), "Initial public offerings: the experience of eight Canadian growth companies". Paper presenterat vid *Conference Board of Canada*, Ottawa (maj 1995).
- Armour J och Cumming D, (2006), "The legislative road to Silicon Valley". *Oxford Economics Papers*, Vol. 58, No. 4, s. 596–635.
- Audretsch DB och Feldman MP, (2004). "Knowledge spillovers and the geography of innovation". I Henderson V och Thisse JF (eds.), *Handbook of regional and urban economics: cities and geography*, (Vol. 4). Elsevier. S. 2713–2739.
- Avdeitchikova S, (2008), "On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment roles". I *Venture Capital*, Vol. 10, No. 1, s. 55–85.
- Avdeitchikova S, (2012), "The geographic organization of 'venture capital' and 'business angles'". I Landstrom H och Mason C (eds.), *Handbook of Research on Venture Capital*, (Vol. 2). Cheltenham: Edward Elgar Publishing. S. 175–208.
- Avnimelech G och Teubal M, (2006), "Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience". I *Research Policy*, Vol. 35, No. 10, s. 1477–1498.
- Baldock R och North D, (2015), "The role of UK government hybrid venture capital funds in addressing the finance gap facing innovative SMEs in the post-2007 financial crisis era". I: Hussain J G och Scott JM (eds.), *Research Handbook on Entrepreneurial Finance*, Edward Elgar Publishing. S. 125–146.
- Bascha A och Walz U, (2001), "Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance". I *Journal of Corporate Finance* Vol. 7, No. 3, s. 285–306.
- Baty G och Sommer B, (2002), "True then, true now: A 40-year perspective on the early stage investment market". I *Venture Capital*, Vol. 4, No. 4, s. 289–293.
- Bayar O och Chemmanur T, (2012), "What drives the valuation premium in IPOs versus acquisitions? An empirical analysis". I *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, No. 3, s. 451–75.
- Benz M och Frey BS, (2008), "The value of doing what you like: Evidence from the self-employed in 23 countries". I *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 68, No. 3–4, s. 445–455.

- Bertrand O, Hakkala KN, Norbäck PJ och Persson L, (2012). "Should countries block foreign takeovers of R&D champions and promote greenfield entry?". I *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, Vol. 45, No. 3, s. 1083–1124.
- Buzzacchi L, Scellato G & Ughetto E, (2013), "The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds". I *Journal of Banking & Finance*. Vol. 37, No. 3, sid. 707–716.
- Bygrave WD och Timmons JA, (1992), *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.
- Cable DM och Shane S, (1997), "A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur–Venture Capitalist Relationships". I *Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, s. 142–176.
- Cantillon R, (1755/2001), *Essays on the Nature of Commerce in General*. New Brunswick, N.J.:Transaction Publishers.
- Carpentier C och Suret J-M, (2014), "Post-Investment Migration of Canadian Venture Capital-Backed New Technology-Based Firms". April 2, 2014. I *CIRANO - Scientific Publications 2014s-27*.
- Collewaert V, (2012), "Angel investors' and entrepreneurs' intentions to exit their ventures: A conflict perspective". I *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.36, No.4, s. 753–779.
- Cumming D och Johan S, (2012), "Is venture capital in crisis?". I *World Financial Review* (July-August), s. 69–72. Tillgängligt hos SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2082062 (2018-10-16).
- Cumming D och MacIntosh J, (2002), "Venture Capital Exits in Canada and the United States". *Law and Economics Research Paper*, No. 01-01. University of Toronto, Faculty of Law.
- Cumming D, (2007), "Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 22, No. 2, s. 193–235.
- Cumming D, Walz U och Werth JC, (2016), "Entrepreneurial spawning: experience, education, and exit". I *Financial Review*, Vol. 51, No. 4, s. 507–525.
- Deeg R och Hardie I, (2016), "What is patient capital and who supplies it?". I *Socio-Economic Review*, Vol. 14, No. 4, s. 627–645.
- Deeg R, Hardie I och Maxfield S, (2016), "What is patient capital, and where does it exist?". I *Socio-Economic Review*, Vol. 14, No. 4, s. 615–625.
- Denis D, (2004), "Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence". I *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 2, s. 301–326.
- DeTienne D och Cardon M, (2012), "Impact of founder experience on exit intentions". I *Small Business Economics*, Vol. 38, No. 4, s. 351–374.
- DeTienne D och Chirico F, (2013), "Exit strategies in family firms: How socioemotional wealth drives the threshold of performance". I *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 37, No. 6, s. 1297–1318.

