



School of Economics  
and Commercial Law  
GÖTEBORG UNIVERSITY

# **Svenskt venture capital och dess lönsamhet – i ett internationellt perspektiv**

Seminariearbete C-nivå  
i Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Höstterminen 2009

Författare:	Födelseårtal:
Mats Larssen	19860901
Martin Lindström	19801030

## Abstract

In this thesis, the Swedish venture capital market and its profitability is analyzed. Venture capital is defined as capital that is invested in the early stages of a company's life cycle, in the two investment stages seed/start-up and expansion.

A common view is that the profitability of Swedish venture capital has not been, is not and will probably not become high either. With this in mind, we try to answer to the following questions in this thesis:

- What has the profitability of Swedish venture capital actually been historically?
- Which reasons could be found in order to explain the historical returns for Swedish venture capital, and which factors has been identified in international comparative studies between venture capital markets?

In order to answer these questions, data showing historical returns for the Swedish, European and American venture capital market has been gathered, an extensive literature study has been performed, and three interviews with participants from the Swedish venture capital market has been conducted.

We conclude that the historical returns of Swedish venture capital is in line with the general view that they have been low. We also see a trend where Swedish venture capital funds that are not specialized in one investment stage generate lower returns than more specialized funds. European venture capital has also delivered low returns, while American venture capital historically has given substantially higher returns.

A large part of the capital that has been invested in Swedish venture capital was invested during the IT-boom around the turn of the millennia, and at that time there was too much capital allocated towards venture capital in relation to the companies that was to invest in. The crash landing that followed is an important explanation to why Swedish venture capital has generated low returns historically.

We conclude that a well functioning exit market for venture capital is a decisive factor to reach high returns, and, as many point out, such a market does not exist in Sweden. A well functioning common European exit market for venture capital would be highly beneficial to Swedish venture capital.

American venture capital funds are more specialized regarding industry in comparison to European and Swedish funds, which is an important factor in explaining the higher returns of American venture capital. As the Swedish venture capital market matures, it is reasonable to expect an increased industry specialization also in Swedish venture capital funds.

*Key words: venture capital, Sweden, profitability, return, Europe, United States, exit market, specialization, diversification, future prospects, seed, start-up, growth companies, international comparison, investment stage*

## Sammanfattning

I denna uppsats analyseras den svenska venture capital-marknaden och dess lönsamhet. Med venture capital avses kapital som investeras i de tidiga skedena i ett företags livscykel, i de två investeringsfaserna sådd/start-up och expansion.

Den allmänna bilden är att lönsamheten för svenskt venture capital inte har varit, inte är och sannolikt inte heller kommer bli hög. Med bakgrund i detta försöker vi i uppsatsen att besvara följande frågeställningar:

- Hur har lönsamheten för svenskt venture capital faktiskt varit historiskt?
- Vilka orsaker ligger till grund för att förklara den historiska lönsamheten för svenskt venture capital, och vilka orsakssamband har identifierats vid internationella jämförelser?

Som underlag för att ge svar på frågeställningarna har data avseende historisk avkastning på den svenska, europeiska och den amerikanska venture capital-marknaden samlats in, en omfattande litteraturstudie har genomförts, och tre intervjuer med aktörer på den svenska venture capital-marknaden har utförts.

Vi konstaterar att den historiska avkastningen för svenskt venture capital stämmer överens med bilden om att den har varit låg. Vi ser också en trend där svenska venture capital-fonder som inte är specialiserade inom en investeringsfas ger lägre avkastning än specialiserade. Europeiskt venture capital har också historiskt givit låg avkastning, medan amerikanskt venture capital historiskt har givit väsentligt högre avkastning.

En stor del av det kapital som har investerats i svenskt venture capital investerades under IT-boomen vid millennieskiftet, och det fanns för mycket kapital allokerat till venture capital i förhållande till de företag som fanns att investera i. Kraschlandningen som följde är en viktig orsak till att förklara den låga avkastningen inom svenskt venture capital historiskt.

Vi konstaterar att en väl fungerande exitmarknad för venture capital är en avgörande faktor för att uppnå en hög avkastning, och många påpekar också att det i Sverige inte existerar en sådan. En väl fungerande gemensam europeisk exitmarknad för venture capital skulle gynna svenskt venture capital.

Amerikanska venture capital-aktörers fonder är mer branschspecialiserade i förhållande till europeiska, inklusive svenska, något som sätts i samband med den högre avkastningen för amerikanskt venture capital. Allteftersom den svenska venture capital-marknaden mognar är det rimligt att förvänta sig en ökad specialisering bland venture capital-fonderna.

Nyckelord: *venture capital, Sverige, lönsamhet, avkastning, Europa, USA, exitmarknad, specialisering, diversifiering, framtidsutsikter, sådd, start-up, expansionsbolag, internationell jämförelse, investeringsfas*

# INNEHÅLL

<b>INLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 BAKGRUND .....	2
1.2 PROBLEMFÖRMULERING OCH AVGRÄNSNINGAR .....	6
1.3 SYFTE .....	7
<b>2 METOD</b> .....	<b>7</b>
2.1 STRATEGI .....	7
2.2 DATAINSAMLING OCH LITTERATURSTUDIE .....	8
2.3 INTERVJUER .....	9
<b>3 INTRODUKTION TILL VC</b> .....	<b>10</b>
3.1 BEGREPP OCH DEFINITIONER .....	10
3.2 AFFÄRSMODELL FÖR VC .....	12
3.3 VÄRDERING AV VC .....	12
3.4 PRESTATIONS MÄTNING AV VC .....	13
3.5 INVESTERING I VC .....	16
<b>4 EMPIRISKT OCH ANALYTISKT UNDERLAG FÖR DISKUSSION</b> .....	<b>18</b>
4.1 HISTORISK UTVECKLING FÖR VC .....	18
4.1.1 <i>Den svenska VC-marknadens historia</i> .....	18
4.1.2 <i>Den europeiska VC-marknadens historia</i> .....	19
4.1.3 <i>Den amerikanska VC-marknadens historia</i> .....	22
4.2 HISTORISK AVKASTNING INOM VC I SVERIGE, EUROPA OCH USA .....	23
4.3 INTERVJUER MED AKTÖRER PÅ DEN SVENSKA VC-MARKNADEN .....	26
4.3.1 <i>Lönsamhet för VC</i> .....	28
4.3.2 <i>Skillnader mellan VC-marknaderna i Sverige, Europa och USA</i> .....	30
4.3.3 <i>Investering i VC</i> .....	32
4.3.4 <i>Framtidsutsikter för VC</i> .....	33
<b>5 SLUTSATSER</b> .....	<b>34</b>
5.1 DISKUSSION .....	34
5.1.1 <i>Lönsamhet för svenskt VC</i> .....	34
5.1.2 <i>Svenskt VC i ett internationellt perspektiv</i> .....	36
5.1.3 <i>Framtidsutsikter för svenskt VC</i> .....	39
5.2 FÖRSLAG TILL VIDARE STUDIER .....	40
<b>REFERENSLISTA</b> .....	<b>42</b>
<b>BILAGA 1 INTERVJUGUIDER</b> .....	

## Figurer

Figur 1 Riskkapitalets uppdelning, egen kompilering baserad på SVCA (2009a).....	11
Figur 2 Olika investerare i ett företags livscykel (SVCA, 2009a).....	11
Figur 3 VC-marknadens affärsmodell, egen kompilering efter Barnes & Menzies (2005).....	12
Figur 4 Nedbrytning av IRR, ett hypotetiskt exempel. Egen kompilering efter Gottschalg, Zollo, & Loos (2004). .....	15
Figur 5 Simuleringar av diversifieringseffekter vid investeringar i private equity Gottschalg (2009).....	17
Figur 6 Avkastning för private equity i USA och Europa under tidsperioden 1969-2007 Gottschalg (2009) .....	24

## Tabeller

Tabell 1 Översikt över den svenska private equity branschen år 2009, baserat på medlemsuppgifter SVCA (SVCA, 2009a) .....	18
Tabell 2 Urval av VC-bolag i Europa och USA med exempel på uppstartsår och respektive nummer i ordningen den fonden utgjorde (Index Ventures Ben Holmes, 2008).....	21
Tabell 3 Historisk avkastning (IRR %) t.o.m. 2007-12-31, för VC, indelat i investeringsfaserna sådd och start-up, expansion och balanserade, i USA, Europa och Sverige. Källa: USA: (NVCA, 2009), Europa: (EVCA, 2009d), Sverige: Thomson Reuters .....	23
Tabell 4 Historisk avkastning för VC i Storbritannien (IRR i %), (BVCA, 2008) .....	25

## Diagram

Diagram 1 J-kurvan. Typisk avkastningsutveckling för en VC-fond över fondens livslängd. Egen kompilering efter Mathonet & Meyer (2007). .....	16
Diagram 2 Den svenska VC-marknadens utveckling, baserat på Isaksson (2006). .....	19
Diagram 3 Totala VC-investeringar i förhållande till BNP för ett urval av länder under perioden 1998-2005, egen kompilering baserat på data ur Gregoriou, Kooli, & Kraeusl (2007).....	20
Diagram 4 Fördelning av totala VC-investeringar inom Europa Q2 2009, källa: DowJones VentureSource .....	22
Diagram 5 Historik över investeringar per år inom venture capital i USA, i 1999-dollar, baserat på Gompers & Lerner (2001) för åren 1969-1994 och på PriceWaterhouseCoopers/National Venture Capital Association (2009) för åren 1995-2008.....	23
Diagram 6 Historisk avkastning (IRR %) för amerikanskt VC, jämfört med amerikanska publika bolag, 5-års glidande medelvärden t.o.m. 2007. Egen kompilering efter NVCA (2009).....	26

## Inledning

Venture capital-marknaden är en viktig katalysator för ekonomisk tillväxt, vilket gör den till ett intressant och viktigt område att studera. Med venture capital, hädanefter kallat VC, avses kapital som investeras i de tidiga skedena i ett företags livscykel, vilket enligt Svenska riskkapitalföreningen kan delas upp i sådd, start-up och expansion (SVCA, 2009a).

VC, som är en del av det investerade riskkapitalet, är en viktig länk i att skapa nya innovativa företag, framtidens företag. Det finns stora allmänna intressen i att ha en fungerande marknad för VC, något som det också verkar finnas en politisk enighet kring. Som exempel på detta uttalade kommun och finansmarknadsminister, Mats Odell (M), år 2007: *"[r]iskkapitalbolag är en växande och viktig del av vår ekonomi"* (Wettergrund, 2007), och i en intervju med Svenska riskkapitalföreningen sade partiledaren för Vänsterpartiet, Lars Ohly, att det är en gemensam uppgift för riskkapitalisterna och det allmänna att se till att nya företag och entreprenörer med goda idéer har tillgång till riskkapital (SVCA, 2007). Att ha en fungerande marknad för VC och annat riskkapital torde utgöra en viktig del i en långsiktig satsning att stärka Sverige som en kunskapsorienterad ekonomi.

I en studie av effekterna från den svenska VC marknaden visade Isaksson (1999) att företag som var uppbackade av VC växte betydligt snabbare än motsvarande företag utan finansiering från VC. Företag som inte var finansierade med VC hade en tillväxt i antalet anställda med 6 % och en omsättningstillväxt om 38 % medan företag finansierade med VC växte med 65 % i antal anställda och 80 % i omsättning. Sveriges statsminister Fredrik Reinfeldt underströk detta då han uttryckte *"[r]iskkapitalet ligger bakom en stor del av produktivitetökningen i Sverige de senaste 10 åren"* (Lundell, 2007).

Avkastningen för svenskt och europeiskt VC har dock enligt EVCA (2009d) och Isaksson (2006) historiskt varit låg, och det pågår på många håll diskussioner om det överhuvudtaget har förutsättningar att bli lönsamt. Exempelvis ifrågasätts svenskt VC:s lönsamhet av regeringen när man i utvärderingen av statliga Sjätte AP-fonden<sup>1</sup> presenterar följande resonemang:

*"[e]n viktig orsak till att Sjätte AP-fonden inte har uppnått styrelsens mål för verksamheten synes vara fondens uthålligt svaga avkastning från placeringar i tidiga faser av bolagens utveckling (expansionsfasen). [...] McKinsey har ifrågasatt om Sjätte AP-fonden har förutsättningar att åstadkomma en hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom placeringar i tidiga faser (expansionsbolag). Som McKinsey också påpekar är detta ett resultat som inte är specifikt för Sjätte AP-fonden eller placeringar i svenska bolag utan generellt för Europa."* (Finansdepartementet, 2009).

