

Näringsdepartementet
Enheten för Kapitalförsörjning
Att. Henrik Levin
103 33 STOCKHOLM

E-post: n.registrator@regeringskansliet.se

Per Strömberg
SSE Centennial Chair in Finance and Private Equity, Stockholm School of Economics.
Senior Research Fellow, Institute for Financial Research (SIFR)

Remissyttrande ”En fondstruktur för innovation och tillväxt” (SOU 2015:64)
Regeringskansliet Dnr N2015/4705/KF
HHS Dnr 22/110-15

Handelshögskolan i Stockholm (HHS) har bjudits in som remissinstans för SOU 2015:64. I egenskap av professor i finansiell ekonomi, särskilt riskkapital, på HHS har jag därför valt att skriva ett yttrande.

En övergripande kommentar är att jag i det stora hela är mycket positiv till utredningens förslag. De flesta förslagen ter sig genomtänkta och väl underbyggda utifrån existerande kunskaper och forskning, och kan sannolikt leda till betydande förbättringar av det statliga riskkapitalsystemet.

Jag är särskilt positiv till förslaget att överföra medel från Fouriertransform och Inlandsinnovation till en statlig fond-i-fond, som investerar indirekt i VC-fonder. Forskningen visar att direktinvesteringar i statliga VC-fonder historiskt har uppvisat ett mycket svagt resultat, i termer av påverkan på företagen, medan indirekt statligt stöd till unga och nystartade företag har visat sig vara mer effektivt.¹ Samma forskning visar vidare att bolag som stötts av enbart statligt kapital har en betydligt sämre utveckling än bolag som stötts av en kombination av statligt och privat kapital, vilket är i enlighet med förslaget att Fondinvest AB ej ska vara majoritetsinvestering i de VC-fonder man investerar i. Slutligen indikerar forskningen att statliga riskkapitalsatsningar som är snävt inriktat geografiskt har en sämre utveckling än de som inte fokuserar på en specifik region. Den föreslagna fond-i-fond strukturen är därför en betydande förbättring över direktinvesteringar i statliga riskkapitalfonder som fokuserar på en viss region och/eller industri, som Inlandsinnovation och Fouriertransform.

Min största invändning är förslaget att Fondinvest till största delen ska använda sig av externa konsulter för utvärderingen av fonderna. Detta kommer att lägga ett alltför stort ansvar på den externa deltidsarbetande styrelsen, som helt kommer att vara i händerna på externa

¹ Se Brander, Du, och Hellmann, 2009, ”Government as venture capitalists: Striking the right balance.” I: *Globalization of Alternative Investments*, Working Papers Volume 3, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010, World Economic Forum.

rådgivare med incitament att maximera konsultarvoden snarare än fondavkastning. Det kommer därför helt avgörande att den statliga fond-i-fonden har ett eget heltidsarbetande fondteam med expertis på fondutvärdering, inklusive både finansiell och juridisk expertis. Erfarenheten av statliga investeringsorganisationer som helt förlitar sig på externa rådgivare är avskräckande, och visat sig kunna leda till högre kostnader, högre risk för oegentligheter och i vissa fall ren korruption. Ett välkänt exempel på detta är skandalen i samband med den amerikanska pensionsfonden CalPERS användande av så kallade ”placement agents” för sina riskkapitalinvesteringar.² Ett annat exempel, hämtat från mina egna erfarenheter som styrelseledamot, är Sjätte AP-fondens dåliga erfarenheter från (det numera avvecklade) affärsområdet Partnerinvesteringar, där idén var att delegera investeringsanalysen till lokala investerare för investeringar i unga tillväxtbolag, vilket visade sig leda till höga konsultkostnader och uselt investeringsresultat.