- DeTienne D, McKelvie A och Chandler GN, (2015), "Making sense of entrepreneurial exit strategies: A typology and test". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 30, No. 2, s. 255–272.
- Dunne T, Roberts MJ och Samuelson L, (1988), "Patterns of Firm Entry and Exit in U.S. Manufacturing Industries". I *The RAND Journal of Economics*, Vol. 19, No. 4, s. 495–515
- EBAN, (2017), "Statistics Compendium: European early Stage Market Statistics 2016". The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early stage Market Players, Bryssel. Tillgänglig på EBAN: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/11/Statistics-Compendium-2016-Final-Version.pdf>. (2018-10-11)
- EBAN, (2018), "Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2017". The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early stage Market Players, Bryssel. Tillgänglig på EBAN: <http://www.eban.org/2017-annual-eban-statistics-compendium> (2018-10-12).
- el Bouzaidi S, (2015), "Survey on venture capital financing exit stage", I DeTienne DR och Wennberg K (eds.), *Research Handbook of Entrepreneurial Exit*. Edward Elgar. S. 87–106.
- Entrevestor Intelligence, (2016), "The deal that changed everything". Vol. 5, No. 2, April 2016.
- Ernst & Young, (2015), "Liquidity meets perspective: Venture Capital and Start-ups in Germany 2015". Ernst & Young GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin.
- Ernst & Young, (2016), "Venture Capital and Start-ups in Germany 2016 - EY Start-up-Initiative". Ernst & Young GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin.
- Fried V och Hisrich R, (1994), "Towards a model of venture capital investment decision-making". I *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, s. 28–37.
- Gaston RJ, (1989), "The scale of informal capital markets". I *Small Business Economics*, Vol. 1, No. 3, s. 223–230.
- Gifford S, (1997), "Limited attention and the role of the venture capitalist". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 12, No. 6, s. 459–482.
- Hall BH, Jaffe AB och Trajtenberg M, (2002), "The NBER patent citation data file: Lessons, insights and methodological tools". I Jaffe AB & Trajtenberg M, (eds.), *Patents, citations and innovation: A window on the knowledge economy*. Cambridge, MA: MIT Press. S. 403–460.
- Harrison R, Botelho T och Mason C, (2016), "Patient capital in entrepreneurial finance: a reassessment of the role of business angel investors". I *Socio-Economic Review*, Vol. 14, No. 4, s. 669–689.
- Harrison R, Mason C och Robson P, (2010), "Determinants of long-distance investing by business angels in the UK". I *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 22, No. 2, s. 113–137.
- Hayton K, Thom G, Percy V, Boyd C och Latimer K, (2008), "Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund: A report to Scottish Enterprise". Glasgow: Hayton Consulting.

- Hébert RF och Link AN, (1989), "In Search of the Meaning of Entrepreneurship". I *Small Business Economics*, Vol. 1, No. 1, s. 39–49.
- Helle, P, (2004), *Affärsänglar: Att investera i tillväxtföretag*. Stockholm: Ekerlid i samarbete med Almi företagspartner och Verket för näringslivsutveckling (Nutek).
- Hellmann T, (1998), "The allocation of control rights in venture capital contracts". I *The Rand Journal of Economics*, Spring 1998, Vol. 29, No. 1, s. 57–76.
- Hellmann T, (2000), "Venture capitalists: the coaches of Silicon Valley. I Lee C (ed.), *The Silicon Valley Edge*. Stanford: Stanford University Press. S. 276–294.
- Henrekson M och Jakobsson U, (2012), "The Swedish corporate control model: convergence, persistence or decline?". I *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20, No. 2, s. 212–227.
- Hoetker G och Agarwal R, (2007), "Death hurts, but it isn't fatal: The postexit diffusion of knowledge created by innovation companies". I *Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 2, s. 446–467.
- Hopkins P, (2014), *The Role of Acquisitions in Company Growth*. A Report for Scottish Enterprise. Tillgänglig på LINC: https://lincscot.info/wp-content/uploads/2016/12/se_report.pdf (2018-10-15).
- Huston J, (2011), "An American Angel's view of producing economic value", presentation to the *Young Company Finance Annual Conference*, 15 september, Stirling, Scotland.
- Invest Europe, (2018), "2017 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments". Tillgänglig på Invest Europe: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/> (2018-10-15)
- Isaksson, A, (2007). "Exit strategy and the intensity of exit-directed activities among venture capital-backed entrepreneurs in Sweden". I Gregorio G, Kooli M och Kraeussl M (eds.), *Venture capital in Europe*. Elsevier. S. 143–156.
- Isaksson, A. (2006). *Studies on the venture capital process*. Avhandling, Handelshögskolan vid Umeå universitet.
- Johnson L, (2012). "Q and A following presentation at UK Business Angels Association summer conference". 2 July, London.
- Johnson WC och Sohl J, (2012), "Angels and venture capitalists in the initial public offering market". I *Venture Capital*, Vol. 14, No. 1, s. 27–42.
- Kaplan SN och Strömberg P, (2004), "Characteristics, contracts and actions: Evidence from venture capitalist analyses". I *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, s. 2177–2210.
- Kirzner IM, (1973), *Competition and Entrepreneurship*. Chicago: University of Chicago Press.
- Klingler-Vidra R, (2016), "When venture capital is patient capital: seed funding as a source of patient capital for high-growth companies". I *Socio-Economic Review*, Vol. 14, No. 4, s. 691–708.