---

<sup>1</sup> Sjätte AP-fonden är en statlig buffertfond i det allmänna pensionssystemet med särskild inriktning på investeringar i små och medelstora tillväxtföretag.

Om svenskt VC även fortsättningsvis uppfattas som olönsamt kommer naturligtvis kapitalet på sikt att lämna detta investeringssegment med sannolikt stora negativa omedelbara konsekvenser för svenskt nyföretagande, och även på sikt för svenskt näringsliv.

Ett faktum som dock inger hopp för svenskt och europeiskt VC är resultaten som redovisas på andra sidan Atlanten, i USA. Enligt undersökningar som har gjorts av VC i USA har man här under lång tid haft en god avkastning inom detta investeringssegment (NVCA, 2009). Man har alltså där visat att det skall vara möjligt att få god avkastning på investeringar i tidiga faser av bolagens utveckling.

## **1.1 Bakgrund**

Bilden många har av VC-marknaden i Sverige är, för att spetsa till det, som antyds i inledningen, att den inte har varit lönsam, att den inte är lönsam och att den heller aldrig kommer att bli lönsam. En sådan bild leder till några omedelbara frågor; finns det saklig grund och underlag för att komma till en sådan slutsats, och vad har det för implikationer om denna bild av VC-marknaden har saklig grund?

Investeringarna inom nordiskt VC har minskat kraftigt sedan 2007, delvis såklart på grund av turbulensen i det finansiella systemet, men också orsakat av att VC-marknaden av många har pekats ut som underpresterande, med följd att en större andel av fondmedlen inom det onoterade riskkapitalet<sup>2</sup> istället har allokerats till mer mogna företag<sup>3</sup> (EVCA, 2009a). Frustrationen bland investerare över den låga avkastningen inom VC kan åskådliggöras med ett uttalande av Sjätte AP-fondens vd, Erling Gustafsson, i september 2009 efter att ha gjort en intern översyn i fonden:

*"[s]kiten måste upp på bordet. Jag vet inte någon som tjänar pengar på den här typen av investeringar i Norden" (Dagens Industri, 2009).*

I oktober 2009 gick Sjätte AP-fonden ut i media och meddelade att fonden kommer att följa upp gjorda investeringar inom VC-området men att sannolikt mindre nya investeringar i bolag med omsättning mindre än 1000 Mkr skulle genomföras:

*"Sjätte AP-fonden, som tidigare kritiserat unga tillväxtbolags värdeutveckling, kommer på sikt att minska sitt engagemang bland denna typ av företag.*

*– Vi tar ansvar för nuvarande portfölj fullt ut, men när det gäller helt nya investeringar måste vi noggrant utvärdera ett eventuellt fortsatt engagemang, säger Erling Gustafsson, vd Sjätte AP-fonden" (Sjätte AP-fonden, 2009a).*

---

<sup>2</sup> Onoterat riskkapital benämns normalt private equity.

<sup>3</sup> Detta investeringssegment benämns normalt buyout.

Beslutet att minska engagemanget i unga tillväxtbolag grundades på interna och externa utredningar som pekade på negativ avkastning sett över fondens livshistoria. Finansdepartementet säger i sin årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet att Sjätte AP-fondens investeringar i expansionsbolag avkastat i genomsnitt -6,5 % under perioden 1997-2008 och -6,6 % under perioden 2003-2008 (Finansdepartementet, 2009).

I utvärderingen av Sjätte AP-fonden säger McKinsey, som arbetat på uppdrag av Finansdepartementet, att *"[s]pecifikt för marknadssegmentet expansionsbolag har avkastningen både 1997-2008 och 2003-2008 varit negativ, varför en viktig delfråga är om Sjätte AP-fonden har förutsättning att skapa hög avkastning med tillfredställande risk i det här segmentet. Här är det viktigt att förstå både hur attraktiv hela marknaden för expansionsinvesteringar i Sverige är och hur Sjätte AP-fonden kan vara framgångsrik på marknaden"* (McKinsey, 2009). Detta tyder på att Finansdepartementet inte har helt klar för sig om svenskt VC har potential att bli lönsamt.

Historiskt har inte heller svenskt VC, enligt Ohlsson (2006), generellt visat på god lönsamhet. Sjätte AP-fonden har investerat mycket kapital inom svenskt VC (McKinsey, 2009),<sup>4</sup> något som skulle kunna innebära att Sjätte AP-fonden är en så pass stor aktör på marknaden att deras prestationer styr hur hela svenska marknaden presterar. Skulle detta, i så fall, kunna betyda att övriga VC-marknaden i Sverige är lönsam, och att om man studerar marknaden i detalj går det att hitta VC-aktörer som levererar god avkastning, vilket skulle innebära att Gustafssons slutsats om nordiska VC-marknadens kategoriska olönsamhet (Dagens Industri, 2009) inte stämmer överens med historisk data?

Sveriges situation med låg avkastning inom VC är inte unik i Europa enligt Gregoriou, Kooli, & Kraeusel (2007) och Finansdepartementet (2009), vilket leder till frågan om Sveriges dåliga lönsamhet är en del av ett större strukturellt europeiskt problem? Eller är det så att denna olönsamhet är en övergående fas i Europa, som en omogen VC-marknad (Hege, Palomino, & Schwienbacher, 2003), måste genomgå?

En VC-marknad framhålls dock som lönsam. I USA, där riskkapitalmarknaden är mer mogen än i Europa och Sverige enligt Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003), förefaller det som att avkastningen för VC på lång sikt har varit hög. Aktörer på VC-marknaden ställer sig givetvis frågande till hur det kan komma sig att investeringar på två olika marknader med, rimligtvis, ungefär samma riskprofil kan generera olika avkastning på lång sikt, en fråga som också vi ställer oss. Den amerikanska VC-marknaden är också mer aktiv än den svenska och europeiska, vilket bland annat framgår av antalet öppna VC-fonder per december 2009, enligt databasen DowJones VentureSource. Enligt databasen fanns det i Sverige 6 st., i Västeuropa 169 st. och i USA 488 st. öppna VC-fonder.

---

<sup>4</sup> Sjätte AP-fonden hade år 2008 totala investeringar inom VC om ca 4,6 mdr kr (29 % av 15,9 mdr kr).



Det finns ett flertal studier som söker förklaringar till varför avkastningen inom VC skiljer sig mellan Europa och USA, exempelvis Dantas Machado Rosa & Raade (2006), Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) och Schwienbacher (2008). En stor begränsning med dessa studier är att Europa långt ifrån utgör någon homogen VC-marknad, den är mer heterogen än vad den amerikanska VC-marknaden är (Da Rin, Hege, Llobet, & Walz, 2006).

Det finns dock ingen för oss känd studie som direkt tittar på orsakssamband mellan avkastningsnivåer för Sverige och USA, och inte heller finns någon motsvarande studie som jämför Sverige och Europa. Det finns alltså lite befintligt material att luta sig emot för den som vill identifiera särdrag som kan förklara skillnader i lönsamhet inom VC mellan Sverige och övriga VC-marknader. Ett skäl till detta kan vara att det statistiska underlaget för den svenska marknaden är för litet för att dra reliabla slutsatser om orsakssamband. En analys där man söker förklaringar till skillnader i lönsamhet torde därför sannolikt behöva genomföras som en kvalitativ analys. En intressant fråga är i vilken grad de slutsatser som görs på europainivå kan överföras till de enskilda länderna, eller mer specifikt till svenska förhållanden?

I ovan nämnda studier om skillnader i lönsamhet mellan VC i Europa och USA identifieras ett antal olika faktorer som författarna bedömer är relevanta för att förklara dessa skillnader. Amerikanska VC-aktörer investerar generellt i projekt som initialt har en högre risk jämfört med europeiska VC-aktörer, vilket ofta i litteraturen kopplas till kulturella skillnader kring synen på risk och företagande, exempelvis av Metrick (2007). Å andra sidan har de mer riskfyllda projekten möjlighet att ge både snabbare och högre avkastning, med följd att amerikanska fonder i genomsnitt realiserar<sup>5</sup> sina investeringar snabbare än i Europa (Dantas Machado Rosa & Raade, 2006). En annan faktor som påverkar hur snabbt investeringar realiserar är den tillgängliga exitmarknaden, t.ex. marknaden för börsintroduktioner, som ofta framhålls som mer välfungerande i USA än i Europa generellt, enligt Metrick (2007) och Ohlsson (2006). I en studie av Hege, Palomino, & Schwienbacher (2009) hävdas dock att detta inte kan ses som en betydande förklaringsvariabel, och om färre portföljbolag, dvs. bolag som ingår i VC-fonderna, blir noterade i Europa beror det snarare på att dessa inte presterat tillräckligt bra.

Det finns också skillnader i förhållandet mellan VC-aktörer och start-up-entreprenörer, mellan Europa och USA. VC-aktörer i USA kräver i större utsträckning kontrollrättigheter, för att t.ex. säkerställa att viktiga milstenar för företaget uppnås, vilket visar sig i ett större utnyttjande av konvertibler<sup>6</sup> samt genom att det är vanligare att byta ut entreprenören, jämfört med Europa (Hege, Palomino, & Schwienbacher, 2003).

---

<sup>5</sup> Med att realisera investeringar avses i detta sammanhang att fonden avyttrar företaget som man har investerat i, typiskt genom vidareförsäljning till en annan investerare, börsnotering (IPO) eller genom industriell försäljning .

<sup>6</sup> En konvertibel är en skuld, med rätt att omvandla skulden till aktier eller vice versa.

Ytterligare skillnader mellan den europeiska och den amerikanska VC-marknaden som tas upp av Schwienbacher (2008) är hur investeringarna fördelas över ett företags livscykel, hur investeringarna syndikeras<sup>7</sup> med andra investerare samt hur lång tid det tar att genomföra exitfasen. Sammantaget drar han av detta slutsatsen att europeiska VC-aktörer ägnar sig mindre åt att övervaka sina innehav och därför har en mer "hands-off-inställning" till sina portföljbolag än vad amerikanska VC-aktörer har, en slutsats som inte får medhåll av Bottazzi, Da Rin, & Hellmann (2004), som menar att europeiska VC-aktörer i hög grad involverar sig i bolagen de investerar i. Det framhålls också av många, bl.a. av Landström (2007), att VC-aktörer i europeiska fonder i hög grad har en bakgrund inom finans, medan de amerikanska i högre utsträckning själva har en bakgrund som entreprenörer. Slutsatsen som dras av många är att de amerikanska VC-aktörerna därmed har möjlighet att tillföra sina portföljbolag ett större värde (value-add) än europeiska VC-fonder. En viktig faktor som framhålls är också att de amerikanska VC-bolagen har en bättre förmåga att identifiera och granska flödet av nya investeringsmöjligheter, än vad de europeiska har.

Ett sätt att testa om det är VC-bolagens arbetssätt eller VC-marknadens struktur och förutsättningar som är mest avgörande för lönsamheten är att mäta amerikanska VC-bolags lönsamhet på den europeiska VC-marknaden, något som har gjorts av Hege, Palomino, & Schwienbacher (2009). De gör en mycket intressant iakttagelse när de konstaterar att amerikanska VC-aktörer verksamma på den europeiska marknaden uppvisar samma låga avkastning som övriga aktörer i Europa. Författarna drar slutsatsen att avkastningsgapet mellan USA och Europa får tillskrivas, i huvudsak, till dåligt presterande portföljbolag.

Utöver de frågeställningar som rests ovan, finns det också potentiella svårigheter kring hur avkastningar skall mätas. Den idag vanligast förekommande metoden för att mäta avkastningen inom VC är IRR (Internal Rate of Return), vilket är en metod som inte tar hänsyn till risk, något som kan ses som en brist. Vidare värderas yngre orealiserade portföljbolag i fonderna som ännu inte uppvisat positiva kassaflöden försiktigt, till anskaffningskostnad, vilket får till följd att de flesta fonders avkastning är negativ initialt. Kan detta innebära problem i jämförbarheten av historisk avkastning i svenskt, europeiskt och amerikanskt VC, t.ex. om genomsnittlig ålder på VC-fonderna är olika?