Jag är därför starkt skeptisk till att en outsourcing av fondutvärderingen skulle leda till kostnadsbesparingar. Snarare visar erfarenheten från framgångsrika investerare i riskkapitalfonder, exempelvis AP-fonderna och Skandia Liv, att ett förhållandevis litet fondteam på 3-5 personer med god kompetens kan hantera ett riskkapitalfondinvesteringsprogram på många miljarder med mycket gott resultat. Dessa personer behöver inte vara experter på specifika branscher eller teknologier, utan det räcker med generell investeringskompetens och gott omdöme. (Däremot kommer mer specifik kompetens naturligtvis att krävas hos förvaltarna av de VC-fonder som fond-i-fonden investerar i.) Om man vill åstadkomma högre kostnadseffektivitet i förvaltningen kan ett bättre alternativ vara att samordna en viss del av Fondinvests AB investeringsverksamhet (exempelvis juridik och back-office) med det kompetenscentrum för riskkapitalinvesteringar som föreslås inom det nya AP-fondssystemet (se Ds 2015:34).

Vad gäller formerna av den statliga subventionen inom fond-i-fond-programmet diskuterar utredningen tre modeller på sidan 83. Min åsikt är att den tredje modellen, dvs att Fondinvest bär en större del av de löpande förvaltningskostnaderna, troligtvis är att föredra över de första två modellerna. Ett av de största hindren för att starta VC-fonder inriktade på tidiga skeden är att den optimala fondstorleken hos ”seed-fonder” är tämligen liten. Ett givet fondteam kan bara hantera ett begränsat antal investeringar, och kapitalbehovet för företag i dessa tidiga skeden är begränsat. Men med en liten fondstorlek är det svårt att få in tillräckligt med löpande fondavgifter (dessa ligger typiskt på max 2-3% i marknaden) för att kunna driva verksamheten. Även om fonden i slutändan är framgångsrik hjälper detta föga efter som det kan ta 10 år eller mer innan dessa vinster realiseras, och fonden måste kunna förvaltas till dess. Å andra sidan är avkastningen i VC-fonder i detta segment mycket asymmetrisk, och avgörs av ett fåtal lyckosamma investeringar. Det kan förväntas att avkastningen i fond-i-fondprogrammet kommer att skapas av ett fåtal mycket framgångsrika fonder, medan många fonder antagligen kommer att göra förlust och förlora större delen av sitt investerade kapital. För de framgångsrika fonderna kommer avkastningen att vara mycket god för de privata fondinvesterna även utan att Fondinvest begränsar sin del av vinsten. Samtidigt kommer den politiska legitimiteten i programmet att förstärkas om Fondinvest kan påvisa att man tjänat pengar på de fonder som varit framgångsrika. Denna modell kräver dock att

² Se exempelvis <http://fortune.com/2015/06/26/calpers-again-falls-short-on-private-equity-oversight/> och <http://calpensions.com/2012/06/21/cleanup-of-calpers-pay-to-play-scandal-lingers-on/>.

Fondinvest kan bedömas vara som är rimliga avtalsvillkor, dvs hur stora löpande avgifter som krävs för att kunna driva fondförvaltningen effektivt utan att dessa blir orimligt stora, vilket ytterligare understryker behovet av intern investeringskompetens inom fond-i-fondorganisationen.

Jag vill understryka vikten av att fond-i-fondsatsningen måste vara ett långsiktigt initiativ, och att detta också måste reflekteras i utvärderingen. För att nya fondteam och externa investerare ska våga satsa måste de vara säkra på att den statliga partnern är uthållig, både i termer av att fullfölja sina åtaganden i en given fond men också att den finns tillgänglig för en nyinvestering i nästa fond som förvaltarteamet reser. Det kommer att ta minst 10 år innan framgången i programmet kommer att kunna utvärderas, och det får inte finnas någon risk att ett synbart kortsiktigt mediokert resultat leder till att det statliga fond-i-fondprogrammet dras in.