- Klonowski D, (2007), "The venture capital investment process in emerging markets: Evidence from Central and Eastern Europe". I *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 2, No. 4, s. 361–382.
- Klonowski D, (2018), *The Venture Capital Deformation: Value Destruction throughout the Investment Process*. Springer.
- Knight FH, (1921/1971), *Risk, Uncertainty and Profit*. Chicago och London: University of Chicago Press.
- Knott A och Posen H, (2005), "Is failure good?". I *Strategic Management Journal*, Vol. 26, No. 7, s. 617–641.
- Landström H, (1993), "Informal risk capital in Sweden and some international comparisons". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 8, No. 6, s. 525–540.
- Landström H, (2017), "Statens hittillsvarande roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning". I *Tillväxtanalys, Perspektiv på kapitalförsörjning – en antologi om företagens finansiering och statens roll*. Tillväxtfakta 2016. Östersund: Tillväxtanalys. S. 13–30.
- Lerner J och Kegler C, (2000), "Evaluating the small business innovation research program: A literature review". I Wessner CW (ed.), *The Small Business Innovation Research Program: an assessment of the Department of Defense fast track initiative*. National Research Council (U.S.), Board on Science, Technology, and Economic Policy. Washington, D.C.: National Academy Press. S. 307–324.
- Lerner J, (1999), "The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program". I *Journal of Business*, Vol. 72, No. 3, s. 285–318.
- Lerner J, (2010), "The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 3, s. 255–264.
- Lim J och Saunders A, (1990), "Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists". The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts. *Research Foundation Publications*, Vol. 1990, No. 4. Charlottesville, Virginia.
- Lumme A, Mason C och Suomi M, (2013), *Informal venture capital: Investors, investments and policy issues in Finland*. Springer Science och Business Media Dordrecht.
- Maksimovic V, Phillips G och Prabhala NR, (2011), "Post-merger restructuring and the boundaries of the firm". I *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, No. 2, s. 317–343.
- Månsson N och Landström H, (2006), "Business Angels in a Changing Economy: The Case of Sweden". I *Venture Capital*, Vol. 8, No. 4, s. 281–301.
- Mason C, "Venture Capital: a geographical perspective. I Landström H, (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar. S. 86–112.
- Mason C och Botelho T, (2016), "The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: The case of business angel syndicate gatekeepers". I *International Small Business Journal*, Vol. 34, No. 2, s. 157–175.
- Mason C och Harrison R, (2000), "The size of the informal venture capital market in the United Kingdom". I *Small Business Economics*, Vol. 15, No. 2, s. 137–148.

- Mason C och Harrison R, (2002). "Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 17, No. 3, s. 211–236.
- Mason C och Harrison R, (2003). "Closing the regional equity gap? A critique of the Department of Trade and Industry's regional venture capital funds initiative". I *Regional Studies*, Vol. 37, No. 8, s. 855–868.
- Mason C och Harrison R, (2006), "After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional economic development". I *Regional Studies*, Vol. 40, No. 1, s. 55–73.
- Mason C och Harrison R, (2008), "Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources". I *Venture Capital*, Vol. 10, No. 4, s. 309–330.
- Mason C, Botelho T och Harrison R, (2016). "The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications". I *Venture Capital*, Vol. 18, No. 4, s. 321–344.
- Mason C, Harrison R och Botelho T, (2015), "Business angel exits: strategies and processes". I Hussain J och Scott J (eds.), *Research Handbook on Entrepreneurial Finance*. Cheltenham: Edward Elgar. S. 102–124.
- Mason C och Harrison R, (2010), "Annual report on the business angel market in the United Kingdom: 2008/09." Department for Business Innovation and Skills.
- May J och Simmons C, (2001), *Every Business Needs An Angel: Getting the money you need to make your business grow*. Crown Business.
- McKaskill T, (2009), *Invest To Exit: A pragmatic strategy for angel and venture capital investors*. Breakthrough Publications. E-bok.
- Muñoz-Bullon F, Sanchez-Bueno MJ och Vos-Saz A, (2015), "Startup team contributions and new firm creation: the role of founding team experience". I *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 27, No. 1-2, s. 80–10.
- Murray G, (1995), "Evolution and Change: An Analysis of the First Decade of the UK Venture Capital Industry". I *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 8, s. 1077–1106.
- Murray G, (2007), "Venture Capital and Government Policy". I Landström H, (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- NACO, (2014), "2013 Report on Angel Investing Activity in Canada: accelerating the asset class". National Angel Capital Association: Toronto. Tillgänglig på NACO: <https://www.nacocanada.com/cpages/angel-activity-report> (2018-10-15).
- Nelson, R och Winter S, (1982), *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, MA: Belknap.
- NZVIF, (2016), "New Zealand Venture Investment Fund (NZVIF) 2016, Investment Report for the Year to June 2015". January 2016. Tillgänglig på NZVIF: <http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/NZVIF-Investment-Report-2016.pdf> (2018-10-12).
- OECD, (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en>