Ett annat möjligt problem när det gäller mätningen av avkastningen inom VC är att det tar lång tid att se hur stort det faktiska värdeskapandet i VC-fonden varit. I samband med att Sjätte AP-fonden ändrade sin strategi för VC fördes en offentlig debatt kring problematiken hur avkastningen skall mätas för VC, och över vilken tidsperiod det är relevant att mäta den. I en artikel i Svenska Dagbladet uttryckte Erling Gustafsson, VD för Sjätte AP-fonden att: "*[j]ag vill ha en ärlig debatt om att investera i småföretag, och ta upp problemet att det tar lång tid att få avkastning*" (Svenska Dagbladet, 2009).

---

<sup>7</sup> Med syndikering menas att investeringarna görs genom en sammanslutning av investerare.

VC-aktörer som reser pengar till nya fonder väljer också vilken investeringsstrategi som skall tillämpas i fonden. Ett viktigt sådant strategiskt val är om fonden skall specialisera sig inom någon specifik sektor eller bransch eller vara diversifierad och investera i många branscher, ytterligare ett val som skall göras är om fonden skall investera specialiserat i någon av portföljbolagens livscyklifaser eller om fonden skall investera brett, över flera faser. Flera studier har genomförts som har försökt identifiera vilka strategier som har givit högst avkastning, med något olika resultat, Lossen (2006) menar i sin fallstudie att avkastningen minskar vid diversifiering av investeringsfaser men ökar vid diversifiering över flera branscher, medan de inom VC tongivande forskarna Gompers, Kovner, Lerner, & Scharfstein (2006) menar att det finns en stark korrelation mellan specialisering och hög avkastning för VC-fonder. Det har av Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) konstaterats att amerikanska VC-aktörer överlag är mer specialiserade än europeiska, något de sätter i samband med en mer mogen VC-marknad.

VC är ett förhållandevis nytt forskningsområde och generellt har lite akademisk forskning gjorts inom området enligt Lerner (2009), vilket förefaller vara den gängse bilden av forskningsläget inom området. Det finns dock de som menar att forskningen inom området är omfattande, t.ex. menar Landström (2007) att mängden forskning och litteratur inom VC är enorm. I motsats till vad man kan anta av ovanstående, och, till viss förvirring, menar Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) att det allra mesta av VC-forskningen är amerikansk, och utgår från amerikanska förhållanden, medan mycket lite av forskningen har ett europeiskt perspektiv.

## **1.2 Problemformulering och avgränsningar**

Givet att den existerande bilden av lönsamheten inom VC i Sverige stämmer, kommer investeringarna inom detta, för samhället så viktiga område, på sikt sannolikt att minska, något som är oroande. Det är i sammanhanget viktigt att få svar på följande frågor:

- Hur har lönsamheten för svenskt VC faktiskt varit historiskt?
- Vilka orsaker ligger till grund för att förklara den historiska lönsamheten för svenskt VC, och vilka orsakssamband har identifierats vid internationella jämförelser?

Frågeställningarna formulerade ovan berör de huvudsakliga problemområden som uppsatsen avser att belysa. Med lönsamhet för svenskt VC avses i denna uppsats den avkastning som investeringarna i VC har gett investerarna, inte vilken lönsamhet de VC-bolag som förvaltar fonder har eller andra effekter VC-investeringarna har haft på t.ex. samhällsekonomin.

Den internationella jämförelsen med svenskt VC är baserad på tidigare utförda komparativa studier, och avgränsas till att omfatta europeiskt och amerikanskt VC. Dessa marknader är intressanta att jämföra med därför att Sverige generellt alltmer integreras med övriga Europa och att lönsamheten också här sägs vara låg, medan avkastningen för VC i USA framhålls vara hög.

### **1.3 Syfte**

I denna rapport åsyftas att bringa klarhet kring lönsamheten i svenskt VC, samt att bedöma den framtida utvecklingen för svenskt VC.

## **2 Metod**

I syfte att öka den allmänna förståelsen för VC, samt att sätta in avkastningen för VC i en kontext, har vi valt att inkludera ett kapitel som introducerar läsaren till VC-marknaden och de element från denna som är relevanta vid en genomgång av lönsamheten inom VC, jfr *kap 3 Introduktion till VC*. För att vidare göra det enklare att förstå den svenska VC-marknaden och hur denna förhåller sig i en internationell jämförelse presenteras en kort historisk beskrivning av den svenska, europeiska och amerikanska VC-marknaden, jfr *kap 4.1 Historisk utveckling för VC*. För att ytterligare klarlägga skillnader och likheter mellan VC-marknaderna ingår också en sammanställning och analys av aktiviteten på de respektive VC-marknaderna som en del av den historiska beskrivningen.

Data som utgör underlag för att besvara de formulerade frågorna, har sammanställts i överskådliga tabeller och, där vi försöker åskådliggöra något som kan vara svårt att ta till sig från en tabell, i grafer.

Då något sagts i intervjuerna, tidsskrifter eller officiella uttalanden som vi anser förtjänar att framhävas, har detta citerats. Korta citat i uppsatsen kursiveras och sätts inom citationstecken i den löpande texten medan längre citat dessutom markeras särskilt genom indrag och blankrad både före och efter citatet (Rienecker & Stray Jörgensen, 2006).

### **2.1 Strategi**

Vår första frågeställning: "[h]ur har lönsamheten för svenskt VC faktiskt varit historiskt?" besvarar vi främst genom att samla in, strukturera och analysera historisk data för avkastningen. Utöver detta har vi använt oss av litteratur som har analyserat lönsamheten för svenskt VC, och rapporter från svenska och europeiska branschföreningar som presenterar och analyserar motsvarande data. Vi har också genomfört intervjuer där frågor om den svenska VC-marknadens lönsamhet har inkluderats. Anledningen till att vi använder ett flertal olika källor för att söka svaret på frågeställningen är för att överbrygga eventuella brister kopplade till respektive källa. Sådana brister kan t.ex. utgöras av låg statistisk signifikans i historisk data eller snedvridning av uppgifter för egen vinning.

För att besvara vår andra frågeställning: "[v]ilka orsaker ligger till grund för att förklara den historiska lönsamheten för svenskt VC, och vilka orsakssamband har identifierats vid internationella jämförelser?", har vi för den första delen av frågan valt att studera litteratur som behandlar båda lönsamhet och övriga förhållanden för svenskt VC. Det är dock svårt att hitta robusta förklaringar avseende lönsamheten för svenskt VC i studier av endast den svenska VC-marknaden. Internationella jämförelser som söker

förklaringar till skillnader i lönsamhet mellan olika länder kan på så sett komplettera studierna av den svenska VC-marknaden. De flesta jämförande studier av VC-marknader avser jämförelse mellan den amerikanska och den, i någon mening aggregerade, europeiska VC-marknaden, och som nämndes i inledningen av uppsatsen är litteraturen som jämför den svenska VC-marknaden med den europeiska och amerikanska icke-existerande, och en sådan studie kan inte heller utföras inom ramen för denna uppsats. De orsakssamband som identifieras i jämförelsestudierna mellan europeiskt och amerikanskt VC analyseras för att bedöma om dessa samband också kan överföras till den svenska VC-marknaden. Som underlag för denna bedömning har vi analyserat studier av hur integrerad den europeiska VC-marknaden är, som kompletterats med intervjuer av svenska VC-aktörer.

## **2.2 Datainsamling och litteraturstudie**

Genom vår presentation av den historiska avkastningen för VC i Sverige, Europa och USA försöker vi kvantitativt återge hur den svenska marknaden för VC presterat i förhållande till Europa och USA. Datainsamlingen som utgör grund för sammanställning av historisk avkastning har skett genom litteraturstudier och analys av branschrapporter från organisationer såsom European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) och amerikanska National Venture Capital Association (NVCA) men också via begränsad tillgång till en databas för VC, DowJones VentureSource. Från DowJones VentureSource har vi främst hämtat information om aktiviteten på VC-marknaderna, båda i Sverige, Europa och USA. Vi har också genom Svenska Riskkapitalföreningen och Sjätte AP-fonden erhållit viss data om avkastning för Sverige, Europa och USA från Thomson Reuters.<sup>8</sup> Datakälla uppges alltid i koppling till relevant tabell och graf.

Det finns få databaser med information om avkastning för VC, och alla är stängda för de som inte har betalt för tillgång till den tjänsten. Den vanligast förekommande källan för historisk avkastning är Thomson Reuters. Vilket gör att de data som vi har oftast är helt jämförbara med de data som andra studier har använt, d.v.s. vi menar att de har hög validitet för jämförelsen med dessa. Informationen i de båda databaserna Thomson Reuters och DowJones VentureSource, som vi använt oss av, bygger på frivillig rapportering, vilket öppnar för att de data som finns inte är fullständigt representativa för hur den verkliga avkastningen och aktiviteten är på VC-marknaderna.

Identifiering av relevant litteratur har främst skett genom att utgående ifrån frågeställningarna söka efter litteratur i databaserna Libris, Gunda och JSTOR. Sökningen av litteratur har skett brett och över en längre tidsperiod, någon fokuserad sökning av litteratur genom att endast använda ett fåtal enskilda sökord i databaser har alltså inte utförts. Relevant litteratur har identifierats genom att först studera ett mindre antal källor varur ytterligare relevant litteratur identifierats genom att studera referenserna i dessa, en process som sedan itererats. Exempel på relevant litteratur som vi använder är studier som

---

<sup>8</sup> Thomson Reuters har en VC-databas som i dagläget kallas Thomson Reuters Venture Xpert.

med hjälp av statistisk regressionsanalys av data analyserar orsakssamband mellan olika VC-marknader. Branschrapporter har dels erhållits via respektive branschorganisationens hemsida, men också genom biblioteket vid Göteborgs Universitet samt via Sjätte AP-fonden.

Från tidsskrifter har endast för uppsatsen relevanta citat hämtats, vid eventuella hänvisningar till referenser i artiklarna har istället dessa uppgifter sökts direkt i primärkällan, detta förhållningssätt, menar vi, bidrar till att öka uppsatsens reliabilitet.

### **2.3 Intervjuer**

Tre intervjuer med relevanta aktörer på den svenska VC-marknaden har genomförts. Intervjuobjekten har valts med omtanke för att få en bred och representativ bild av den svenska VC-marknaden, och utgörs av branschorganisationen Svenska riskkapitalföreningen (SVCA) som valdes då de antas ha en god överblick av den aggregerade svenska VC-marknaden och hur den förhåller sig relativt andra VC-marknader, en VC-fond i form av Chalmers Innovation Seed Fund som valdes då den är en av endast sex öppna VC-fonder i Sverige för tillfället<sup>9</sup> samt den statliga pensionsfonden Sjätte AP-fonden som är en viktig aktör inom svenskt VC, och som offentligt har ifrågasatt lönsamheten inom svenskt VC. Intervjun med SVCA genomfördes över telefon, medan intervjuerna med Chalmers Innovation Seed Fund och Sjätte AP-fonden genomfördes på respektive kontor. Vi intervjuade SVCA först, Chalmers Innovation Seed Fund som nummer två och Sjätte AP-fonden sist. Samtliga intervjuer har spelats in för att säkerställa kvaliteten och reliabiliteten i vår sammanställning. Vi har valt att intervju ett mindre antal VC-aktörer istället för en omfattande surveyundersökning då de ämnen som behandlas är komplexa och vi har därför prioriterat längre intervjuer framför många kortare intervjuer. Varje intervju pågick under ca 1 - 1.25 h.

Intervjuerna är till för att få svar på frågor som är svåra att hitta i litteraturen, dels för att det avser specifikt svenska förhållanden och dels för att vi efterfrågar aktuell information. Vi är också intresserade av att se om det förekommer några diskrepanser mellan litteraturens teorier och praxis.

