

2015-08-22

Ink 2015-08-27

Lennart Ohlsson
Docent, Medgrundare av Stockholms Affärsänglar-Gruppen

Till Dnr. N2015/4709/1

Om Lennart Ohlsson

Ohlsson har varit forskare vid bl a KTHs Centrum för Bank och Finans, Stanford, Industriens Utredningsinstitut (nu IFN), Uppsala Universitet. Australian National University och International Institute for Applied Systems Analysis. Han har som anställd vid Industriförbundet och Företagarna gjort en rad utredningar om riskkapitalmarknaden, FoU, svensk industriell förnyelse, EU-effekter på industrin m.m.

Ohlsson är medgrundare, initiativtagare, rådgivare till sju affärsängelbolag och en aktiemarknadsplats (InnovationsMarknaden nu NGM).

Han är verksam som Generell Partner i Stockholms Affärsänglar-Gruppen sedan 2008.

Drygt två månader per år bor han i San Francisco, där han f.n. slutskriver en bok om bästapraaxis-metodik för Due Diligence och Investeringsbedömning av startups.

Om Stockholms Affärsänglar-Gruppen

Ett dussintal affärsänglar grundade Stockholms Affärsänglar AB (www.stoaf.se) som ett gemensamt fondbolag år 2008. Efter ca fem år stängdes detta fondbolag för nyinvesteringar i januari 2013 då det investerat i elva startups och fått 20 delägare. Fondbolaget ser fn ut att ge en god kapitalavkastning. I april 2013 startades "Tvåan" med 11 av dessa 20 delägare. Två år senare har Tvåan hunnit med nio investeringar i early stage-ventures, blivit FI-registrerat under Lagen om Alternativa Investeringsfonder samt organiserat 45 deläggande affärsänglar. Dessa erbjuds att bli passiva (f n 15 kapitalpartners) eller aktiva (f n 30 kompetenspartners). Kapitalpartners erbjuds och kompetenspartners måste delta i fyra temaseminarier i metodik för due diligence och investeringsbedömning. Kompetenspartners genomför parallellt fallträning. Seminarierna syftar till dels att underlätta Tvåans urval av attraktiva investeringsobjekt, dels att stimulera delägarna till beslut om egna direktinvesteringar i Tvåans objekt. I runda tal har delägarna tillfört klart mer kapital direkt i objekten än fondbolagen. De tenderar dock att vara försiktigare i förstarundorna för att därefter trappa upp beloppen i följd rundorna. Stoaf tillämpar dessutom en öppen extern syndikering i objekten. Det har visat sig ge en ytterligare hävstång på två till fyra gånger Tvåans belopp. Stoaf har medinvesterat med Almi Invest i flera investeringsobjekt. I flertalet investeringsobjekt axlar Stoaf rollen som ledfinansiar, ibland med delat ansvar med Almi Invest.

REF N2015/4705/KF

REMISSVAR – En fondstruktur för innovation och tillväxt

Betänkandet En fondstruktur för innovation och tillväxt presenterades som SOU 2015:64 i juni 2015.

Denna remiss skrivs på eget initiativ. Jag välkomnar utredningen och dess fokus. Trots det vill jag lämna synpunkter på en del förslag samt visa på det behov av principiella analyser av marknadsbrister som utredningen egentligen adresserar. Detta är rätt typiskt för utredningar inom området, vilket gör att konkreta förslag och deras utformning hänger i luften – också i

denna utredning. Min bedömning är att det finns både skäl att korrigera förslag och en hel del efterarbete för andra förslag innan diverse åtgärder är genomförbara eller bör genomföras. Jag baserar min remiss på mina erfarenheter som utredare i 15 år (Industriförbundet och Företagarna), praktiskt verksam som affärsängel i sju affärsängelbolag i 32 år och återkommande bokförfattare på området (Se bl a referenser). Synpunkterna är mina egna synpunkter och sammanfaller inte nödvändigtvis med nuvarande och tidigare kollegors i forsknings-, utrednings- och praktisk verksamhet.

Allmänna Synpunkter

Det är ett välkommet initiativ att en statlig utredning försöker ta ett helhetsgrepp på den kroniska problematik på riskkapitalmarknaden som yttrat sig i en långvarig underkapitalisering samt en underprofessionaliserad och underorganiserad aktörsstruktur. Synd bara att utredningen fått enbart 3 månader på sig och att den kommit i en situation på marknaden då många kan med fog hävda att det inte finns skäl för staten att tillföra ytterligare marknadsingrepp på en marknad som redan har två mycket stora offentliga riskkapitalbolag (Almi-koncernen och Stiftelsen Industrifonden). Det är kanske symptomatiskt att initiativet har tagits efter ett regimbyte, när Sverige i allmänhet och Stockholm i synnerhet utnämns till världens näst bästa marknad mätt med förmågan att alstra så kallade "unicorns" (ventures som nått marknadsvärderingar på minst USD 1 miljard). Den toppen kompletteras för övrigt av att svenska ventures noterats i en tidigare aldrig skadad omfattning och att väldigt många ventures under senare år har köpts upp från utlandet, ätskilliga till värderingar från ca 100 mkr till 100-tals mkr.

Verkligheten talar alltså för:

- att frågan om det över huvud taget behövs ytterligare statliga marknadsingripanden måste resas
- att, om så bedöms vara fallet, direktivens fokus på just statligt kapitalstöd till privatmarknaden är rätt väg att gå
- att relationen till redan införda statliga och EU-initierade marknadsingrepp borde ha fått en centralare plats i utredningsdirektiv och -förslag.

Dessa frågor berör utredningen främst i avsnittet om hur förslagen till nya åtgärder skall/bör finansieras och organiseras. Huvudpunkten här är att med en omfördelning av medel som redan distribuerats till Fouriertransform och Inlandsinnovation tar bort behovet av ny skattefinansiering. Men just 2015 sätts tre EU-initierade kapitalförstärkande åtgärder in. För det första sätts ett andra Almi Invest i sion under hösten med en ny miljard från EU, staten och regionerna. Det läggs ovanpå revolverande medel som nu blivit fria från första Almi Invest-perioden och de fria medel som tillförts bolaget genom fusion med Innovationsbron. EU-medel och statliga, matchande finansieringar tillförs vidare små fonder via en av utredaren föreslagna Mikrofond (på sammanlagt 390 mkr) samt en "grön", direktinvesteringar fond på 700 mkr. Slutligen föreslår utredaren 1,6 miljarder till en fond för bidrag till demonstrationsanläggningar samt att årliga verifieringsmedel till Vinnova femdubblas (till 350 mkr/år) och distribueras delvis också av inkubatorer.

Sammantaget uppskattas detta tillföra riskkapitalmarknaden mellan en och halvannan miljard kr per år. Den tidiga riskkapitalmarknaden torde förra året ha tillförts mindre än fem miljarder, dvs. det statliga, årliga tillskottet kommer att vara betydande. Eftersom en del av dessa medel dessutom skall dra till sig privat kapital så måste effekten på både early stage-delen och late stage-delen av marknaden anses bli så betydande att det finns klara risker för betydande, politiskt beslutade marknadsimperfectioner.