- Olofsson C, (1983), *De regionala utvecklingsbolagen – instrument för industriell utveckling?* SIND 1983:4. Stockholm: LiberFörlag.
- Pe'er A och Vertinsky I, (2008), "Firm exits as a determinant of new entry: Is there evidence of local creative destruction?". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 23, No. 3, s. 280–306.
- Peters B, (2009), *Early Exits: Exit strategies for entrepreneurs and angel investors (but maybe not venture capitalists)*. First Choice Books, Vancouver, Canada.
- Peters B, (2010), "Selling a business can increase the value 50% plus". Strategic Exits. <http://www.exits.com/blog/selling-a-business-can-increase-the-final-value-by-50-or-more/> (2018-10-15).
- Peters B, (2012), "How exits have changed in 2012". Presentation to the Angel Capital Association Annual Summit, Austin, Texas, 5 March 2012.
- Politis D, (2008), "Business angels and value added: what do we know and where do we go?". I *Venture Capital*, Vol. 10, No. 2, s. 127–147.
- Politis D, (2016), "Business angels as smart investors: a systematic review of the evidence". I Landström H & Mason C, (Eds.), *Handbook of Research on Business Angels*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing. S. 147–175.
- Poulsen A, (2018), Professor vid Terry College of Business, University of Georgia. Personlig kommunikation, e-mail 2018-07-05.
- Poulsen AB och Stegemoller M, (2008), "Moving from private to public ownership: selling out to public firms versus initial public offerings". I *Financial Management*, Vol. 37, No. 1, s. 81–101.
- Riksrevisionsverket, (1998), "Industrifondens näringspolitiska tillskott". RRV 1998:50.
- Rind KR, (1997), "Profitable exiting: forming strategic partnerships, IPOs, sale backs, mergers and other mechanisms". Paper presenterat vid *Venture Capital Institute Conference*, Atlanta, GA.
- Rosenberg N, (1982), *Inside the black box: Technology and economics*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.
- Ruhnka JC, Feldman HD och Dean TJ, (1992), "The "living dead" phenomenon in venture capital investments". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 2, s. 137–155.
- Sapienza H, Manigart S och Vermeir W, (1996), "Venture capitalist governance and value added in four countries". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 11, No. 6, s. 439–469.
- Say J-B, (1880/2001), *Treatise on Political Economy: or the Production, Distribution and Consumption of Wealth*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.
- Seraf, (2015), *Angel Exits: perspectives and techniques for maximising investment returns*. Tillgänglig på Seraf: <http://land.seraf-investor.com/exits-ebook-compass/> (2018-10-15).
- Seymour C och Wetzel W, (1981), *Informal risk capital in New England*. University of New Hampshire, Durham, N.H.

- Silver L, (2008), ”Utvärdering av Nuteks insatser och stöd för utveckling av regional affärsängelnätverk samt nationell intresseorganisation för affärsänglar och affärsängelnätverk”. Stockholm: Nutek.
- Skog A, Lewam M, Karlström M, Morgulis-Yakushev S, Lu Y, och Teigland R, (2016), ”Chasing the Tale of the Unicorn - A study of Sweden’s misty meadows”. *Innovative Internet: Report 1*. Stockholm School of Economics Institute for Research. May 2016.
- Smith J, Smith RL, Smith R och Bliss R, (2011), *Entrepreneurial finance: strategy, valuation, and deal structure*: Stanford University Press.
- Söderblom A, (2012), ”The Swedish Venture Capital Market”. Näringspolitiskt forum, rapport #2. Stockholm: Entreprenörskapsforum.
- Sohl J, (2012), ”The changing nature of the angel market”. Landström H och Mason (eds.), *The handbook of research on venture capital*, (Vol. 2). Cheltenham: Edward Elgar. S. 17–41.
- Sorenson O och Stuart TE, (2001), ”Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments”. I *American Journal of Sociology*, Vol. 106, No. 6, s. 1546–1588.
- Sørheim R, (2012), ”Venture capitalists as smart investors”. I Landstrom H och Mason C (red.), *Handbook of research on venture capital*, (Vol. 2). Cheltenham: Edward Elgar. S. 159–174.
- SOU 2015:64, *En fondstruktur för innovation och tillväxt*. Betänkande av utredningen Statliga finansieringsinsatser. Näringsdepartementet.
- Stam E, (2007), ”Why butterflies don’t leave: Locational Behavior of Entrepreneurial Firms”. I *Economic Geography*, Vol. 83, No. 1, s. 27–50.
- Stedler H och Peters HH, (2003), ”Business angels in Germany: an empirical study”. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 5, No. 3, s. 269–276.
- Stuart TE och Sorenson O, (2003), ”Liquidity Events and the Geographic Distribution of Entrepreneurial Activity”. I *Administrative Science Quarterly*, Vol. 48, No. 2, s. 175–201.
- Tillväxtanalys, (2010), ”Staten och riskkapitalet”. Rapport 2010:01.
- Tillväxtanalys, (2011), ”Kompetent kapital: Tre länder, tre försök”. Rapport: 2011:05.
- Tillväxtanalys, (2011a), ”Kapitalförsörjningen i små och medelstora företag – En inventering av statistik över riskkapitalmarknaden”. Working paper/PM 2011:32.
- Tillväxtanalys, (2013), ”Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer”. Rapport 2013:08.
- Tillväxtanalys, (2016), ”Effekter & erfarenheter – slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009–15”. Rapport 2016:03.
- Tillväxtanalys, (2017a), ”Riskkapitalstatistik 2016 – Venture Capital”. Statistik 2017:07.
- Tillväxtanalys, (2017b), ”Utländska uppköp i svenskt näringsliv – hot eller möjlighet?”. PM 2017:12.