Intervjuerna utfördes semi-strukturerade, vilket är en lämplig metod då det är tydligt vad som eftersöks, men då det samtidigt är viktigt att få den intervjuades bild av frågan (Lindlof & Taylor, 2002). Intervjufrågorna har haft liknande huvudteman för samtliga intervjuobjekt, men har anpassats efter respektive aktör och deras roll i den svenska VC-marknaden, exempelvis har vi i frågorna till SVCA har vi haft en större fokus på hur den svenska VC-marknaden ser ut och hur den förhåller sig till den amerikanska och övriga europeiska VC-marknaden, medan vi i frågorna till Chalmers Innovation Seed Fund och Sjätte AP-fonden har haft en större fokus på mer tekniska frågor om värdering och prestationsmätning inom VC. Som stöd för genomförandet av intervjun användes s.k. intervjuguider som

---

<sup>9</sup> Uppgift hämtad ur databasen Dow Jones VentureSource, 2009-11-18

till skillnad mot intervjuformulär är ett mer flexibelt och informellt stöd under intervjun, som inte dikterar exakt hur frågorna skall ställas och i vilken ordning (Lindlof & Taylor, 2002). Intervjuguiderna som har utgjort grunden för de intervjuer som har gjorts finns i *Bilaga 1*, och dessa var tillgängliga för respektive intervjuobjekt innan intervjun. Då intervjuerna var ämnesomfattande och semi-strukturerade, med många övergripande frågor, valde vi att sammanfatta intervjuerna som referat snarare än som parafrasering, d.v.s. vi har kondenserat relevanta intervjuessonemang istället för att återge intervjusvaren i exakt ordningsföljd punkt för punkt (Rienecker & Stray Jörgensen, 2006). Efter att vi har sammanställt intervjuerna har intervjuobjekten givits möjlighet att granska sammanställningen för att säkerställa reliabiliteten i densamma, och deras kommentarer till sammanställningen har i stor utsträckning beaktats. Det har utöver intervjuer också förekommit korrespondens via e-post med intervjuobjekten.

Eftersom samtliga intervjuobjekt är svenska aktörer på den svenska marknaden ger de sin syn på svenskt VC ur ett svenskt perspektiv. Det hade givetvis också varit lämpligt, och intressant, att intervjua en internationell aktör verksam i Sverige, allra helst en amerikansk aktör, för att få bilden av hur det förhåller sig också från andra sidan. Det har dock inte funnits möjlighet, inom ramen för denna uppsats, att genomföra detta.

Samtliga av de vi har intervjuat har sannolikt incitament till att säga att det är bra att investera i VC i framtiden, något som är viktigt att beakta i vår analys av de svar som ges av de intervjuade. Det hade varit bra att intervjua en mer oberoende person med god insyn i VC-marknaden, såsom t.ex. någon i den akademiska världen. Vi lyckades dock inte, givet uppsatsens tidsram, att få till en sådan intervju.

### **3 Introduktion till VC**

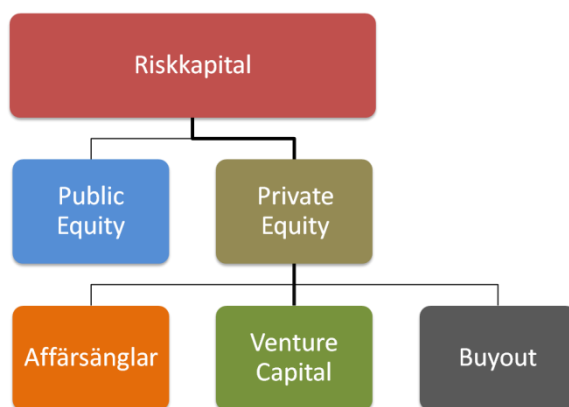
#### ***3.1 Begrepp och definitioner***

Begreppen och definitionerna som används i sammanhanget kring VC är inte helt entydiga och konsekvent använda i praktiken. Det kan därför finnas en poäng i att även här tydliggöra och förklara begreppsapparaten som används i uppsatsen.

Den europeiska branschorganisationen EVCA, European Private Equity and Venture Capital Association, definierar VC enligt följande:

*”Professional equity co-invested with the entrepreneur to fund an early-stage (seed and start-up) or expansion venture. Offsetting the high risk the investor takes is the expectation of higher than average return on the investment. Venture capital is a subset of private equity” (EVCA, 2009b).*

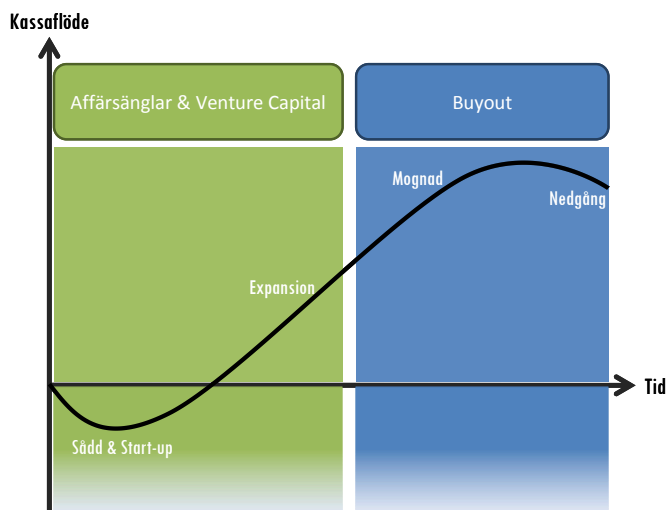
Riskkapitalet delas in enligt *Figur 1*, i två huvuddelar, public equity, d.v.s. investeringar i börsnoterade företag och private equity som avser investeringar i onoterade företag. Private equity delas sedan i sin tur in i investeringssegmenten, affärsängelinvesteringar, VC och buyout. Affärsänglar är privatpersoner som investerar i utveckling av nya företag, VC-företag investerar också i företagets tidiga skeden men med en professionell utgångspunkt i jämförelse med affärsänglarna medan buyout-företagen investerar i mogna företag med utvecklingspotential.



**Figur 1 Riskkapitalets uppdelning, egen kompilering baserad på SVCA (2009a).**

I vissa sammanhang används termen private equity när buyout avses, vilket alltså inte är i linje med definitionerna som används av branschorganisationerna EVCA och SVCA med flera.

För att ytterligare tydliggöra vad de olika aktörerna inom private equity gör och vad de olika investeringsfaserna innebär, så visas schematiskt i *Figur 2* nedan i vilka skeden i företagets livscykel som de är verksamma. VC investerar i de tidiga skedena i ett företags livscykel medan buyout går in i företagen när de mognar. Någon entydigt definierad gräns mellan sent expansionskede och mognad finns dock inte.



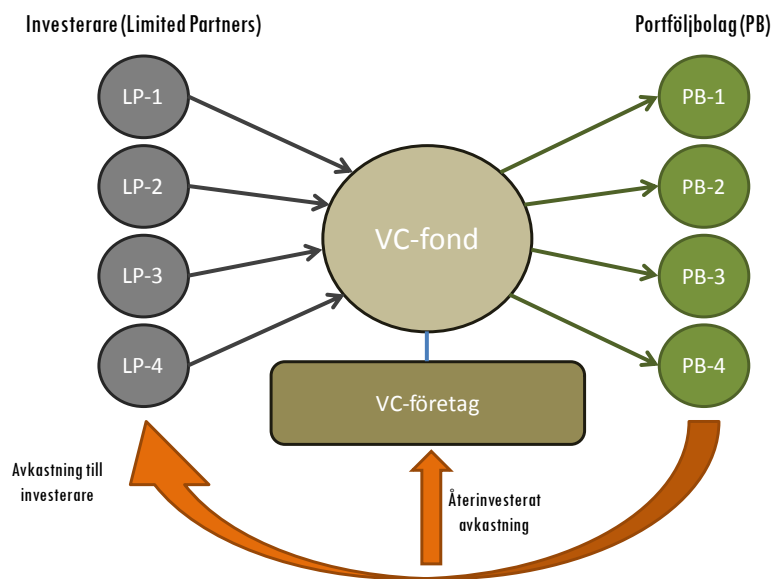
**Figur 2 Olika investerare i ett företags livscykel (SVCA, 2009a).**



### 3.2 Affärsmodell för VC

Hur ser då VC-bolagens affärsmodell ut och vilka aktörer finns bakom investeringarna inom VC? Normalt skiljer man på så kallat "corporate VC" och institutionellt VC. Corporate VC är kopplat till ett företag, typiskt en bank, medan institutionellt VC baseras på investeringar från flera investerare s.k. Limited Partners (LP), typiskt pensionsfonder och liknande typ av investerare.

VC-företagen kontrollerar normalt ett flertal fonder, i vilka Limited Partners har investerat. VC-företagen tar ut en förvaltningsavgift ur fonden samt erhåller vinstdelning vid upplösning av fonden, jämför *Figur 3* nedan.



Figur 3 VC-marknadens affärsmodell, egen kompilering efter Barnes & Menzies (2005).

### 3.3 Värdering av VC

Av central betydelse i skapandet av avkastning för VC-investeringar är givetvis att priset på de sålda portföljbolagen är högt i förhållande till det pris som betalats när investeringen gjordes. Utöver för VC-bolagen att skapa värde i portföljbolagen, på så kort tid som möjligt, är det därför också viktigt att investeringen gjorts till en rimlig värdering.

Värdering av VC är erkänt svårt och processen sägs ofta präglas av magkänslor. Vanligtvis rekommenderas att diskonterade kassaflödesmodeller inte är lämpliga för att värdera VC, Damodaran (2001) menar å andra sidan att incitamenten för att göra noggranna värderingar är större när osäkerheterna och riskerna är stora. Det faktum att värderingarna av VC blir oerhört känsliga för förändringar av indata, skall enligt Damodaran inte ses som att det är modellerna det är fel på, tvärtom, de stora variationerna i värdet återspeglar bara de faktiskt stora underliggande riskerna och osäkerheterna. På grund av den stora känsligheten i val av indata som finns i diskonterade

kassaflödesmodeller förespråkar EVCA, som sätter branschpraxis, en restriktiv hållning till användande av den typen av värderingsmetoder när VC-fonderna skall värdera sina portföljbolag, istället rekommenderas att innehaven i tidiga skeden värderas till anskaffningskostnad (EVCA, 2009c).

En viktig slutsats som dras av Damodaran (2001) är att den höga volatiliteten i utfallen för investeringar i VC utgör ett starkt incitament för en långtgående diversifiering för investerare i VC.

För VC-investeringar med en historiskt låg avkastning, har, bevisligen, kvoten mellan pris på sålda portföljbolag och pris på bolaget när investeringen gjordes varit låg. En förklaringsvariabel till den låga avkastningen kan därmed vara att investeringarna gjorts till alltför optimistiska värderingar.

Om man ser på skillnaderna i värderingsmetoder mellan USA och Europa ser man att många av de mest använda sätt att värdera bolag i USA också är av de mest använda i flera europeiska länder, enligt studien Beekman, o.a. (2000). Denna studie visar också att det kan skilja sig lika mycket om man jämför värderingsmetoderna i enskilda länder inom Europa som om man jämför länder i Europa med USA, och drar slutsatsen att man inte kan komma till någon generaliserad slutsats om hur VC-aktörer i europeiska länder agerar baserat på observationer i endast några få länder.

Vid investeringar i noterade tillgångar används idag i hög utsträckning klassisk portföljteori. Det blir uppenbart svårare att använda klassisk portföljteori, eller besläktade modeller, för att sätta samman portföljer och fastställa avkastningskrav för onoterade tillgångar. För dessa onoterade tillgångar är inte risken, d.v.s. variansen i tillgångens värde, enkelt observerbar. Trots detta tar vissa sin utgångspunkt i CAPM för att värdera VC, t.ex. analyseras beta för VC i Cochrane (2005). Andra, t.ex. Polaris Group Inc. Terry Dorsey (2000) menar att klassisk portföljteori inte kan tillämpas för VC, och föreslår istället alternativa modeller för att bedöma risken i en portfölj av onoterade VC-tillgångar.

Det faktum att det inte finns globalt vedertagna värderingsmodeller för VC, såsom t.ex. klassisk portföljteori är det för noterade tillgångar, skulle kunna innebära att det finns ett stort utrymme för skillnader mellan hur portföljbolagen värderas i USA och Europa. Här skulle olika kulturella skillnader kring synen på risk och riskpreferenser, jämför Kahneman (2003), därmed kunna ingå som en del i förklaringsmodellen till varför avkastningen varit så olika för VC-investeringar i USA och Europa.

### **3.4 Prestationsmätning av VC**

För att mäta prestationen för VC-fonder, d.v.s. vilken avkastning de genererat till fondens investerare, används normalt idag måtten IRR och multiplar.<sup>10</sup> Dessa mått kritiseras i många sammanhang för att vara alltför trubbiga för att kunna bedöma vilket mervärde fonden har presterat, t.ex. av Phalippou (2009).