Mot den bakgrunden finns det starka skäl att bedöma vilka imperfectioner som nu föreslås skapas, vad skälen är för detta risktagande samt om utformningen av dem kan göras betydligt bättre för att undvika de värsta snedvridande effekterna på utbud och efterfrågan av riskkapital

Utredningens Syn på Marknadens Cyklicitet

Utredningens brist på verklighetsförankring faller tillbaka på direktivet samt förmodligen på ställningstaganden som gjorts i politiska fora före valet och av det efter valet inrättade Innovationsrådet. Sverige har nu för andra gången blivit utnämnd av internationella media till Europas bästa marknad för innovativa, unga tillväxtföretag. Förra gången vid millennieskiftet uppmärksammades den svenska mobil- och internetteknikboomen. Denna femtonåriga upprepning anses av VCs i Silicon Valley ha att göra med att det finns en femtonårscykel på VC-marknaden. Det kan man ha olika uppfattningar om, men med tanke på den jämfört med börs cyklerna starkare amplituden för riskkapitalmarknaden och de s.k. allvarigare "busts" som följer på denna illikvida marknad jämfört med börsens mildare nedgångar hade det funnits skäl att ägna betydligt större uppmärksamhet på statliga marknadsingrepps möjligheter att dämpa riskkapitalutbudets cykliska svängningar.

Millenieboomen följdes av inte bara en "bust", dvs. av en privatmarknad som gav intryck av nära döden-upplevelser för privata aktörer, utan också en långvarig återgång till kronisk brist på riskkapital. Både efterspelet efter boomen och finanskrisen under 2008-2009 har visat på hur känsligt utbudet av privat riskkapital är för rena makroosäkerheter och makrorisker. Det är en självklarhet att sådana externa orsaker till "booms and busts" på marknaden för onoterat privat riskkapital inte kan matchas via variationer i utbudet av statligt eller EU-beslutat kapital. Den svenska politiken har sin fyraårscykel och EU-programmen sin sjuårscykel.

Detta fäster uppmärksamheten på varför den amerikanska riskkapitalmarknaden utanför de börsföretagen lyckats bättre att parera cykliciteten än den svenska och europeiska marknaden. I USA har politiken accepterat att en dylik marknad måste acceptera en betydande prisflexibilitet för att möta normala konjunkturcykler liksom "boom- och bust"-cykler. Det görs via åtgärder som stimulerar "recycling" av reavinster till onoterade delen av riskkapitalmarknaden = ökad utbudsflexibilitet. Vidare har de två amerikanska optionssystem med ren fokus på ventures – milsteris- och anställningsoptioner – den funktionen att optionsdelen av värderingen av ventures inför varje finansieringsrunda fångar upp en avsevärd del av överdriven stelhet i värderingar gjorda av venturegrundare (särskilt under boomtider) respektive av överdriven försiktighet i kapitalutbudet från finansörer (särskilt under busttider). I Sverige diskuteras frågan om ett reviderat, venturefokuserat optionssystem gång på gång som om det vore en fråga relevant för undvikande av inkomstskatt. Det är ett väldigt begränsat perspektiv, ty den amerikanska utformningen av optionssystemet ger både kontracyklisk verkan på venturevärderingar och kapitalutbud och en tudeiad värdering av venturet som tar hänsyn till variationer över ventureperioden i risknivåer och osäkerheter. Stamaktien som bas för optionsprissättningen värderar en startup betydligt lägre, vilket underlättar kapitalanskaffning för ventures som bedöms ha hög potential för avkastning men är svårförutsägbara och svårkontrollerbara. Preferensaktiens betydligt högre aktiekurs motiverar diverse kontraktuella skydd mot utfallande risker för investeraren om nedsidan visar sig materialiseras.

Den hade sålunda varit värt att i direktiv och utredning ge riskkapitalmarknadens cykliska natur betydligt större vikt för utformningen av HUR staten bör utforma sina marknadsingrepp, om de alltså bedöms behövas. Är den nuvarande boomen ett uttryck för att vi håller på att utveckla spekulationsbubblor i värderingen av ventures? Om så är fallet – hur bör då vår syn på statlig kapitaltillförsel 2016 och framåt vara? Hade det just i vår tid varit skäl att skynda på med och prioritera upp både optionsutredningen och frågan om en revision av rådande 3:12-regier? Men utredningens direktiv uteslöt beaktande av skattefrågor, vilket gjort att frågorna om riskkapitalmarknadens imperfektioner som leder till "overshooting" och "undershooting" ännu en gång inte alls berörts av en statlig utredning.

Egen Diagnos på Andra Relevanta Marknadsbrister

På snart sagt alla ekonomiskt relevanta områden av intresse för politiken och politiker så verkar det finnas en insikt om att kvantitativa ingrepp på området har en signifikant påverkan på prisbildningen. Men just vid bedömningar av den kroniska bristen på privat riskkapital är det som om frågan om en startups värdering – dess pris för både kapitalefterfrågande grundare och för den potentielle finansiären – inte alls är så viktig. Detta måste betecknas som en så uppseendeväckande förenkling av verkligheten att den kan klassas som en medveten eller omedveten förvrängning av fakta. Ty just när förutsägbarhet och kontrollerbarhet är som mest begränsade blir ju svårigheterna att bedöma "rätt" pris som allvarligast. Längre rådde i politik, förvaltning och hos många privata investerare föreställningen att staten måste bära den höga risk som är förknippad med nämnda svåröversägligheter och svårkontrollerbarheter – som om staten och dess ansvariga förvaltare hade lättare att först förutsäga ett ungt, innovativt tillväxtföretags potentialer, sedan också kontrollera att potentialerna bärgas så gott det går och därtill tillföra de underprissatta kompetenser som ett ungt venture behöver innan dess utveckling medger anställning eller anlåtande av konsulter.

Den svenska politiken för att komma till rätta med den upprepade s.k. bristen på privat riskkapital har sedan 1970-talet utgått ifrån att privatinvestorer såväl som institutionella investerare och företag har riskaversion. Samtliga regeringsfärger har sålunda särskilt i recessionstider kraftigt ökat riskkapital och högrisklån från sina statliga aktörer. Men redan mot 1970-talet identifierades av experimentella psykologer (som gav Nobelpris i ekonomi av den som överlevt till år 2002, Kahneman) att det fanns en starkt beslutspåverkande s.k. förlustaversion. Enligt dem och senare decenniernas forskning påverkas beslut att investera av både den kända förlustens storlek och den framtida vinstens relation till förlusten. Då vinsten för en startupfinansiär är svår- till oförutsägbar och därtill hamnar ca fem till åtta år framåt, så gäller för flertalet startups att sannolikhetsbedömningarna inte alls blir lika utslagsgivande för beslutet att investera eller inte. I stället tillkommer den förlustaversion som investeraren kan ha och den Kahnemanska s.k. förlustaversionkvoten (vinstmultipeln på investeringsbeloppet) som en signifikant beslutsavgörande faktor.

Staten självt lockar med denna multipel när man placerar premieobligationer med låg, men känd vinstsannolikhet hos privatpersoner. När samma personer skall ta ställning till att finansiera en startup så är beloppet mycket större (= beslutet blir viktigare), högsta vinstmultipeln som regel mindre, likviditeten vid utfallande vinst betydligt lägre samt möjligheten att få högsta vinst okänd eller föga bedömningsbar.

Detta verkliga förhållande för beslutssituationen i startup, men vid och ofta även ett par år efter marknadsentré borde vara utgångspunkt och själva grundstenen i bedömningen av behovet av statliga marknadsingrepp på *early stage-marknaden* och, inte minst för vilka ingrepp som borde användas och hur de tillsammans påverkar privatinvesterarens avvägning mellan startups med varierande, men låg, förutsägbarhet och varierande, men låg, kontrollerbarhet. Vidare borde den påverka områdesselektiviteten i utformningen av rena bidrag, t.ex. verifieringsbidrag för FoU-baserade ventures.