Jag är också positiv förslaget att använda medel för att stötta regionala inkubatorer. Inkubatorer i anslutning till universitet och andra forskningsmiljöer har visat sig vara en allt viktigare källa till "dealflow" för riskkapitalfonder, inte minst i Sverige. Ett prominent exempel är Klarna, som startade inom HHS inkubatorverksamhet, och är en av Sveriges mest framgångsrika start-ups de senaste årtiondet.

Jag är något mer tveksam till förslaget om garantier för banklån till småföretag. Å ena sidan är jag enig med utredningen att det finns indikationer att banklånemarknaden inte fungerar perfekt för detta segment, och att bankerna kan förväntas bli mindre intresserade av att låna till detta segment i samband med de nya kapitaltäckningsreglerna inom Basel III. Å andra sidan har forskningsresultaten visat på tveksamma resultat av dylika garantiprogram. Den bästa studien på området³ visar att dylika program kan leda till högre risktagande och konkursfrekvens hos företagen, utan signifikant inverkan på antalet nya företag som startas. Helt klart är att den exakta utformningen av ett garantiprogram blir avgörande, för att undvika att det leder till oönskade snedvridningseffekter och regelarbitrage hos de stödda bankerna. Om ett sådant garantiprogram införs måste det därför säkras att tillräcklig data samlas in kontinuerligt både på bank- och företagsnivå för att utvärdera om programmet når önskad effekt eller bör modifieras (eller avvecklas). Det är också sannolikt att vi under de närmaste åren kommer att se nya lånealternativ utanför de traditionella bankerna för småföretagssegmentet, som åtminstone delvis kommer att fylla gapet när bankerna retirerar. Exempelvis har det de senaste åren sett en kraftig tillväxt inom "debt crowdfunding" och "peer-to-peer lending" där individuella sparare kan låna ut direkt till företag och hushåll.

Demonstrationsanäggningsfonden är ett så vitt jag vet tämligen oprövat initiativ, men kan vara värt ett försök. Jag instämmer helt i utredningens slutsats att nya projekt som involverar stora initiala investeringar har mycket svårt att få extern finansiering på riskkapitalmarknaden, och att ett marknadsmisslyckande sannolikt föreligger för denna typ av verksamheter. Det finns dock uppenbara risker med ett sådant program. Ett problem är att dylika projekt är mycket svåra att utvärdera till och med för professionella investerare, eftersom det krävs betydande investeringar och tid innan man ser om projektet är ekonomiskt bärkraftigt. Ett

³ Lelarge, Sraer, och Thesmar, 2010, "Entrepreneurship and credit constraints: Evidence from a French loan guarantee program." I: *International Differences in Entrepreneurship* (Lerner & Schoar, editors), National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press.

annat problem är att man sannolikt kommer att finansiera projekt inom ett företag snarare än bolaget självt. I dylika fall är återbetalningsvillkoren typiskt kopplade till vinsten hos det specifika projektet inom bolaget. Det kan då bli mycket svårt för en extern part att mäta vinsten i projektet, och denna kan ofta tämligen lätt "trollas bort" av företaget i redovisningen genom internprissättning och allokering av overheadkostnader. Industrifonden gjorde liknande investeringar under sina första år (innan de lade om sin investeringsinriktning), och det kan vara värt att ta del av deras erfarenheter..

Slutligen instämmer jag med utredningens slutsatser i avsnitt 5.10 att ramverket för investeringar i form av skatter och skatteregler har avgörande betydelser för nyföretagande. Det absolut mest effektiva sättet att finansiera en ny verksamhet är med entreprenörens egna kapital och besparingar, och att en förändring av beskattningen av personaloptioner liksom 3:12-programmet kan ha stora positiva effekter. Vad gäller investeraravdraget är jag dock inte övertygad av att den nuvarande utformningen nödvändigtvis är alltför begränsande, och rekommenderar att man väntar med att modifiera (eller avveckla) detta program innan tillräckligt med tid gått för att en ordentlig utvärdering kan göras.



Per Strömberg