- Tillväxtanalys, (2017c), *Perspektiv på kapitalförsörjning – En antologi om företagens finansiering och statens roll*. Tillväxtfakta 2016. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2018), ”Klimatsmart kapital och fond-i-fond – hur var det tänkt? – En studie av programlogik i två nationella riskkapitalinstrument”. PM 2018:08.
- Tillväxtverket, (2015), ”Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014–2020”. Rapport 0183.
- Tingvall P, Engberg E och Halvarsson D, (2017), ”Reala effekter av statligt och privat riskkapital”. I Tillväxtanalys, *Perspektiv på kapitalförsörjning – en antologi om företagens finansiering och statens roll*. Tillväxtfakta 2016. Östersund: Tillväxtanalys. S. 73–97.
- Van Osnabrugge M & Robinson RJ, (2000), *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies: The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Weild D och Kim E, (2010), ”Market structure is causing the IPO crisis – and more”. *Capital Market Series*, June 2010. Grant Thornton.
- Wennberg K, Hellerstedt K, Wiklund J och Nordqvist M, (2011), ”Implications of Intra-family and External Ownership Transfer of Family Firms: Short-term and Long-term Performance Differences”. I *Strategic Entrepreneurship Journal*, Vol. 5, No. 4, s. 352–372.
- Wennberg K, Wiklund J, DeTienne D och Cardon M, (2010), ”Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent exit routes and their drivers”. I *Journal of Business Venturing*, Vol. 25, No. 4, s. 361–375.
- Williamson OE, (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.
- Xiao J, (2015), ”The effects of acquisition on the growth of new technology-based firms: Do different types of acquirers matter?”. I *Small Business Economics*, Vol. 45, No. 3, s. 487–504.

Appendix: Exitstruktur i de regionala saminvesteringsfonderna

Hela detta pm diskuterar ur olika perspektiv finansiella exit. Tillväxtanalys bedömer att det i detta sammanhang också kan vara intressant att titta närmare på svensk empiri. I bilagan visar vi därför översiktligt det exitmönster som framträder inom en pågående svensk policyinsats – de regionala saminvesteringsfonderna.

Genom fondernas investeringar blir staten delägare i portfölj företag över hela Sverige. En fungerande riskkapitalverksamhet innebär dock inte enbart aktiviteter som investeringar och värdeskapande arbete. Syftet är att investeringarna så småningom ska omvandlas till likvida medel genom exit, där fonden säljer sitt aktieinnehav i portfölj företaget. Med hjälp av deskriptiva tabeller nalkar vi oss övergripande frågor som: Hur stor är exitintensiteten? Vilka kategorier av exit sker? Framträder det några olikheter gentemot privat riskkapital? Kan vi se några geografiska skillnader?

Nedan redogör vi först kort för själva insatsen följt av en översiktlig beskrivning av exitmönstret under perioden 2009 till tredje kvartalet 2016.

Policyinsatsen

År 2009 sattes inom ramen för Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) en statlig policyåtgärd med regionala saminvesteringsfonder. Fonderna skulle investera riskkapital (ägarkapital) i onoterade små och medelstora företag. Satsningen skulle vara marknadskompletterande och inte tränga ut privata investeringar. En viktig grundbult var saminvestering, vilket innebär att varje investering måste ske tillsammans med en privat, oberoende aktör och på samma villkor (*pari passu*) som dennes. Den privata aktören skulle *minst* investera samma belopp som fonden.