Några exempel på varför dessa frågor är viktiga bör nämnas. Låt mig först anta att en affärsängel, en venturekapitalist (traditionellt utformad venturefond med risk- och chansdelning för generella partners) och en investeringsansvarig hos en skattefinansierad statlig aktör har samma förmåga att bedöma framtiden för startups. Men de skiljer sig från varandra därför att ängeln investerar egna pengar, venturekapitalisten fondinvesterar men med egna, rätt starka incitament på upp- och nedsidan och den statligt anställda med enda risken att vid för många dåliga objekturval kanske anställningen riskeras.

Affärsängeln har få och små möjligheter att riskdiversifiera medan övriga två ansvariga har rätt goda möjligheter att bygga riskdiversifierade portföljer. Detta faktum gör att affärsängeln har starkast incitament att välja objekt noggrant och att utöva viss kontroll över hur startup-en sköts efter finansiering. Även om ängeln väljer bättre förutsägbara startobjekt så talar detta

inte för att ängelmarknaden som sådan jämfört med både venturefondens och statens investeringsansvariga undviker objekt p.g.a. riskaversion *i allmänhet*. Tvärtom kommer variationsrikedomen på kompetenser och erfarenheter hos affärsänglarna att ge en bättre variationsrikedom av startups med olika risknivåer och osäkerheter. Om vi sedan tillägger att affärsänglar också investerar av diverse ideella och spekulativa skäl så förklaras varför just denna grupp av investerare blivit så utslagsgivande viktiga på västvärldens early stage-marknader.

Men variationer mellan startups i risknivåer och osäkerheter betyder att de skall värderas avsevärt olika. Eftersom värdering (=pris) är intimt relaterat till utbud av finansiering, så tillkommer att förmågan att bedöma värdering *före pengarna* (s.k. *premoney*) är väldigt viktig för om ett lands early stagemarknad fungerar effektivt (i användning av resurserna kapital, kompetens och tid) och samtidigt produktivt (att dessa knappa resurser investeras i rätt objekt med avseende på avkastningen). Frågan om vem av de tre finansiärgrupperna som haft bäst urvals förmåga av startups borde därför vara en central fråga vid utformningen av en statlig politik för early stage-marknaden.

Det måste mot den bakgrunden anses anmärkningsvärt att utredningen i direktiv och utredandet inte alls bedömt affärsänglarnas centrala betydelse för en effektiv och produktiv svensk early stage-marknad. Early stage-marknaden utsluts nästan i utredningens fokus och affärsänglarnas roll berörs sällsamt lite.

Varför är detta då så viktigt att ta med i en diagnos av marknadsbristerna? Antydning till ett svar finns i EU-reglerna för Almi Invest, som säger att Almi Invest måste matcha sina investeringar minst krona för krona. Detta har inneburit att trots att AI troligen i alla sina investeringar varit största investerare så torde värderingen ha huvudsakligen bestämts av vad som är acceptabelt för privatinvesterarna de haft med sig i objekten. I early stage är detta A och O därför att det i så många startups är förlustaversionen – dvs. förlustaversionkvoten – som styr privatinvesternas beslut om investering, inte riskaversionen (sannolikhetsbedömningen av uppsida och nedsida). Den som investerar sina egna pengar har en helt annan syn på förluster, vinster och venturets värdering än en som investerar statens eller fondinvesterares medel.

Att detta är viktigare i Sverige att beakta vid utformningen av statens politik för early stage-marknaden har också att göra med att bristerna i de legala ramverken som styr privatinvesternas beslut är särskilt stora här. Jag har redan nämnt avsaknaden av riskanpassade utformningar av milstens- och anställningsoptioner. Nästan lika illa har det varit med erbjudande av bolagsformer som passar änglainvesterare som vill utforma riskdiversifierade objektportföljer. Efter en förbättrad, generell aktiebolagsbeskattning som också gynnade ventureinvesteringar, så infördes år 2014 Lagen om Alternativa InvesteringsFonder (LAIF). Denna lag var ursprungligen tänkt för att skydda länder från makrorisker och sparare från lurendrejande fondskötare, men kom att tillämpas också på små venturefonder och affärsängelbolag. Den mildaste lagtillämpningen – en s.k. Registrering – innebar att en AIF kan rekrytera kapital från s.k. semi-professionella investerare först om de uppfyller vissa villkor och dessutom investerar minst en mkr i AIF. Detta är att skjuta mygg med kanoner. Hade lagstiftaren i stället velat stimulera till professionalisering och en sund organisering av early stage-marknaden så hade hen i stället kunnat knyta positiva villkor till AIF såsom användning av riskanpassade optioner, särbehandling för investeraravdrag för den semi-professionella investeraren i AIF, matchande statligt kapital för AIFs som efter några investeringar och avtalad, fortsatt kapitaltillförsel till AIF kvalificerat sig för statens förtroende.

Sammanfattningsvis och för det första motiveras statlig intervention av att det finns uppenbara marknadsbrister, särskilt på early stage-marknaden. Men en god del av de svåra bristerna har sin grund i att staten som lagstiftare inte tillhandahållit legala ramverk för privatinvesterare och venturegrundare att hantera sådana svårigheter som bristande förutsägbarheter och kontrollerbarheter ger. Tvärtom har staten infört regleringar som förvärrat vissa av svårigheterna.

Sammanfattningsvis och för det andra bör statlig intervention inte främst sikta på att hantera privatinvesterares och fondinvesterares riskaversioner utan framför allt och särskilt i early stage fenomenet förlustaversion för olika kategorier investerare. Det finns ett par lika grovt tillyxade som väsentliga skäl till att förlustaversion är ett nyckelbegrepp som bör användas för att differentiera statens adressering av marknadsbristerna på riskkapitalmarknaden:

1. I sådd- och startfaserna råder nästan alltid oförutsägbarhet eller i vart fall svåröversäglighet. Alltså tenderar förlustaversion att mer än riskaversion styra investerarens/spelarens investeringsbeteende. Detta gäller i synnerhet affärsänglarna. Satsningar på ventures präglade av ren osäkerhet (oförutsägbarhet) behöver bygga på särskilda investeringsmodeller med mycket stora objektportföljer, men det skapar svåra tröskeleffekter för mindre investerare, vilka borde mildras via utformning av optionsbeskattning och särskilt anpassade bolagsformer. Staten och enbart staten ansvarar för våra lagar och undvikande av åtgärder här uppmuntrar till utländsk etablering av säten för investeringsbolag och optioner.
2. Flertalet av de svenska ventures som värderats högst på marknaden efter millennieskiftet har varit i praktiken oförutsägbara i startup. Det gäller t.ex. inom områdena spelventures, näthandelsventures och fintechventures. Vid start har inte sannolikheten för framgång varit möjlig att bedöma, dvs. risknivån var inte heller förutsägbar. När utredaren och förmodligen staten föreslår stora öknings- och verifieringsmedel och andra kapitaltillskott därutöver för forsknings- och teknikbaserade ventures så ändras inte det faktum att detta inte skulle ha förbättrat förutsättningarna vid startfinansiering för sådana typer av ventures som Sverige, trots marknadsbristerna lyckats med. Man kan därtill ställa sig frågan varför det knappast varit någon forsknings- och teknikbaserad startup som lyckats bryta ner imperfektionerna trots att själva unikteten som forskning och teknikutveckling givit i sig varit bedömningsbar. Det borde stämna politiker och utredningar till eftertanke att det varit USA med dess fokusering på institutionella ramverk i stället för infrastrukturella eller subventionerade lösningar som lyckats få fram både forsknings- och teknikbaserade ventures och ventures som inte haft sådan uniktet och att båda slagen av ventures kunnat växa sig rejält stora utan statligt kapital.
3. Så fort som det är möjligt att marknadstesta ett ventures kunderbjudande så transformeras ren osäkerhet till en bedömlig risk. Även om denna risksannolikhet är grov, och approximerad, samt måste justeras upprepade gånger, så ger det andra förutsättningar för investeraren. Framför allt ökar det möjligheterna för grundare och investerare att komma överens om värderingen före pengarna. Vidare för investeraren att forma sig en uppfattning om hur många investeringsobjekt hen behöver för att få en riskdiversifierad objektportfölj. Därmed får generella partners bakom en ny venturefond bättre möjligheter att sälja in sin fond till fondinvesterares. Det som här dock blir till en barriär är att för nya generella partners resa en fond eftersom de inte kan redovisa goda resultat i avkastningen från en eller flera tidigare fonder. Delvis kan detta modereras av det nya partnerteamet självt genom att sänka avkastningskrav (s.k. carried interest), sänka årsavgifter m.fl. avtalsmässiga förändringar av marknadstypiska villkor. I en ny eller av flera "busts" drabbade fondmarknader kan dock staten ha skäl att underlätta för nya team att etablera sig genom att erbjuda matchande kapital till fondinvesterares och även erbjuda asymmetriska villkor. Viktigt är dock här att just utforma marknadsingreppet så att nya team av generella partners kan komma in på marknaden. Annars kan tröskeleffekterna som redan finns på marknaden och gynnar väl ett fåtal, och ett för litet antal, etablerade fondskötare förstärkas ytterligare. Detta talar för att *det skulle kunna finnas ett argument för en kortvarig statlig intervention även i sen venturefas, men bara förutsatt att tidslängd och design av interventionen inte stör marknadens och nya fondskötarteamers förmåga att snabbt och produktivt hitta potentiellt*

högavkastande ventures. Alltså finns det skäl att välja marknadsingrepp som inte skapar alltför lång eller ofta revolvering av åtgärderna.

Detta försök till att diagnosticera marknadsbrister och deras djupare orsaker visar att det är en verkligt grannliga uppgift att utforma statlig politik för kapitalstöd till privatinvestorer. Detta både för att det finns verkligt svåra, naturliga marknadsbrister och, ovanpå dem politiskt bestämda marknadsbrister i legala ramverk. När det dessutom redan finns kapitalstöd som finansieras av svenska och europeiska skattebetalare på marknaden så kan det knappast förväntas att en 3-månadersutredning skall kunna komma fram till fullständiga och utmärkta förslag. I det följande lämnas synpunkter från dessa utgångspunkter på de faktiska förslag som utredningen lämnat. Bland det viktigaste att komplettera utredningen med eller förändra dess förslag med är att ta upp betydelsen av hur politiken borde differentieras mellan olika aktörer/investerarkategorier.

VC-politikens Aktörsdifferentiering

Av diagnosen följer att en framgångsrik och marknadsstödjande VC-politik med små störande inslag av nya, politikskapade marknadsbrister måste uppmärksamma att venturekapitalmarknaden har minst tre, till sina marknadsbrister artskiljande faser med sina olika dominerande kategorier finansiärer. Visserligen har "nya kategorier ventures" (lowtech, no-tech m fl) tillkommit sedan strax före millennieskiftet med delvis annorlunda fasindelningar, men det är ändå ur policyperspektiv relevant att skilja på följande tre faser. Skälet är att lowtech och no-tech kan startas med mycket små externa kapitalbehov fram till marknadstesterna börjar. För övriga ventures med behov av extern finansiering gäller fortfarande faserna:

- **Såddfasen** under vilken i allt väsentligt oförutsägbarhet och även okontrollerbarhet råder. Detta gäller för inte bara FoU-baserade ventures före start utan även för upptäckts- eller idébaserade ventures. Vill statsmakten undvika alltför tidig selektiv politik så bör marknadsingreppen bygga på generella, stegvist byggda och till belopp relativt knappa instrument. Annars riskerar marknaden att snedvridas allvarligt till förmån för universitetsalstrade objekt. Privatmarknadens förmåga att klokt välja ut såddobjekt bör inte underskattas, men varken utredningen eller denna remiss har lösningar som beaktar generalitets-kriteriet. Utredningen lägger det operativa ansvaret för skötseln av mikrofondens medel på bl.a. Innovationskontoren, vilket riskerar att bli allvarligt snedvridande eftersom dessa stödjer just objekt som kommer från forskningen. Såddfasens viktigaste funktion är att stödja brett, inte att filtrera snävt! Då filtreringsfunktionen kommit att bli viktigare i och med att många stora ventures fötts som lowtech- och notech-objekt bland hundrafalt sådana objekt som misslyckats så har variationen på olika typer av inkubatorer, små venturefonder med stark kompetens, affärsänglar i skilda konstellationer etc vuxit fram som marknadskomplement till offentlig- eller universitetsfinansierade organ. Utredningen är fylld med åtgärdsförslag för såddfasens ventures.
- **Startfasen** under vilken prototyper, idéer, upptäckter skall värdeförädlas till kundfärdiga hård- och mjukvaror eller tjänster. Denna fas har objekt med radikalt olika förutsägbarhet och ur investerarens synvinkel kontrollerbarhet. Här är det därför centralt att marknadsstrukturen fokuserar på en resurseffektiv filtrering (att sålla tids-, kapital- och kompetenssnålt) men framför allt ändå produktiv filtrering (att sålla fram rätt objekt). Här får därför variation och djup i investerarkompetenser utslagsgivande betydelse för framväxten av en marknadsorganisation i världsklass. Men det är kompetensernas styrka som tillsammans med hanteringen av både eventuell riskaversion och eventuell förlustaversion som skiljer kollektivet privatinvestorer åt inbördes såväl som mellan dem och statliga aktörer respektive privata, professionellt skötta venturefonder. USA betonar framför allt privatinvesterares (inklusive deras bolagsformers) betydelse på startmarknaden och de professionellt skötta