---

<sup>10</sup> Med multiplar menas i dessa sammanhang kvoter mellan pengar in i fond, och pengar ut ur fond.

Dessa avkastningsmått ger ingen information om den riskjusterade avkastningen och gör det svårt att jämföra olika fonders prestationer, som ju kan ha åstadkommit över olika lång tid och till olika risk.

De multiplar som normalt används vid prestationsmätning av VC-fonder är Total Value to Paid In capital ratio (TVPI), Distributions over Paid In capital (DPI), och Residual Value of the fund assets over Paid In capital (RVPI). Dessa mått ger fondens avkastning som en multipel av den initiala investeringen och de förhåller sig, enligt Dantas Machado Rosa & Raade (2006), till varandra såsom:

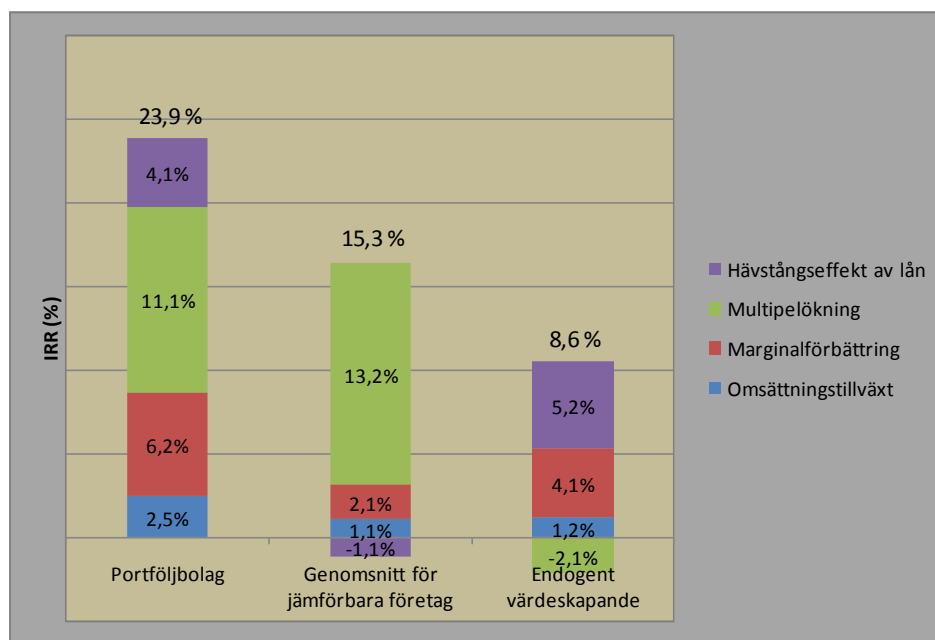
$$\text{TVPI} = \text{DPI} + \text{RVPI}$$

Där TVPI är totalt värde av fondens investeringar dividerat med den initiala investeringen.

DPI är utdelningar från fonden dividerat med initial investering, motsvarande den realiserade delen av fondens avkastning.

RVPI är residualvärdet av fondens kvarvarande tillgångar, motsvarande den orealiserade delen av fondens avkastning.

Vid prestationsmätning av VC är det centralt att skilja på realiserad avkastning och orealiserad avkastning, det förefaller dock som att detta ej görs i någon större omfattning då IRR används som prestationsmått. En nedbrytning av fondens avkastning i delar, för att identifiera på vilket sätt värdet skapats i fonden, kan dessutom tillföra mycket värdefull information till den som utvärderar en fond eller jämför olika fonders prestationer. Ett förslag på en sådan uppdelning har lagts fram av Gottschalg, Zollo, & Loos (2004), som delar upp avkastningen vid värdering av respektive portföljbolag i två externa faktorer, hävstångseffekt av lån och multipelökning samt två interna faktorer, marginalförbättring och omsättningstillväxt. Med externa faktorer avses sådana som är oberoende av hur portföljbolagen presterar, såsom ränteutveckling (hävstångseffekt av lån) och allmänt högre värdering av bolag inom den aktuella sektorn (multipelökning). Avkastningen för det aktuella portföljbolaget kan sedan jämföras med genomsnittet av motsvarande avkastningsuppdelning för jämförbara företag, varvid det endogena värdeskapandet för portföljbolaget beräknas som skillnaden mellan avkastningen för det aktuella portföljbolaget och genomsnittet för jämförbara företag. Uppdelningen av avkastningen åskådliggörs i ett hypotetiskt exempel, se *Figur 4* nedan:



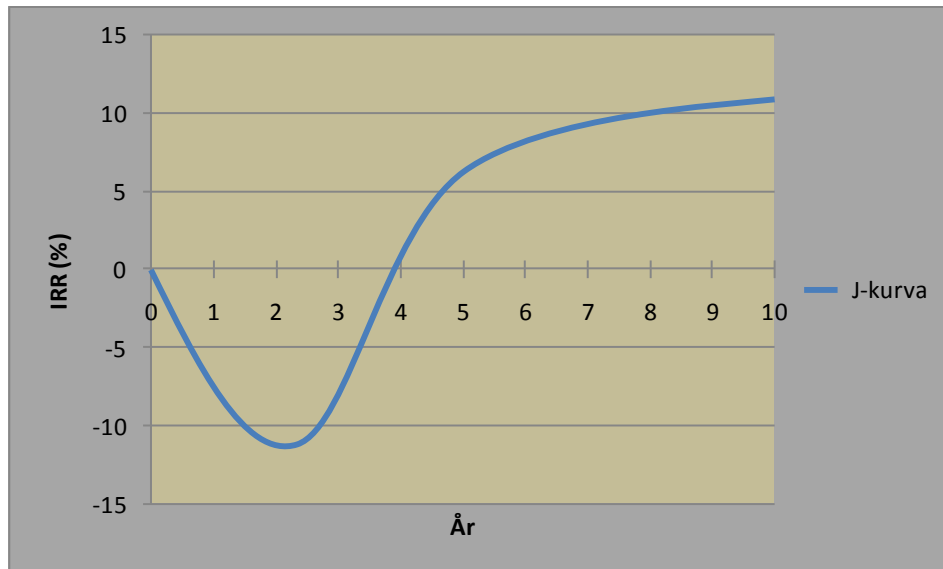
**Figur 4 Nedbrytning av IRR, ett hypotetiskt exempel. Egen kompilering efter Gottschalg, Zollo, & Loos (2004).**

Genom att bryta ned fondens avkastning i delar ges möjlighet att bedöma vilket värde som har tillskapats genom fondens egna aktiviteter och vad som beror på yttre faktorer. Det kan finnas ett extra stort värde i att bryta ned varifrån avkastningen har skapats, då man skall analysera och identifiera orsaker till skillnader i avkastning för VC mellan USA och Europa.

Ett problem då prestationer skall mätas på aggregerad branschnivå är att data ofta enbart finns hos investerarna, i fonderna och delvis hos nationella intresseorganisationer för VC (Landström, 2007). Ett annat bekymmer med prestationsmätning av VC är att statistik över långa tidsperioder, med nominella IRR, blir kraftigt störda av de perioder då inflationen var hög.

En mycket central del när det gäller prestationsmätning av VC är att förstå hur fondens värde och avkastning ser ut över tiden, under VC-fondens livslängd. VC-investeringar sker typiskt i företag som har begränsade eller inga inkomster och därmed har negativa kassaflöden. Dessa portföljbolag värderas typiskt till anskaffningskostnad, tills det kan göras sannolikt att portföljbolaget kommer generera positiva kassaflöden i framtiden. Samtidigt har fonden både uppstartskostnader och löpande kostnader, vilket medför att fonden i början normalt uppvisar negativ avkastning. Allteftersom portföljbolagen utvecklas och fondens innehav börjar realiseras<sup>11</sup> ökar fondens synliga avkastning.. Detta ger upphov till ett fenomen som brukar benämnas j-kurvan, se *Diagram 1* nedan.

<sup>11</sup> Realisering innebär att fonden säljer sina innehav i portföljbolag.



**Diagram 1 J-kurvan. Typisk avkastningsutveckling för en VC-fond över fondens livslängd. Egen kompilering efter Mathonet & Meyer (2007).**

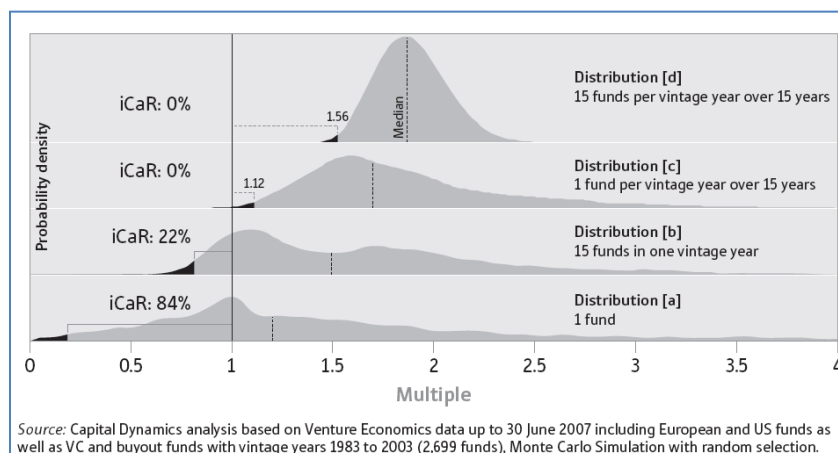
Detta innebär att en låg avkastning för en ung VC-fond inte behöver säga något om lönsamheten för fonden på längre sikt. Det innebär också att det är svårt att jämföra en fond som varit igång i två år med en som varit igång i sju år, därför brukar man gruppera ihop och jämföra fonder som startats samma år, startåret benämns fondens "vintage-år". Vid jämförelse av avkastning för VC på aggregerade nivåer, för t.ex. USA och Europa, bör man därför också beakta hur det totala investerade kapitalet är fördelat på olika vintage-år för att bedöma om statistiken är jämförbar.

### **3.5 Investering i VC**

Allokeringen av kapital till VC sker till stora delar genom att institutionella investerare har mål och/eller begränsningar för hur stor andel av den totala portföljen som skall vara allokerad till alternativa tillgångar, såsom t.ex. VC, buyout och fastigheter. Som följd av detta varierar hur mycket kapital som allokeras till VC med börsens utveckling (Araghy & Björkman, 2009). Metodiken innebär att mycket pengar investeras i VC när det är dyrt, och lite pengar när det är billigt. För avkastningen på aggregerad nivå har detta givetvis en negativ inverkan, som egentligen inte är kopplad till de egentliga prestationerna i den underliggande tillgången. Det innebär också att det historiskt går att identifiera att fonderna med hög avkastning till stor del består av fonder som startats vid låga börsvärderingar, i lågkonjunktur.

Som Damodaran (2001) påpekar, så innebär den höga specifika företagsrisken i unga VC-portföljbolag att vinsten i att diversifiera är ännu högre än för noterade bolag, vilket framgår tydligt i Figur 5 nedan. Vikten av att diversifiera är allmänt erkänd när det gäller portföljer av noterade bolag. Positiva effekter av diversifiering uppstår då snabbt och den specifika risken minskar signifikant redan vid 5-10 bolag. Vissa index som används som proxy för marknaden innehåller endast 30 aktier, t.ex. Dow Jones i USA

och OMX30 i Sverige. Det är värt att notera skillnaden i hur många bolag som behövs för att uppnå diversifieringen när det gäller VC jämfört med större noterade bolag, något som beror på en stor skillnad i riskprofil. I simuleringarna av historisk avkastningsdata presenterad i *Figur 5* uppnås exempelvis en fullgod diversifiering, med ett lågt iCaR (Invested Capital at Risk)<sup>12</sup>, genom att investera i 15 fonder per år under 15 år.<sup>13</sup>



**Figur 5 Simuleringar av diversifieringseffekter vid investeringar i private equity Gottschalg (2009).**

Klart är alltså att vinsten av diversifiering av VC investeringar är stor. Frågan är då var diversifieringen bör ske? Bör VC-fonderna investera i många olika bolag i olika sektorer och branscher, eller skall fonderna vara specialiserade på någon särskild sektor eller bransch, och diversifiera sig genom att kombinera investeringar i VC med placeringar i t.ex. obligationer eller noterade aktier, eller är det bättre att fonderna är specialiserade och ägarna av fonderna själva diversifierar sig genom att äga många fonder? Specialiserade fonder torde kunna tillföra sina portföljbolag ett större värde, genom ökad kunskap och kontaktnät inom sitt specialområde. Specialiserade fonder väljer dock bort andra potentiellt mer lönsamma investeringar, så det framhålls av några, t.ex. Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003), att det på fondnivå förefaller finnas en "trade-off" där värdet av den ökande specialiseringen blir mindre än alternativkostnaden för de missade investeringarna i andra branscher. För avkastningen på aggregerad nivå på VC-marknaden skulle ju dock specialiserade fonder rimligen ge högre avkastning. Det förekommer därmed i någon mening en intressekonflikt mellan fondernas intressen och investerarnas. Fonderna vill vara diversifierade, och är det i ganska stor utsträckning idag. Det framhålls i Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) att amerikanska fonder generellt är mer specialiserade än europeiska. Motsvarande diskussion får anses ha förekommit för noterade företag, där det under en tid var populärt att bilda konglomerat. I det fallet har det bildats en konsensus kring att det istället är effektivast att diversifieringen sker utanför bolaget, av investerarna.