Tolv regionala fonder bildades vilka tillsammans täckte hela Sverige, från söder till norr, från storstad till glesbygd.⁵⁸ Instrumentet riskkapital blev därmed i praktiken tillgängligt för nya grupper företag och privata medinvesteringar. Upplägget innebär också att en kontextuell dimension byggdes in med påtagligt varierande grundförutsättningar mellan de olika fonderna. Verktyg och spelregler var dock desamma över hela landet. Det bör också noteras att fonderna uppfattat sin roll lite olika. Några har varit tydliga med att de ser sig som en strikt riskkapitalaktör medan andra mera uppfattat sig som en regional utvecklingsaktör (Tillväxtverket, 2016).

Varje fond fick bara investera inom ”sitt” geografiska område, men i övrigt fanns inga branschmässiga avgränsningar. Investeringsbeloppen bedömdes i normalfallet kunna ligga i intervallet 1–10 miljarder kronor. Fondernas kapitalbas summerade till 1,4 miljarder kronor. Det offentliga kapitalet hade två källor: hälften från ERUF och hälften från regionala finansiärer (regionförbund, länsstyrelser, regionala Almi Företagspartner och liknande).

Ingen specifik avkastningsnivå formulerades, men insatsen skulle långsiktigt vara ”revolverande”, vilket innebär att kapitalbasen på lång sikt inte skulle minska. Det fanns

⁵⁸ De regioner som fonderna verkade i överensstämde i normalfallet med ett NUTS 2-område. NUTS är den regionala indelningen som används inom EU för statistikredovisning (Nomenclature of Units for Territorial Statistics). Sverige är i EU-arbete indelat i åtta NUTS 2 områden. Då antalet fonder var tolv fanns således i något fall fler fonder i ett område och i något fall hade en fond ett mindre område.

flera mål med åtgärden, men i huvudsak var ambitionen att skapa tillväxt i ett antal portföljföretag respektive att förbättra den regionala strukturen för kapitalförsörjning.

Investeringsperioden påbörjades i slutet av år 2009 och avslutades den 30 september 2015.⁵⁹ Totalt investerades drygt 3,4 miljarder kronor i ca 340 portföljföretag. Den privata medfinansieringen uppgick till ca 2 miljarder kronor eller 60 procent av de totala investeringarna.

Tillväxtanalys planerar även en effektutvärdering av insatsen under början av år 2019.

Beskrivande exitstatistik

1,4 miljarder investerat fondkapital i 338 företag

I tabell 4 ges en första översiktlig bild av investeringar, exit och konkurser. Satsningens fonder har totalt investerat lite drygt 1,4 miljarder kronor fördelat på 338 portföljföretag.

Tabell 4 Översikt

In- och utflöde	mnkr	Antal	Andel (%)
Totalt investerat fondkapital i företag	1 432	-	-
Antal företag det investerats i ^a	-	338	100
Varav antal konkurser ^b	-	41	12
Varav antal fullständiga exit	-	60	18
Varav antal kvarvarande företag där fonden har ägarintresse ^a	-	237	70

Anmärkning: a = Notera att totalsiffran för antal företag nedbrutet per fond kommer att avvika något (2 fler) då två olika fonder vid två tillfällen investerat i samma portföljföretag. b = datum för konkurs saknas. Observationer om investeringar finns inom perioden 2009-05-25-2015-09-28. Observationer om exit finns inom perioden 2010-09-10-2016-12-31.

Källa: Tillväxtverket, (2017). Tillväxtanalys bearbetning.

Många återköp, men de största exitsummorna finns inom gruppen finansiella aktörer

I tabell 5 visas de (fullständiga) exit som genomförts inom insatsen till och med september 2016 uppdelade på olika kategorier.

Tabell 5 Exit 2009–Q3 2016, fördelat på kategori

Typ av exit	Antal exit	Andel av alla exit (%)	Exit-summa (tkr)	Andel av total exitsumma (%)	Genomsnittlig exitsumma per exit (tkr)
Industriell försäljning	17	28	127 948	44	7 526
Bef. ägare (ej grundare/entreprenör)	14	23	18 271	6	1 305
Återköp av grundare/entreprenör	12	20	6 066	2	506
Övrigt ^a	6	10	16 191	6	2 698
Börsintroduktion ^b	5	8	27 508	10	5 502

⁵⁹ Insatsen fortsatte dock i slutet av 2015 i en andra etapp (Fond II). Villkoren är ungefär desamma.