- venturefondernas. EU och nu även Sverige har glidit över från att betona statliga aktörer till att försöka stimulera venturefonder. EU och inte minst EIF har på senare tid också uppmärksammat vikten av att i politiken ta hänsyn till privatinvesteringarnas vikt på early stage-marknaden. Detta torde ha sin grund i att affärsänglar och, inte minst väl organiserade och professionellt skötta affärsängelnätverk tagit över den dominans som early stage-fokuserade venturefonder hade före millennieskiftet. De stora amerikanska affärsängelnätverken med ca 100 – 1500 affärsänglar organiserade har sedan dess stadgat upp sin motcykliska kapacitet genom att även operera en eller flera venturefonder i kärnan av verksamheten. Det är anmärkningsvärt att utredningen visserligen uppmärksammar behovet att reformera investeraravdraget rejält men saknar idéer om hur detta kan ske. Vidare saknas idéer/förslag om former för stimulanser av de organiserade affärsängelnätverk som framför allt behövs på early stage-marknaden. Inte minst gäller det när deras organisation och objektfokus medför att de axlar rollen som ledfinansiär i kraft av kompetens men även kapitalinsats. Almi Invest som är early stage-marknadens mest frekventa och kapitalmässigt största aktör kan p.g.a. sin roll och reglering inte alltid fungera som en kraftfull ledfinansiär inför obehagliga beslut.
- Midstage- och late stagefaserna är det andra huvudfokuset för utredningen. Ett litet lands politiker kan ha helt olika syn på politiken, särskilt för late stage-ventures. I dessa faser finns alternativet marknadsnotering. Vidare alternativet finansiering av utländska investerare inklusive exit genom s.k. trade sells. Vill eller behöver ett litet land bygga nya, nationellt huvudägda storföretag? Det kan finnas skilda svar här beroende på skillnader mellan partier eller verklighetsuppfattningar. Exempel på detta är att Israel valt vägen att bli en experimentplats för nyföretagande inom ett antal frontområden. När ett större företag håller på att lyckas har i många fall både huvudägande och ägandet generellt internationaliserats. Det har även varit fallet för svenska ventures som vuxit till sig. Man kan därför på rationella grunder fråga sig om Sverige skall eller bör motverka utländskt ägande av just kraftigt växande ventures. Vi har ju i övrigt en av världens mest öppna och liberaliserade ekonomier. Den avvägningen berörs inte av utredningen. I stället lägger utredaren förslag på ett Fondinvest vars syfte verkar vara att förstärka förutsättningarna för ett förlångt svenskt ägande i de mest lovande ventures som vuxit fram i landet. Huruvida förslaget om statligt kapitalstöd till uppemot sex venturefonder (av klassisk typ) löser detta synbara problem kan dock diskuteras. I dag finns förutom Stiftelsen Industrifonden högst ett par svenska större fonder (på minst SEK 1,5 mdr). Synen på robust svenskt ägande av ventures som håller på att lyckas och där exit skall förberedas verkar inte skilja sig påtagligt mellan Industrifonden å ena sidan och, å den andra de privata venturefonderna.
 - när utredaren så starkt fokuserar på såddfasens (se ovan) och late stage-fasens behov av marknadsingrepp så hade det ändå varit befogat att inte utforma förslagen som om ögonblicksbilden som utredaren nu förefaller se skulle visa sig evig. Genom ett aktörsdynamiskt fokus hade mycket vunnits i designen av förslagen. De inkubatorer, teknikparker och innovationskontor som funnits rätt länge kanske nu håller på att ersättas av privata investerarkonstellationer som sätter upp inkubatorer, kontorskluster m.m. som är effektivare i sällningen av unga ventures. De i dag etablerade venturefonderna kanske är de långsiktigt bästa eftersom de lyckats fånga in många fondinvestorer från både utlandet och på senare år även Sverige. Men om vi nu anser oss behöva fler fonder eller fonder inom områden de inte täcker, vad är det då för design av statligt kapitalstöd som fungerar bäst nu och hur skall denna design förnyas i takt med att VC-marknaden får helt nya kategorier ventures om ett antal år? Förslaget om ett "evigt" Fondinvest verkar inte genomtänkt i ett långsiktigt perspektiv på en marknad som förändras ständigt och genomgripande. Vem hade

trott att svenska spelbolag, näthandelsbolag eller fintechs skulle visa sig på styva linan vid millennieskiftet när mobilventures bedömdes höra framtiden till?
Att politiken bör särskilja dessa tre faser har att göra med att de särskilt på ledande VC-marknader internationellt, men också i Sverige karakteriseras av olika fastypiska marknadsaktörer. Sverige må ha en världsbästa FoU-politik och en världsbästa politik för inkubatorer och teknikparker men i vad gäller kommersialiseringen av vad som kommer ur dessa insatser i form av ny teknik och nya ventures så är landet definitivt inte världsbäst. De förslag som lämnas av utredningen är många, men de har alla den utformningen att de bygger på statlig finansiering än längre in i kommersialiseringssfaserna. I ledande länder betonas i stället vikten av filtrering av "agnarna från vetet" i de tidiga faser som följer direkt på universitetens forskning samt inkubatorernas och teknikparkernas olika stödjande insatser. Att plussa på och bredda just finansieringen av såddventures kan ställas i kontrast med uppfattningen i ledande länder att den kommersiella selekteringen måste komma så tidigt som möjligt och att denna görs bäst av affärsänglar m.fl. privatinvestorare. I startfasen är denna uppfattning helt dominerande även i länder som inte kan betraktas som världsledande, t.ex. i Storbritannien med dess omfattande marknadsingrepp för att få många privatinvestorare att investera i startups och marknadsentrepréventures. När nu ytterligare en svensk utredning praktiskt taget saknar förslag om att stödja just affärsänglar samt affärsängelbolag och små venturefonder som båda kan utveckla sig till att bli kapitalstarkare och kommersiellt uthålligare, så är det att beklaga inte minst i relation till den negativa legala hämning som LAIF inneburit för dessa senare aktörer.

Frågan om en Statlig VC-politik Behövs när EU-politiken är så Aktiv?

Det måste anses vara märkligt att Sverige med en blandning av knappt 40-åriga Industrifonden och det EU-initierade Almi Invest nu framstår som ett lysande europeiskt undantag till EU:s i övrigt så påtagligt svaga frekvens av innovativa, snabbväxande ventures (jämfört med USA). Amerikanska, engelska och tyska ventureinvestorare kommer i klart större antal än svenska motsvarigheter under senare år till svenska venturearenor för att hitta nya, attraktiva investeringsobjekt. Bör det tolkas som att det inte behövs någon VC-politik som tillför ytterligare statligt kapital till sådd- och late stage-delarna av riskkapitalmarknaden? Om Sverige hade Israels storlek och inställning så hade svaret nog blivit att ytterligare statligt kapital vore onödigt och riskerar att bli marknadssnedvridande. Vidare skulle den slutsatsen förstärkas när man betänker att politiker är så ointresserade av att införa de erkänt marknadsbästa, legala ramverk som land efter land gjort med förebild från USA.

Att jag ändå menar att ytterligare statliga interventioner – förutsatt att staten tar itu med sitt lagstiftningsansvar – är motiverade sammanhänger med att Sverige visat sig utveckla utomordentligt skickliga ägare och management av globala storföretag som förmått betala höga löner till sina svenska anställda. Varför inte vidareutveckla denna komparativa fördel med skickliga utvecklare av nya innovativa tillväxtföretag? I ett alltmer liberaliserat, globalt konkurrensutsatt EU borde Sverige kunna bli en nord-europeisk förebild. Men för att så skall vara möjligt behövs alltså legala fundament och en nordiskt-baltiskt väl integrerad riskkapitalmarknad. Sverige är för litet för att låta riskkapitalpolitiken bli för "svensk". Vidare behöver synen på riskkapitalpolitiken bli att vi bör följa internationellt bästa marknadspraxis i de legala ramverken och låta också den medelsiktiga politiken präglas av bästa marknadspraxis i stället för att låta europeiska länders ingrepp på marknaden bli förebilder (se Ohlsson 2011).