<sup>12</sup> iCaR motsvarar det belopp som portföljen med 99 % sannolikhet förlorar mindre än (Gottschalg, 2009).

<sup>13</sup> Det är oklart hur många bolag varje fond innehåller i snitt men om vi antar 10 bolag per fond så innebär det totalt 2 250 bolag.

## 4 Empiriskt och analytiskt underlag för diskussion

### 4.1 Historisk utveckling för VC

#### 4.1.1 Den svenska VC-marknadens historia

Även om VC har växt snabbt och i Sverige omfattar betydande belopp, förvaltad kapital var 63 Mdr kr år 2009, se *Tabell 1*, är forskningen inom området fortfarande rätt begränsad (Isaksson, 2006). Den professionella VC-marknaden är i Sverige fortfarande förhållandevis ung.

**Tabell 1** Översikt över den svenska private equity branschen år 2009<sup>14</sup>, baserat på medlemsuppgifter SVCA (SVCA, 2009a)

Investeringsfas	Förvaltad kapital (Mdr SEK)	Investerat kapital (Mdr SEK)	Antal PE-Bolag	Antal Portföljbolag
Buyout	413	213	40	250
VC	63	38	110	800
<b>Total</b>	<b>476</b>	<b>251</b>	<b>150</b>	<b>1050</b>

Riskkapitalets historia är dock äldre, historien innehåller många exempel på förmögna människor som satsat kapital och tagit risker. När Sveriges industrialisering inleddes under 1890-talet bidrog riskkapitalister såsom Gustaf de Laval, William Olsson och Ernst Thiel till att skapa företag runt de nya idéerna. Många av de nu största företagen i Sverige började sin historia med stöd av förmögna privatpersoner.

Den mer formella VC-verksamheten i Sverige kom igång under 70-talet då de första VC-fonderna bildades. I början av 80-talet etablerades ett 30-tal VC-bolag samt statliga regionala utvecklingsfonder. I syfte att stimulera riskkapitalmarknaden genom att göra den mer likvid bildades 1982 Over-The-Counter-marknaden (OTC), efter rekommendation av en statlig utredning, SOU 1981:95, som sneglat mot USA.

Med början 1995/1996 växte den svenska marknaden för VC kraftigt, till följd av en allmän börsuppgång och en ökad allokering av pensionsmedel till VC, se *Diagram 2*. Bland annat bildades 1996 den statliga Sjätte AP-fonden som då fick ett kapital om 10,4 Mdr kr att investera (Sjätte AP-fonden, 2009b), vilket vid den tidpunkten innebar att Sjätte AP-fonden tillsammans med andra statliga aktörer utgjorde en väsentlig del av VC-marknaden i Sverige.

<sup>14</sup> Uppgifter om antal portföljbolag avser år 2006.

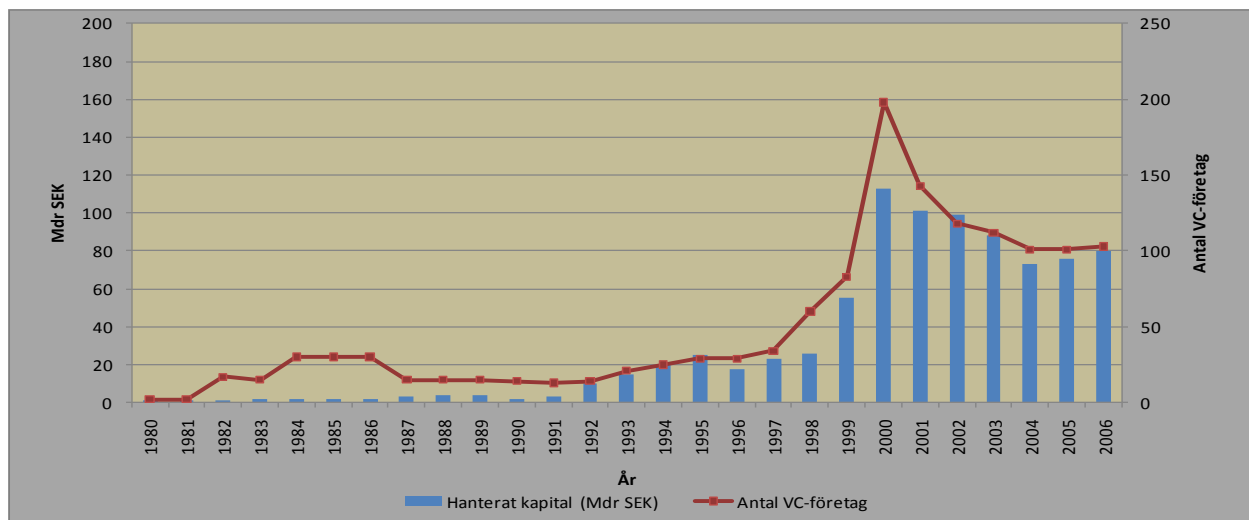


Diagram 2 Den svenska VC-marknadens utveckling, baserat på Isaksson (2006).

#### 4.1.2 Den europeiska VC-marknadens historia

Under slutet av 1970-talet var Storbritannien och Irland bland de första länderna i Europa att attrahera professionellt VC,<sup>15</sup> typiskt investeringar genom dotterbolag till amerikanska VC-företag (Gregoriou, Kooli, & Kraeussl, 2007).

Det var inte förrän i slutet av 1990-talet som man kunde tala om en VC-marknad i Europa som stöttade unga företag. Förutsättningarna fanns helt enkelt inte innan dess, inte minst fanns det inte många "case" som var tillräckligt bra för att investera i. Peter Englander, på anrika brittiska private equity-företaget APAX, uttryckte detta genom citatet i Campbell (2003): "[u]nder 80-talet var det bara sådana som inte var anställningsbara som blev entreprenörer". Entreprenörskap betraktades också vid den tiden som något av ett amerikanskt fenomen (Campbell, 2003).

Det har i många sammanhang, t ex. av Ohlsson (2006), framhållits att marknaden för VC skulle gynnas av att skapa en gemensam och mer likvid marknad i Europa för små bolag och deras möjligheter att bli publika. Försök har gjorts i syfte att göra marknaden för börsintroduktioner mer likvid, men de satsningarna har inte haft några stora framgångar. Som exempel skapades 1996 The European Association Of Securities Dealers Automated Quotation (EASDAQ), en transnationell aktiemarknad för småbolagsaktier, dock listades få bolag och år 2001 köptes EASDAQ upp av NASDAQ.

I Europa har offentligt VC använts för att fylla ut det gap som uppstått då det funnits en stor efterfrågan på kapital från nystartade företag i tidiga skeden men då privata investerare främst investerat i företagets senare skeden. Europeiska investeringsfonden (EIF), som startades i slutet av 1990-talet, är

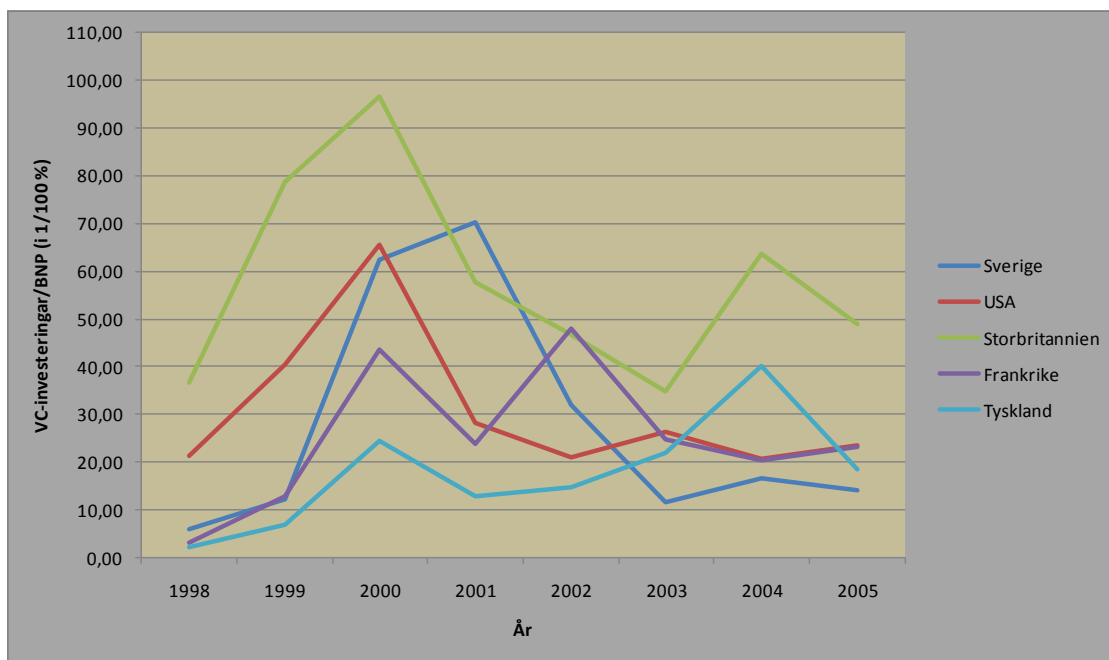
<sup>15</sup> Med professionellt VC menas VC-investerare enligt dagens definition, d.v.s. aktörer som också investerar i företagets tidiga skeden, men med en professionell utgångspunkt i jämförelse med affärsänglarna



ett exempel på en institution skapad i syfte att överbrygga gapet mellan efterfrågan och utbud av VC för tidiga investeringar. VC-investeringar av offentliga aktörer i Europa utgjorde under 1990-talet upp till 10-15 % av den totala VC-marknaden, men har successivt minskat i relativ storlek och utgjorde 4,3 % år 2003 (Gregoriou, Kooli, & Kraeusl, 2007).

Det finns givetvis stora skillnader mellan de olika länderna inom Europa när det gäller hur marknaderna för VC ser ut, dock pågår inom EU arbeten med att harmonisera de regulatoriska frågorna som berör VC i Europa, exempelvis genom det s.k. AIFM-direktivet.<sup>16</sup> Utöver de regulatoriska frågorna finns givetvis kulturella skillnader och olika mognadsgrad hos de olika ländernas VC-marknader. Generellt sker mer finansiering via banker kontra VC i Europa jämfört med USA. I Tyskland t.ex. var bankfinansiering den vanligaste finansieringsformen för private equity år 2003 (EVCA, 2004).

Ofta används länders investeringar i VC i förhållande till dess BNP som ett mått på hur mogen dess VC-marknad är. I *Diagram 3* nedan presenteras VC-investeringar i förhållande till BNP för USA och ett antal europeiska länder, inklusive Sverige. Vi kan notera att VC-investeringarna varierat kraftigt över tid och att Sverige generellt ligger på ungefär samma nivå som USA, Frankrike och Tyskland.



**Diagram 3** Totala VC-investeringar i förhållande till BNP för ett urval av länder under perioden 1998-2005, egen kompilering baserat på data ur Gregoriou, Kooli, & Kraeusl (2007).

<sup>16</sup> EU-kommissionen har lagt fram ett förslag på direktiv som har som syfte att reglera och övervaka "Alternative Investment Fund Managers" (AIFM) något som inkluderar VC-förvaltare, samt bidra till ökad transparens och harmonisering av regler för alternativa investeringar inom EU (Commission of the European Communities, 2009).