Typ av exit	Antal exit	Andel av alla exit (%)	Exit-summa (tkr)	Andel av total exitsumma (%)	Genomsnittlig exitsumma per exit (tkr)
Finansiell aktör	5	8	92 500	32	18 500
Kombinationer ^c	1	2	15	0	15
<i>Totalt</i>	<i>60</i>	<i>100</i>	<i>288 500</i>	<i>100</i>	<i>4 808</i>

Anmärkning: Alla exit i tabellen är fullständiga. Inga delexit (partiella exit) är med.

a = T.ex. återbetalning av konvertibler; b = Inklusiv listning på marknadsplats; c = Kombination av industriell försäljning och förs. till bef. ägare (n=1).

Källa: Tillväxtverket, (2017). Tillväxtanalys bearbetning.

Om vi börjar med *antalet exit* ser vi att industriell försäljning är den vanligaste enskilda exitformen med en andel på nästan 30 procent. Genom att gruppera exitkategorier framkommer också att i det närmaste hälften av alla exit, på olika sätt, har skett tillbaka till portfölj företaget och dess ägare.⁶⁰ Exit till helt externa finansiella aktörer samt börsintroduktion är än så länge inte särskilt framträdande i detta sammanhang, båda kategorier uppvisar en andel på 8 procent.

Om vi istället studerar *exitsummor* förändras bilden rejält, vilket betyder att storleken på exit (uttryckt i kronor) skiljer sig åt mellan de redovisade kategorierna. Om vi slår samman de två grupperna med befintliga ägare och grundare/entreprenörer ser vi till exempel att deras andel av den totala exitsumman då stannar på 8 procent (2 + 6) vilket bara är en knapp femtedel av deras andel av antalet exit, 43 procent (23 + 20). Relativt små belopp per exit således, vilket också kunde förväntas då denna typ av exit knappast sker i portfölj företag med en stark tillväxt. Större förändringar åt andra hållet, dvs. där andelen exitsumma överstiger andelen exit finner vi framförallt för finansiella aktörer som fyrdubblar sin andel, från blygsamma 8 procent av antalet exit till en tredjedel (32 procent) av den totala exitsumman. Även kategorin industriella försäljningar har förhållandevis stora exitbelopp, med en andel av den totala exitsumman på 44 procent att jämföra med 28 procent av antalet exit. Köpare som är externa relativt portfölj företaget tenderar alltså att rendera högre exitbelopp. En trolig förklaring är att dessa köpare är mer selektiva och letar efter företag där utvecklingen (och därmed värdestegringen) tagit fart.

Vissa skillnader gentemot privat VC

En relevant fråga att ställa sig är om de regionala fondernas exitmönster är ”bransch-normalt” eller om det på något sätt avviker från den privata marknadens? Med hjälp av SVCA⁶¹ har Tillväxtanalys därför tagit fram en jämförelsegrupp med privata, svenska, VC-aktörer under motsvarande tid. Tyvärr är exitkategorierna inte definierade på samma sätt för de två grupperna. En ”översättningsnyckel” har därför utarbetats och stämts av med representanter från SVCA och Almi Invest, vilket även medfört vissa förändringar i beteckningar och grupperingar jämfört med tabell 5. En fullständig överensstämmelse går inte att nå och det kvarstår vissa problem med gränsdragningar och överlappningar. Tabell 6 ska därför endast tolkas översiktligt.

⁶⁰ De två kategorierna (i) återköp av bef. ägare; (ii) grundare/entreprenörer summerar till 43 procent.

⁶¹ Swedish Private Equity & Venture Capital Association. En intresseförening för aktörer inom Private Equity (Buyout & Venture Capital) och affärsängelnätverk.

Tabell 6 Jämförande exitstruktur mellan de regionala riskkapitalfonderna (2009–Q3 2016) och privat VC-kapital i Sverige (2009–16)

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

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

a = exit under tidsperioden 2009–Q3 2016

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

c = inkluderar en kombinerad exit (1 x 0,5) som rubricerats som "Kombinationer" i tabell 5

d = Trade Sale

e = Management (Buy-back)

f = rubriceras som "övrigt" i tabell, men domineras av återbet. av konvertibler (enl. kommentar i tabell 5)

g = Repayment of Preference Shares/Loans

h = Public Offering

i = inkl. 5 st bef. ägare (ej grundare/entrpr) då Almi Invest menar att bef. externa ägare är närmare finansiella aktörer än grundare/entrpr.

Inkl. även en kombinerad exit (1 x 0,5 = 0,5) som rubricerats som "Kombinationer" i tabell 5.