Axiom för en Ny Svensk VC-politik

Det är en utmärkt utredningstradition att direktiv och utredning klargör vilka särskilt de närmast axiomatiska antagandena är som styrt utredningens fokus, förslag och utelämnande av alternativ. Här är mitt försök att komplettera på dessa punkter:

- Sverige saknar eller har svåra brister i sina legala ramverk för VC-marknaden som ovan redovisats.
- Sverige har legalt reglerade finansbolag för noterade bolag och för bolag som står inför notering. Dessa lagar och förordningar torde i stort fylla höga krav på effektivitet och produktivitet vad gäller börser, auktoriserade marknadsplatser och marknadsbetjänande finansföretag som arbetar med noteringar och "pre-IPO"-finansiering.
- Däremot har Sverige institutionella investerare (livförsäkringsbolag, pensionsfonder och stiftelser) som i delar reglerats alltför restriktivt vad avser deras möjligheter att investera långsiktigt i onoterade tillgångsslag. Jämfört med USAs omreglering i slutet av 1970-talet som i allt väsentligt visat sig vara avgörande för VC-marknadens tillväxt och sundhet, men som inte heller visat sig äventyra livförsäkringar och pensioner utan tvärtom gynnat privatpersonernas skydd och pensioner, så har svensk lagstiftning varit ovanligt senkommen och konservativ. Att så är fallet är dock inte något motiv för staten att gå in med direkta kapitalstöd till ventures eller till finansiärer av ventures – det är inte ens en nästbästupolitik att lappa på omotiverade regleringar med missriktade subventioner.
- Sverige har en i förhållande till BNP stor FoU-kvantitet och en hög FoU-kvalitet, särskilt i ett europeiskt perspektiv. Svagheter i universitetens FoU har snarare funnits i bredden och omfattningen på "toppskiktet" inom attraktiva framtidsområden. Delvis förklaras detta av att landet är en liten ekonomi, men det hindrar oss inte längre att döma av de mycket stora satsningar som nu görs/kommer att göras inom flera frontområden (jfr. bland annat SciLife-, grafén- och de materialvetenskapliga Lundasatsningar). Detta markerar ytterligare att Sveriges svaghet i universitets- och högskolesektorn ligger i att formerna för gränssnitten mellan de förvaltningsrättsligt styrda universiteten och de civil- och bolagsrättsligt styrda företagare och företag behöver åtgärdas. Även här är det USAs bästa marknadspraxis som bör vara förebild. Observera att denna praxis inte gäller uppfinningar och upptäckter med låg till medelgod potential som intäktskälla eller som venturebas. Om något har Sverige också här försökt att med statliga bidrag lappa på de brister som avsaknaden av ett modernt och principiellt grundat legalt ramverk förorsakat.

Med dessa axiomatiska utgångspunkter ges i det följande konkreta synpunkter på några av Utredarens förslag till ny VC-politik.

Utredarens Förslag till Politikgenomförare

Förslagen till nya åtgärder eller nya utgifter föreslås bli genomförda endera över de årliga budgetarna (gäller en stor del av såddfasens politik) eller via det nya Fondinvest AB. Detta bolags finansiering tänks komma endera via överföring av statliga venturekapitalbolag (Inlandsinnovation och Fouriertransform) eller via två delvis EU-finansierade fonder (kallade här för mikrofonden respektive gröna fonden). Den fond på 1,6 miljarder som skall bekosta demonstrationsanläggningar och som verkar vara väl motiverad diskuteras inte mera här. Det kan synas märkligt att staten nu skall sätta upp ett nytt venturekapitalbolag när man redan satt upp två (Almi med flera grenar och Stiftelsen Industrifonden). Poängen utredaren gör är att han och refererade länder anser att statligt kapital till ventures som går via utvalda (=selektivt valda) förvaltare fungerar bättre på venturekapitalmarknaden. Trots detta gör utredaren ett (första) undantag i det att den direktinvestering gröna fonden på 700 mkr föreslås skötas av Fondinvest. Detta gör att syftet med Fondinvest blir orent. Från att kunna vara en statens aktör med ansvar för de privata venturefinansiärernas "hälsotillstånd" på praktiskt taget hela den kommersiella delen av venturekapitalmarknaden så blir Fondinvest också direktinvestering vid sidan om Almi Invest och Industrifonden. Under den övergångstid som behövs för att revolvera redan utbetalade/beslutade investeringsmedel i Inlandsinnovation och Fouriertransform så torde rentav rollen som

direktinvesterarare vara tyngre än rollen som ansvarig för hälsotillståndet hos den privata delen av riskkapitalmarknaden.

Mot den bakgrunden anser jag att:

1. Den gröna fonden inte borde läggas till Fondinvests mandat, om det nämligen är oåterkalleligt att den skall bli en direktinvesteraande fond. Lämpligen bör den gröna fonden då skötas av Almi med tanke på likheterna med Almi Invest.
2. Den gröna fonden omvandlas till att investera i privat skötta gröna fonder OM det går att ändra på det koncept utredaren redovisar. Då bör också den gröna fonden ingå i Fondinvests mandat.

Den fond på ca 390 mkr från EU och staten som utredaren vill knyta till kapitalinsatser i mindre fonder vid teknikparker, inkubatorer eller helt drivna av affärsänglar eller privatpersoner verkar vara ofullständigt genomtänkt (se nedan). Den kan visserligen vara en kvarleva från den Fond-i-Fond som med tillägg av medel från EIF och skött av EIF skulle ha uppemot 700 mkr till förfogande för indirekta investeringar i early stage. Enligt uppgift pågår fortfarande diskussioner/förhandlingar med EIF om denna fond, varför det lämnar mycket övrigt att önska beträffande om den mikrofond utredaren föreslår har något berättigande (se nedan). Mikrofonden föreslås tillskjuta matchande kapital till småfonder som rest/reser mellan 5 och 30 mkr från privata källor.

Fondinvest föreslås sköta ett belopp av 3 miljarder som investeras ut till ca sex stora, privat skötta venturefonder med kapitaliseringar på mellan 500 och 1000 mkr. Det verkar implicit som om detta betyder att:

3. Utredaren anser att fonder med en kapitalisering på mellan mikrofondens maximala 30 mkr och storfondernas minsta 500 mkr har en lättare resning än båda de målgrupper Fondinvest skall hjälpa till att skapa bättre etablerings- och utvecklingsmöjligheter för. Mot denna bedömning står i så fall att de fondaktörer som opererat fonder på ca 100 mkr inte kunnat resa efterföljande fonder under senare år, ännu mindre kapitaliserade fonder inte att förglömma.
4. Utredaren anser att om staten hjälper till att kapitalisera småfonder med kapitaliseringar uppemot 30 mkr, så får dessa tillräckligt goda möjligheter att vidareutvecklas till en kommersiellt hållbar storlek. Mot denna bedömning kan anföras att en kommersiell storlek på en fond med fokus på early stage-ventures torde behöva ett minsta kapital på 100 till 200 mkr beroende på investeringsområde och antal generella partners.

Sammanfattningsvis anser jag sålunda att medan Fondinvests berättigande som statens förlängda arm i ansvarstagande för att privata aktörer på riskkapitalmarknader finns i tillräcklig omfattning, så kan med fog riktas kritik mot de konkreta förslag som lämnas för bolagets verksamhetsområden och blandade verksamhetsformer. Det kan också diskuteras om inte den statiska bild av såväl verkligheten på marknaden som varit utgångspunkt för utredningen gäller som att utredaren utformar sina huvudförslag som fixerade till just de delar av marknaden som gäller för mikrofonden och "storfonderna". Eftersom Fondinvest föreslås ha revolverande fonder så måste ju fokuset mot marknaden delmarknader förskjutas över tid. I och med att utredaren föreslår kraftfulla kapitaliseringar i både början och slutet av venturekapitalmarknaden så uppkommer också frågan om det leder till en ny imperfektion i mellandelen av marknaden. Den frågan är viktig av ytterligare ett skäl – utredaren reser frågan om inte statens insatser skall bli asymmetriska till förmån för privatinvesterarare i samma fonder. Det skulle ytterligare diskriminera investerare i fonder inom segmentet 30 – 100/200 mkr i kapitalisering.