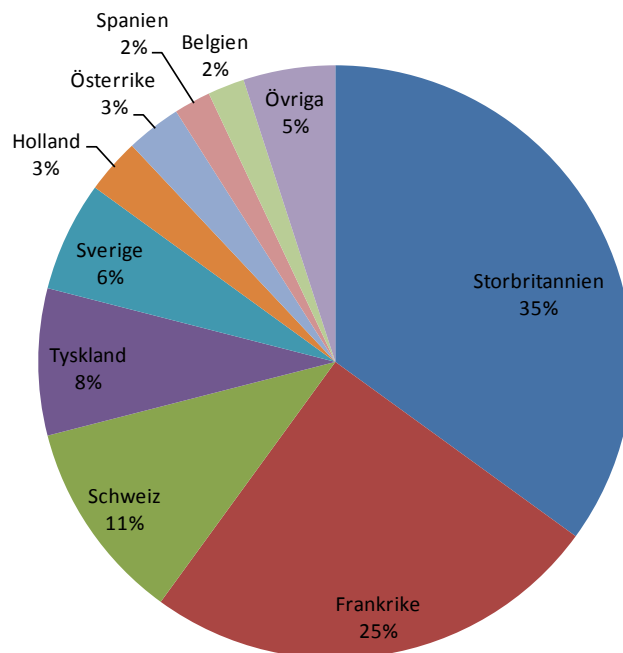
En annan typ av jämförelse av mognadsgraden presenteras av Index Ventures Ben Holmes (2008), som jämför tongivande aktörer på den europeiska respektive den amerikanska marknaden genom att presentera VC-bolagets uppstartsår och vilken fond i ordningen VC-bolaget drev år 2008, se *Tabell 2* nedan.

**Tabell 2 Urval av VC-bolag i Europa och USA med exempel på uppstartsår och respektive nummer i ordningen den fonden utgjorde (Index Ventures Ben Holmes, 2008).**

USA			Europa		
VC-Bolag:	År:	Fond nr:	VC-Bolag:	År:	Fond nr:
Bessemer	1911/1970	7	Partech	1982	4
Greylock	1965	11	Atlas Venture	1986	6
Kleiner Perkins	1972	11	Sofinnova	1989	5
Sequoia Capital	1972	11	Wellington	1991	4
NEA	1978	11	Northzone	1994	5
Oak	1978	11	Index Ventures	1996	4
Accel	1983	9	Amadeus Capital	1997	2
Battery Ventures	1983	6	Add Partners	1999	1
Etc.			Etc.		

I jämförelsen framgår tydligt att den amerikanska marknaden är mer mogen och att det finns aktörer med längre erfarenhet i USA jämfört med Europa.

Då jämförelser i litteraturen i stor utsträckning sker mellan den amerikanska VC-marknaden och den europeiska, på aggregerad nivå, är det viktigt att skapa sig en bild av hur homogen den europeiska marknaden egentligen är. Inom Europa finns skillnader i hur VC-marknaderna ser ut, en sådan skillnad är aktiviteten för VC-investeringar. I *Diagram 4* nedan redovisas hur investeringarna som genomfördes inom VC under Q2 2009 fördelade sig mellan Europas länder.



**Diagram 4** Fördelning av totala VC-investeringar inom Europa Q2 2009, källa: DowJones VentureSource

Av *Diagram 4* framgår att Europas aktuella VC-marknad i själva verket, till lejonparten, utgörs av ett fåtal europeiska länders VC-marknader, med den Brittiska i spetsen.

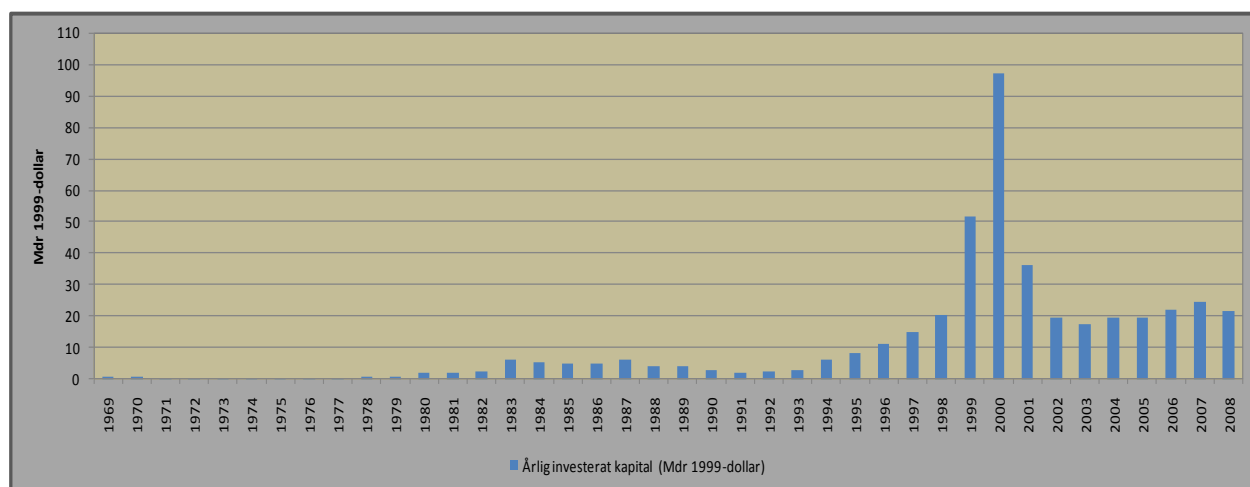
### 4.1.3 Den amerikanska VC-marknadens historia

Den moderna riskkapitalismen i USA uppstod ur resterna från andra världskriget, då man ville få nytta av alla de uppfinningar som gjorts för militära ändamål. Generalen Georges Doroit anses vara den moderna riskkapitalismens fader. Doroit undervisade på Harvard Business School och grundade American Research and Development Corporation 1946.

I början av 60-talet ville man i USA uppmuntra bildandet av riskkapitalbolag för att snabba på utvecklingen av nya affärsidéer och produkter utifrån tekniska innovationer, enligt Gompers & Lerner (2001) var det delvis påskyndat av rädslan för ett sovjetiskt teknikövertag efter uppskjutningen av satelliten Sputnik. En mängd SBIC (Small Business Investment Companies) etablerades och tilläts låna upp statligt kapital mot ränta under marknadsnivå. Parallellt växte ett stort antal VC-bolag fram genom privata partnerskap, utanför SBIC-formatet och efter ett decennium hade dessa vuxit om SBIC-bolagen i investerat kapital.

1979 tilläts amerikanska pensionspengar att investera i VC, i och med ett förtydligande av "prudent man-rule" från US Department of Labor, och branschen skiftade från att ledas av förmögna privatpersoner till mer kapitalstarka institutioner och pensionsfonder Gompers & Lerner (2001).

Den historiska utvecklingen avseende årligt investerat kapital i VC-investeringar i USA redovisas i *Diagram 5* nedan.



**Diagram 5** Historik över investeringar per år inom venture capital i USA, i 1999-dollar, baserat på Gompers & Lerner (2001) för åren 1969-1994 och på PriceWaterhouseCoopers/National Venture Capital Association (2009) för åren 1995-2008.

Vi ser att VC-investeringarna tar fart i första halvan av 90-talet med en extrem topp under IT-boomen toppår 2000. Därefter har VC-investeringarna stabiliserats på en nivå som är högre än vad det var innan IT-boomen.

## 4.2 Historisk avkastning inom VC i Sverige, Europa och USA

Den kanske mest intressanta historiska data om VC, är data över historisk avkastning. För VC används generellt avkastningsmättet IRR, något vi diskuterar mer i detalj i *kap 3.4*. Genom att sammanställa och jämföra avkastningen för VC i Sverige, Europa och USA över tidshorisonerna 3, 5, 10 och 20 år, vilket presenteras i *Tabell 3* nedan, får vi en god översikt över avkastningen inom VC. Under investeringsfasen "Balanserade" inkluderas VC-fonder som investerar i portföljbolag i både sådd, start-up och expansion.

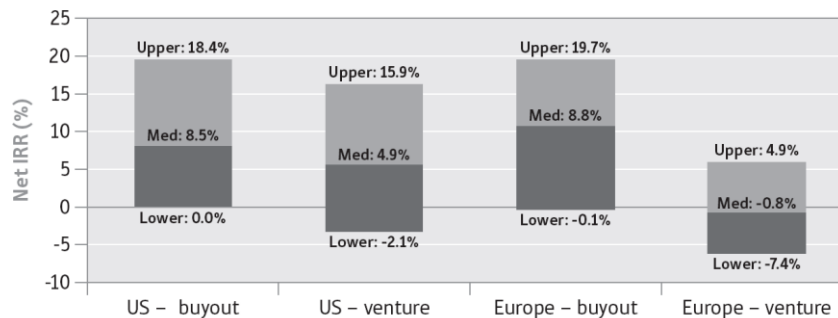
**Tabell 3** Historisk avkastning (IRR %) t.o.m. 2007-12-31, för VC, indelat i investeringsfaserna sådd och start-up, expansion och balanserade, i USA, Europa och Sverige. Källa: USA: (NVCA, 2009), Europa: (EVCA, 2009d), Sverige: Thomson Reuters

Investeringsfas	3 År			5 År			10 År			20 År		
	USA	Eur.	Sve.	USA	Eur.	Sve.	USA	Eur.	Sve.	USA	Eur.	Sve.
Sådd, Start-Up	6.8	2.3	0.8	3.1	-4.7	-3.0	34.5	-1.1	11.6	20.8	0.0	14.5
Expansion	14.6	6.9	13.8	10.1	1.2	7.4	14.9	7.1	7.3	14.2	8.5	12.3
Balanserade	11.6	6.6	-1.3	9.0	-1.8	-11.6	8.6	7.9	-8.8	13.9	8.1	-4.1
<b>Genomsnitt VC</b>	<b>10.7</b>	<b>4.4</b>	<b>1,0</b>	<b>6.9</b>	<b>0.9</b>	<b>-6.5</b>	<b>17.9</b>	<b>1.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>16.4</b>	<b>4.6</b>	<b>2.8</b>

Det kan konstateras att avkastningen för VC varit klart högre i USA än i både Europa och Sverige historiskt, och att det i USA och Sverige på lång sikt varit investeringar i tidiga faser som varit mest lönsamma.

Avkastningen för balanserade VC-fonder urskiljer sig som särskilt låga genom historien, och det är värt att notera att den låga avkastningen för dessa investeringar drar ned den genomsnittliga avkastningen för VC, eftersom de investerade beloppen i balanserade VC-fonder är större än i de övriga.

Vi har redan konstaterat att den historiska avkastningen för VC varit lägre i Europa än i USA under de senaste 20 åren. För att ge ytterligare dimensioner utöver de statistiska data som framgår i *Tabell 3* ovan, har Gottschalg (2009) sammanställt data över spridningen i avkastning för VC i Europa och USA under perioden 1969-2007, d.v.s. under hela VC-historien. Dessutom görs en jämförelse med ett annat investeringssegment inom private equity, buyout, se *Figur 6*.



**Figur 6 Avkastning för private equity i USA och Europa under tidsperioden 1969-2007 Gottschalg (2009)**

Ur *Figur 6* kan vi utläsa att avkastningen inom buyout, sett över en längre tidsperiod varit ungefär densamma i Europa som i USA, medan vi för VC ser en anmärkningsvärt lägre avkastning i Europa. En effekt av den stora historiska skillnaden i avkastning mellan buyout och VC i Europa är att en allt större andel av kapitalet som allokeras till private equity investeras inom segmentet buyout (EVCA, 2009a).

Då Europa inte utgör en fullständigt homogen marknad för VC-investeringar, samtidigt som Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) framhåller VC-marknadens mognadsgrad som en av flera viktiga parametrar, är det intressant att studera historisk avkastning för det land i Europa som ofta framhålls som det mest mogna med hänseende till VC-investeringar, Storbritannien, bland annat av Beekman, o.a. (2000). I *Tabell 4* nedan presenteras data för historisk avkastning för VC i Storbritannien t.o.m. år 2007 från The British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA). Avkastningshistoriken är uppdelad i två delar, en del för fonder med vintage-år före 1996 och den andra för fonder med vintage-år efter 1996. I avkastningsstatistiken för fonder med vintage-år före 1996 är avkastningen uppdelad i de två investeringsfaserna tidig fas och utvecklingsfas, det redovisas ingen aggregerad avkastning för VC

som helhet. För fonder med vintage-år efter 1996 finns däremot enbart statistik på aggregerad nivå för VC.