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

k = i Tabell 5 noterat till 6 st, antas dock huvudsakligen bestå av återköp av konvertibler (enligt kommentar i tabell 5) och kategoriseras därför som sådana i denna tabell

l = Other means

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

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

Tabellen indikerar att de regionala fonderna i jämförelse med de privata aktörerna har *lägre* andel industriell försäljning, men en *nästan dubbelt så stor* andel exit som, på olika sätt, har skett tillbaka till portfölj företaget och dess ägare (återköp till ägare/grundare och återbetalning av konvertibler).⁶² Exit till finansiella aktörer är också större hos de regionala fonderna jämfört med de privata (se dock kommentarer under fotnot 62). Det ligger nära till hands att koppla dessa preliminära iakttagelser till geografien, det vill säga fondernas spelplan. De regionala fonderna verkar i hela Sverige medan de privata aktörerna inte har någon sådan "närvaroplikt". Detta innebär till exempel olikheter i *deal flow* samt i den regionala strukturen för riskvillig finansiering där inte minst utbudet av andra investeringsaktörer torde påverka exitmöjligheterna. Till det ska även läggas uppfattningen om den egna rollen där (vissa) fonder syn på sig själva som en regional utvecklingsaktör knappast har någon motsvarighet på den privata sidan.

Ovanstående förefaller som en rimlig bakgrund när exitstrukturen ska tolkas, men väcker sammantaget frågor om instrumentet riskkapital inom satsningen används på samma sätt över landet och om instrumentet alltid är den bästa finansieringsformen för dessa företag?

⁶² Observera dock att fem stycken exit tillbaka till befintliga ägare (ej grundare/entrpr) i denna tabell har kategoriserats som "finansiella aktörer" då Almi Invest menar att befintliga externa ägare är närmare den gruppen än gruppen "grundare/entreprenörer".

Kanske hade till exempel kreditgarantier varit ett väl så bra alternativ för de företag där exit skett i form av återköp?

En geografisk skärning

Detta om exitprofilen på satsningen som helhet. Kan vi se några geografiska mönster? En fondfördelad exitstruktur erhålls genom att bryta ner siffrorna i tabell 5. På grund av det begränsade antalet exit som hittills skett blir det dock mycket få observationer per fond vilket medför behov av stor försiktighet vid analys och tolkning av tabell 7.

Med detta sagt kan vi ändå notera vissa indikationer på geografiska skillnader, dels i volym, dels i struktur. Antal exit per fond är i genomsnitt fem, men antalet varierar kraftigt; mellan elva (Almi Invest Östra Mellansverige) och noll (Almi Invest Västsverige Värmland). När det gäller vilken typ av exit som genomförts ser vi i fonder (med något större antal exit) till exempel att kategorin industriell försäljning är dominerande i Östra Mellansverige och Övre Norrland (ca hälften av alla exit är här i form av industriell försäljning). I drygt hälften av fonderna där någon exit ägt rum har minst hälften av alla exit skett till befintliga ägare inklusive grundare. I fem fonder har exit skett genom försäljning till andra finansiella aktörer och i tre fonder genom börsintroduktion.

Tabell 7 Exit t.o.m. Q3 2016, fördelat på kategori och fond

Kategori	Ind. förs.	Bef. ägare, ej grund.	Återköp av grund.	Övr. ^b	Finans. aktör	Börs-introd. ^a	Komb.	S:a
Almi Invest Östra Mellansverige	5	4		1	1			11
Partnerskapsfond Mittsverige (Saminvest)	2	1	4		1	1		9
Partnerinvest i Norr AB	4		2	1	1			8
Sydsvensk Entreprenörskapsfond I	3	1	3			1		8
Almi Invest Västsverige	1	2	1			3		7
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland			1	3	1			5
Almi Invest Norra Mellansverige		2			1		1 ^c	4
Almi Invest Småland&Öarna		1	1	1				3
Sydsvensk Entreprenörfond II	1	2						3
Almi Invest Sthlm	1	1						2
Almi Invest Västsverige Värmland								0
Totalt	17	14	12	6	5	5	1	60

Anmärkning: a = inklusive listning på marknadsplats; b = t.ex. återbetalning av konvertibler; c = kombination av industriell försäljning och försäljning till befintliga ägare

Källa: Tillväxtverket, (2017)

Vi har ovan försökt teckna en tidig bild av exit som skett inom satsningen. Exitaktiviteten är dock ännu i ett tidigt skede och antalet är begränsat. Sammanfattningsvis, och baserat på det begränsade dataunderlaget, tycks det ändå framträda tendenser till olikheter. Dels

mellan satsningen som helhet och jämförande privata VC-aktörer, dels mellan fonderna själva. Det är i sig inte överraskande utifrån satsningens upplägg med geografiskt fördelade fonder och därmed åtföljande olikheter i de regionala förutsättningarna för sådan verksamhet. Tillväxtanalys fortsätter att följa de regionala saminvesteringsfonderna genom de studier som planeras inom ramprojektet *Vilka lärdomar kan dras från de statliga riskkapitalsatsningarna inom Europeiska regionala utvecklingsfonden?*⁶³

⁶³ Förutom de regionala saminvesteringsfonderna inkluderar ramprojektet även två andra riskkapitalinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden: en grön direktinvestering fond och en holdingfond (fond-i-fond).

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

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

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

Tillväxtanalys finns i Östersund (huvudkontor) och Stockholm.

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