Förslag till Såddfasens VC-politik

Utredningen föreslår en kraftig årlig ökning från 70 mkr till 350 mkr av s.k. verifieringsmedel som distribueras av Vinnova, Innovationskontor och inkubatorer. Med de fokus dessa har

haft så torde framför allt bidragen komma att landa hos FoU- och andra teknikbaserade ventures i såddfas och även i startfas (innan egentlig marknadsentré).

Däremot saknas förslag till bidrag åt den tunga majoritet startups som inte har sitt ursprung i högskolesystemet eller teknikparkerna. Man kan därför peka på att detta får, eller borde få minst två konsekvenser för de statliga insatser som föreslås komma i faserna direkt efter eller i slutet av startfasens bidrag:

a) den selektiva, stärkta finansieringsfördel forsknings- och teknikintensiva företag kommer att få gör att de kommersiella finansiärernas selektion av sådana företag relativt till de som inte fått verifieringsmedel störs rejält till de senares nackdel. Följaktligen borde staten – via Fondinvest men också andra statliga/offentliga finansierande aktörer – vara försiktiga med att plussa på billigt eller partiellt garanterat kapital i nästa steg av finansieringskedjan. Det är viktigt att sådd- och startfasernas funktion att filtrera ut de attraktiva startups för finansiering (för att få fram tillväxtföretag vars uppsida kompenserar för nedsidesriskerna) och att statens eventuella önskemål att filtrera fram en bredd som även omfattas av livsstilsliknande småföretag separeras i sätten på vilket staten gör marknadsingreppen. I det försträmda fallet – jfr. skötseln av mikrofonderna – så måste filtreringsmotivet få samma centrala roll som det kapitalstödande motivet i Fondinvests urval av små affärsängel- och riskkapitalbolag. I det sistnämnda fallet som inte hamnar inom Fondinvests domän så bör den allmänna företagsbeskattningen, annan generell politik, regionalpolitik och ideella insatser användas för att inte snedvrider den viktiga filtreringsroll som den tidiga delen av riskkapitalmarknaden måste ha för att bli både effektiv och produktiv.

b) på rationella grunder borde forsknings- och teknikintensiva startups normalt få en högre värdering än startups utan teknisk uniktet. Så har också länge varit fallet både i Silicon Valley och på svensk VC-marknad. Under senare år finns dock en del extrema värderingar för den förra typen av startups som sammanhänger med att två statliga myndigheter tillsammans med EU kommit att plussa på bidragen till den grad att forskargrupper räknat upp sina förväntningar om värderingen premoney i startup radikalt. Men med kvarstående hög risk och osäkerhet följer att finansiärerna vill ha sina höga multiplar för att kompensera för nedsidans höga sannolikheter och kraftiga förluster. Det måste därför understrykas att Sveriges statliga organ borde överväga vilka instrument de använder för finansiering, dvs. om rena bidrag bör ersättas helt eller delvis av t.ex. avskrivningslån som villkoras av kommersiell finansiering. Skulle utredarens förslag antas av statsmakten så blir detta viktigare att samtidigt justera.

Som viss motvikt till den i a) nämnda finansieringsfördelen för forsknings- och teknikintensiva startups så föreslår utredaren att Almis Innovationslån skall utökas till 300 mkr i extra, årligt medel för förlusttäckning. Här är det dock fråga om konvertibler, dvs. lån som kan komma att kräva avkastning när de konverteras i samband med kommersiell finansiering. Detta understryker att bidrag från Vinnova och Energimyndigheten som är stora och ligger sent i utvecklingen av ny teknik bör omformas till avskrivningslån eller konvertibler.

Här föreslås i tillägg till vad jag anfört att:

- Att förstärka och till angelägda företag utvidga systemet med investeraravdrag för tidiga investeringar (early stage)
- Att *skyndsamt* införa milstens- och anställningsoptioner för grundare och nyckelpersoner respektive anställda. Det skulle möjliggöra att en del av snedvriddningen av värderingarna enligt punkt b) ovan kan korrigeras över tid. Den slutliga värderingen av startups kommer då i praktiken att anstå tills en exit hunnit bli genomförd.

I flera avseenden är gränsdragningen i utredarens och mina egna förslag sådana att de omfattar både såddfasen och den fas som betecknas som early stage, dvs. start- och marknadsentréfaserna. Enbart såddfasens politik bör arbeta med rena bidrag motiverade av ren oförutsägbarhet för investerare. I early stage däremot finns en blandning av oförutsägbara ventures och mer eller mindre förutsägbara. Det gör att det finns motiv för att

blanda privatinvestorer och statliga investerare samt att använda sig av en mer varierad sammansättning av de statliga marknadsingreppen.

Förslag till Start- och Marknadsentréfasens VC-politik

Utredaren har avstått från att på sätt som här föreslagits särskilja de tre typiska venturefaserna från varandra. Man kan dock konstatera att staten här redan har omfattande marknadsingrepp. De omfattar huvudsakligen Almi dels i dess gamla lånedel plus det nya EIF-garanterade Tillväxtlånet, dels i det sju år gamla revolverande och EU-initierade Almi Invest som nyligen förstärkts genom integration av gamla Innovationsbron samt från och med i höst av en ny sjuårsperiod för en Almi Invest 2.

Det hade mot den bakgrunden varit önskvärt att Utredaren avvägt sina förslag mot de marknadsingrepp som redan finns. De senare ger samtliga staten/Almi rollen som direktutlånare eller direkt egenkapitalförstärkare till den slutliga efterfrågaren. Fondinvests förslagsställare poängterar i stället att statens sätt att förstärka finansieringen av ventures i stället borde vara indirekta då omvägen via privata aktörer är effektivare (åberopande internationella erfarenheter).

Fondinvest tänks sålunda förstärka lånefinansieringen via delgaranterad utlåning av certifierade banker och den egenkapitalförstärkande delen via kapitaltillskott till affärsängel- samt små och stora venturekapitalbolag. Medan de förra torde bli ganska självklara i urvalet torde Fondinvest få en stark selekterande roll i urvalet av de senare. På så vis kommer Fondinvest att få utvärdera de senare kritiskt, medan den partiellt garanterade utlåningen bankerna skall göra blir svårare att i efterhand ta ställning till.

Jag har följande synpunkter på de med avseende på fokus ganska så oklara utredningsförslagen:

1. EU-programmet har redan planerat en fond som utredaren betecknar som mikrofonden och den skall få ca 390 mkr finansierade av EU och staten. Mikrofonden har föreslagits få en fond-i-fond-design. Små riskkapital- och ängelbolag med kapitaliseringar på 5 – 30 mkr kan väljas ut till att tilldelas kapitalisering från mikrofonden. Denna fond-i-fond verkar dock ersätta den klart större fond-i-fond som alliansregeringen initierade men inte hann sätta upp. Med av EIF och EU matchande medel skulle denna få ett kapital på uppemot 700 mkr och ett fokus på early stage-investerande riskkapitalbolag. På rationella grunder är den senare fond-i-fonden klart bättre utredd och fokuserad. Den skulle ha möjligheter att börja medfinansieringen i ungefär det kapitaliseringsintervall som mikrofonden föreslås bygga sitt urval av mottagare på, men ha en kapacitet som kan vidareutveckla storleken på mottagande riskkapitalbolag ytterligare ett eller flera rejäla steg. Därmed skulle den kunna täcka in en del av det gap i kapitalstorlek som utredaren helt missat i sina förslag om en mikrofonds och en storfonds respektive fondfokusar.
2. Att EU-programmets s.k. gröna fond på 700 mkr också sätts upp av Fondinvest för direktinvesteringar i miljö- och klimatventures. Denna direktinvestering underfond till Fondinvest kritiserades ovan. Endera bör den också bli indirekt och läggas under Fondinvest eller så bör ansvaret för den gröna fonden läggas på Almi.
3. Det föreslagna lånegarantisystemet som föreslås skött av Fondinvest är jag kritisk till. Utredaren anser att staten enbart skall garantera 30 % av lånet. Almis direktlån ges ofta med banker som delar på lånet, men där Almis del tar den större risken och också har högre ränta. Det är ett i båda delarna ett ganska marknadskonformt system med renodling av vem som tar risk för vad och räntor som avspeglar skillnader i risktagande. Almi opererar dessutom sedan årsskiftet (med EIF-garanti) ett lånesystem som delar risk med privata finansiärer av de ventures som erhåller lån. Det senare systemet diskuteras inte av utredaren. Inte heller varför ett helt nytt lånegarantisystem skulle behövas. I och med att förslaget inte verkar vara väl utformat för att fokusera målgruppen ventures föreslår jag att staten i stället inför det

amerikanska system som baseras på att privata finansiärer sätter upp ett för ändamålet reglerat riskkapitalbolag – SBIC för Small Business Innovation Company. De kan i sin tur till låg ränta direktlåna från staten för att få hävstång till de egna kapitalinsatserna i SBIC:et. Hävstången som är varierbar brukar betyda att ett SBIC kan investera två till tre gånger till i olika ventures och på så vis kraftigt förstärka både objektportföljens antal objekt och ha kapacitet att finansiera dem i fler steg tills de börjar få fart på sina intäkter. Ett svenskt SBIC skulle med andra ord komplettera en kapitalmässigt utökad mikrofond och Fondinvests skicklighet i att välja ut seriösa fondbolag att egenkapital- och låneförstärka skulle få förutsättningar att bli bättre. Att Sveriges storbanker gick tämligen oskadda ur finanskrisen 2008 – 2009 och därefter kraftigt förstärkt sina balans- och resultaträkningar är ytterligare ett skäl till att staten bör avstå ifrån att selektivt gripa in i deras utlåning.

4. Utredaren har inte tillräckligt observerat att den år 2014 införda Lagen om Alternativa InvesteringsFonder träffar de mindre fondbolagen elakartat till sina krav på deras rekrytering av s.k. semi-professionella investerare. Dessa måste avtala om att tillföra en mkr, vilket belopp påtagligt begränsar antalet affärsänglar som aktivt (också med sina kompetenser) eller passivt (enbart kapital) kan/vill ta risk i startups. Jag vill uppmärksamma statsmakten på att ett FI-registrerat fondbolag skulle bli betydligt mer attraktivt för privatinvestorer om det kvalificerar för dels (amerikansk-influerade) riskanpassade optioner till ventureanställda, dels riskkapital från mikrofonden samt ett svenskt SBIC-lån. Tillsammans taget skulle detta sätta turbo på utbudet av privat riskkapital till ventures i early stage.

Utredarens förslag saknar ett tydligt fokus och en analys på early stage-marknaden.

Ingreppen här måste i allt väsentligt sikta på att privata finansiärers filtrering av "agnarna från vetet" inte skall snedvridas av statliga kapitaltillskott eller bidrag.

Förslag till Midstage- och Latestagefasernas VC-politik

Utredaren har här föreslagit en fond-i-fondlösning innebärande ett statligt kapitaliseringsstöd till privat skötta venturefonder med ett privat kapital på en halv till en miljard kr. Med 3 miljarder i ryggen och krona-för-krona-matchning skulle Fondinvest över några år kunna stimulera starten av ca sex nya, större venturefonder. Utan tvekan finns en volym på antalet snabbväxande ventures som kan behöva både detta och ett större antal svenska fonder – allt beroende på hur stort inslag av utländsk finansiering som staten/fondskötarna vill/kan rekrytera.

Utredaren tänker sig att de sex fonderna skall finansiera objekt med ett kapitalbehov som landar på mellan 5 och 50 mkr. Men när vi ser hur kapabel svenska venturegrundare varit att bygga "unicorns" och nära nog "unicorns" så rör det sig om maximala finansieringsrundor på flera hundra mkr. Det man bör fråga sig är därför om det vore bäst ur ett snävt nationalistiskt perspektiv att bygga:

- en struktur av stora, men få (sex à sju) venturefonder med kraftigt dominerad svensk finansiering för att få ett starkare inflytande på lokaliserings- och exitbeslut vid syndikering med utländska fonder som främst är intresserade av avkastning
- en struktur av stora och många venturefonder som har en mer blandad finansiering från staten, svenska institutioner m.fl. och utländska investerare med risk för att syndikerande utländska fonder får ett tyngre inflytande på lokalisering och exitalternativ

Detta är en känslig avvägning för en statlig utredare i ett EU-land. Men det är en viktig fråga som borde övervägas. Är det så att medan statens kapitaltillskott skall låsas till i allt väsentligt svenskfinansierade fonder så bör staten låta bli att sträva efter att det långsiktiga ägarskapet för det mesta eller för de bästa late stage-bolagen hamnar i svenska händer. Denna fråga få en smidigare lösning om det statliga kapitaltillskottet kunde knytas till att sökande fondskötare lyckades attrahera svenska fondinvestorer i motsvarande omfattning.

Detta kan visserligen vara avhängigt av att staten erbjuder fördelaktigt asymmetriska villkor jämfört med privatinvesterarna, men det vore även här relevant att fråga sig om det inte vore värt en prövning om en lägre kapitaltröskel för några fonder i st.f. höga 500 mkr skulle gynna framväxten av fler och vanare fondinvestorer. Man kan också fråga sig om det finns regleringsskäl som hindrar att svenska banker samlar ihop privatinvestorer i konsortier som går in i större venturefonder? Eller är det avsaknad av incitament till de svenska bankerna som förklarar varför de lyst med sin frånvaro på konsortiebildningsområdet? Slutligen bör frågan ställas varför inte potentiellt högavkastande investeringar i svenska fonder lockat in AP-fonder, andra pensionsfonder och livförsäkringsbolag nu när Sverige bevisligen förmått etablera sig som västvärldens näst största alstrare av unicorns? Med den prestationsförmågan som facit borde kanske regering och riksdag titta närmare på sådan politik som skapar en bättre integration och mer likartade villkor på den nordiska marknaden för venturekapitalet.

Referenser finns i följande egna böcker o rapporter:

1. Kapitel 11 i Ohlsson, L., *Best Practice Venture Capital. Principles, Tools and Approaches for Investment Strategy and Policy*, Visby 2006, Books-on-Demand
2. Ohlsson, L., "Grundläggande institutionella lösningar på finansieringsproblemet för tidiga, innovativa tillväxtföretag" Rapport från KTHs Centrum för bank och finans, Stockholm 2008
3. Ohlsson, L., *Finansiering av Unga, Innovativa Tillväxtföretag, Bästa och Komplementär Marknadspolitik*, Visby 2011, Books-on-Demand
4. Ohlsson, L., "Ett förslag till optionsbeskattning", *Bilaga till Globaliseringsrådets Sekretariatsrapport*, Återpublicerad som Bilaga 2 i Ohlsson 2011 (ref. 2)