**Tabell 4 Historisk avkastning (IRR i %) för VC i Storbritannien (BVCA, 2008)**

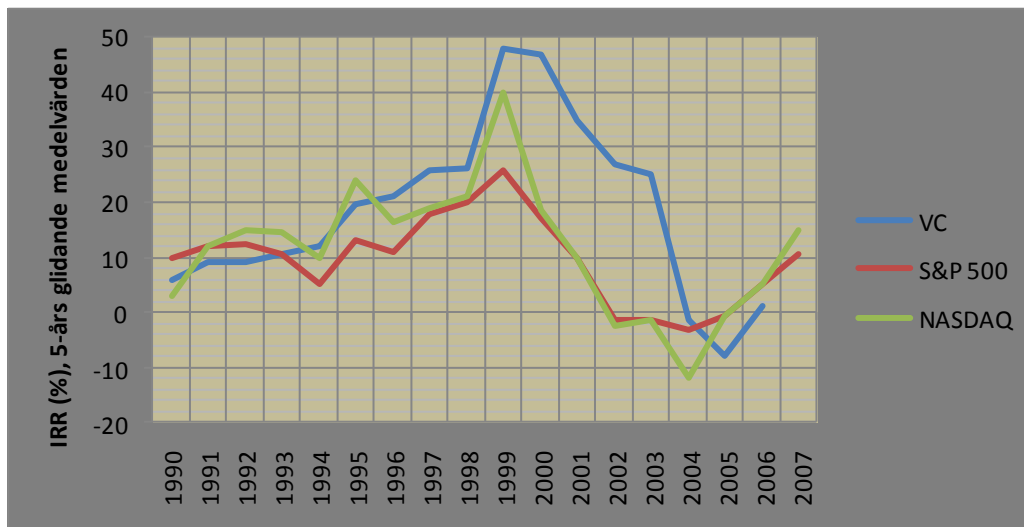
	Vintage-år för fond, före 1996		
Investeringsfas	3 år	5 år	10 år
Tidig fas	-4.5	4.1	14.2
Utvecklingsfas	11.4	5.5	25.1
	Vintage-år för fond, efter 1996		
Investeringsfas	3 år	5 år	10 år
VC	1.6	-1.4	-1.8

Det förvaltade kapitalet i brittiska VC-fonder med vintage-år före 1996 uppgick till väsentligt lägre belopp än i fonder uppstartade efter 1996<sup>17</sup>. Enligt den redovisade statistiken kan därmed utläsas att även i Storbritannien, trots att BVCA gör en något annorlunda indelning av investeringsfaser jämfört med *Tabell 3* där statistiken omfattar samtliga vintage-år, har VC historiskt givit en låg avkastning, trots att många anser att just Storbritannien tillhör Europas mognare marknader för VC.

Det konstateras också av Hege, Palomino, & Schwiendbacher (2009) att de europeiska länderna uppvisar liknande prestationer inom VC. De noterar i detta sammanhang inga skillnader mellan ländernas avkastning inom VC, som kan förklaras med skillnader i hur aktiemarknaderna utvecklats eller vilka skattesubventioner som finns för VC.

Ytterligare en dimension som har relevans vid bedömningen av historiska avkastningar för VC är givetvis hur avkastningen förhåller sig till den publika aktiemarknaden, både avseende storlek på avkastning och korrelation mellan VC-marknaden och den publika marknaden. Risk och avkastning för amerikanskt VC har studerats av Cochrane (2005), som finner att karakteristiken för risk och avkastning inom VC uppvisar stora likheter med små bolag noterade på NASDAQ-börsen. Amerikanska NVCA (National Venture Capital Association) redovisar jämförande statistik för 5-års glidande medelvärden för avkastningen för VC och publika marknader, i form av IRR i %, se *Diagram 6* nedan.

<sup>17</sup> Det förvaltade kapitalet för VC-fonder med vintage-år före 1996 uppgick till £m 873, medan förvaltad kapital för fonder med vintage-år efter 1996 uppgick till £m 5 125, per 2007 (BVCA, 2008).



**Diagram 6 Historisk avkastning (IRR %) för amerikanskt VC, jämfört med amerikanska publika bolag, 5-års glidande medelvärden t.o.m. 2007. Egen kompilering efter NVCA (2009)**

NVCA:s data indikerar att avkastningen för VC i USA följer de publika marknaderna, åtminstone sett till glidande medelvärde över en 5-årsperiod. Sammantaget, med beaktande av både Cochrane (2005) och NVCA (2009), förefaller det rimligt att komma till slutsatsen att avkastningen för VC i USA följer avkastningen för små noterade teknikbolag på NASDAQ-börsen relativt väl.

Avslutningsvis bör det i samband med att vi redovisar historiska data för avkastning i form av IRR nämnas att de databaser varur informationen hämtats är baserade på frivillig rapportering från de aktiva VC-bolagen. Det nämns i många sammanhang att svarsfrekvensen för att rapportera in data till databaserna är låg, vilket gör att en viss försiktighet vid användningen av dessa data bör tillämpas. Några menar att den låga svarsfrekvensen ger en bias för att de med låg avkastning rapporterar så att den faktiska avkastningen egentligen är högre, medan andra menar att det istället föreligger en bias för att de med hög avkastning rapporterar och därmed att de redovisade avkastningarna i själva verket är ännu lägre. Det får dock anses vara klarlagt, utom rimligt tvivel, att avkastningen för VC i Sverige och Europa historiskt varit klart lägre än i USA.

### **4.3 Intervjuer med aktörer på den svenska VC-marknaden**

I syfte att komplettera och verifiera redan tillgänglig information om VC-marknaden från relevant litteratur, forskningsrapporter och data, har intervjuer gjorts med representanter från tre centrala aktörer på den svenska VC-marknaden. Intervjuobjekten representerade Sjätte AP-fonden, Svenska Riskkapitalföreningen och Chalmers Innovation Seed Fund.

Den Svenska Riskkapitalföreningen är en intresseförening som verkar på den svenska riskkapitalmarknaden. Enligt föreningens hemsida är deras uppgift att *"... i olika sammanhang verka för en väl fungerande private equity-marknad i Sverige, att bland allmänheten sprida kunskap, att verka för professionell utveckling samt att främja entreprenörskap."* (SVCA, 2009b)

Som representant för Svenska Riskkapitalföreningen blev Linus Dahg intervjuad. Dahg jobbar som analytiker i föreningen och har som huvuduppgift att analysera främst den svenska marknaden men också på internationell nivå. Detta innebär bland annat analys av aktiviteten på marknaderna och en årligen presenterad studie av riskkapitalportföljbolagen på den svenska marknaden.

Chalmers Innovation Seed Fund är en av sex öppna VC-fonder i Sverige för tillfället<sup>18</sup>, vilket kvalificerar dem som ett intressant intervjuobjekt. Chalmers Innovation Seed Fund är en fond för teknikbaserade företag som startas i Chalmers Innovations inkubatorverksamhet. Bland investerarna i fonden kan nämnas Sjätte AP-fonden och European Investment Fund (EIF).

Intervjun med Chalmers Innovation Seed Fund utfördes med en av deras två Investment Managers, Timo Lehes. Lehes har själv varit entreprenör och har byggt upp tre olika verksamheter varav en i USA, och har sammanlagt 13 års internationell erfarenhet, bland annat också inkluderande arbete med M & A i London.

Sjätte AP-fonden utgör en av buffertfonderna i det svenska allmänna pensionssystemet och har, enligt sin hemsida, som uppdrag att (Sjätte AP-fonden, 2009c): *"Sjätte AP-fonden förvaltar allmänna pensionsmedel med uppdraget att skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredställande riskspridning genom placering av riskkapital i små och medelstora, svenska tillväxtföretag, och därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet"*. Sjätte AP-fonden är en stängd fond och förvaltar det grundkapital som man blev tilldelad vid starten 1996, 10,4 mdr kronor. Vid utgången av 2008 uppgick det förvaltade kapitalet till 16,4 mdr, varav ca 4,6 mdr kr var allokerade till VC (McKinsey, 2009). Som representanter för Sjätte AP-fonden intervjuades Cecilia Gross Friberger portföljansvarig VC och Carolina Winroth analytiker inom fondinvesteringar.

Varje intervju är, i någon grad, specialutformad för att dra nytta av den mer specifika expertis och kunskap som varje intervjuobjekt har, och som kan skilja sig från de andra. Det är dock fem huvudområden som tas upp i alla tre intervjuerna. Dessa är lönsamheten för VC, skillnader mellan VC-marknader i Sverige, Europa och USA, värdering och prestationsmätning av VC, investering i VC och framtidsutsikter för VC.

---

<sup>18</sup> Uppgift hämtad ur databasen Dow Jones VentureSource, 2009-11-18



### 4.3.1 Lönsamhet för VC

Enligt data som är tillgänglig om lönsamheten på den svenska VC-marknaden, se *Tabell 3*, har denna, även på lång sikt, inte varit särskilt bra. Detta har gjort att Sjätte AP-fonden har bestämt sig för att man kommer begränsa nya engagemang inom sektorn unga tillväxtbolag (Sjätte AP-fonden, 2009a), och de säger även att de inte vet om någon som tjänar pengar på denna typ av investeringar i Norden (Dagens Industri, 2009). Delas denna bild av övriga aktörer på den svenska VC-marknaden?

Dahg menar att det inte borde funnits någon sådan här bransch om man inte hade fått positiv avkastning. Fonder hade t.ex. inte fått något institutionellt kapital om man inte lyckats med det. Han säger dock vidare att det är väldigt många på den svenska marknaden som har svårt att tjäna pengar på VC, och som följd är det en del fonder som har svårt att få in pengar. När det gäller Erling Gustafssons utspel om den dåliga lönsamheten för VC på den nordiska marknaden anser Dahg sig oenig, och argumenterar med följande:

*”[j]ag vet inte om man kan dra över en kam och säga att hela att marknaden inte fungerar, bara för att man själv inte lyckas. [...] De säger själva att deras fondinvesteringar går jättebra, och det innebär ju att det är någon annan som lyckats välja ut vilka bolag som utvecklas väl [...]”.*

Gross Friberger och Winroth menar dock att det finns enskilda VC-fonder som levererat hög avkastning men VC-fonder totalt sett har inte levererat hög avkastning, till skillnad mot buyout-fonder som generellt har genererat hög avkastning. De påpekar också att även om det inte framgår i artikeln i Dagens Industri, där Sjätte AP-fondens VD inte säger sig känna till någon som tjänar pengar på denna typ av investeringar i Norden, så åsyftades den långsiktiga avkastningen för hela segmentet och inte enskilda investeringar. Dahg påpekar också att statistiken som finns om lönsamheten i VC inte nödvändigtvis går att lita på. T.ex. är det så att Sverige är en speciell marknad där många fonder ofta inte ens har sitt säte i Sverige, även om majoriteten av investeringarna och styrningen sker i Sverige, något som gör att dessa inte kommer med i den svenska statistiken utan där fonden har sitt säte. Han menar också att det är mycket låg svarsfrekvens från svenskt VC till databaserna som samlar in den historiken, då många tycker att denna information kan vara känslig. Den Svenska Riskkapitalföreningen drar, av dessa skäl, inga slutsatser av historisk data, då man anser att den inte är att lita på.

Lehes menar att det finns exempel på enskilda VC-fonder som presterat bra, och som exempel på detta nämns InnovationsKapitals första fond InnKap 1, men att det är få VC-bolag som har presterat bra i många fonder över längre tid. En viktig framgångsfaktor för dessa lyckade fonder var timingen, att t.ex. fonderna hade bra möjligheter att sälja av sina portföljbolag under bra förhållanden, något som var fallet under perioden 1999-2000, och som gör att Lehes drar slutsatsen att möjligheten att tjäna pengar på VC i stor grad beror på möjligheterna att realisera sina innehav via exitmarknaderna.

Gross Friberger anser att det är för tidigt att säga om VC är lönsamt eller ej, då det tar lång tid att bygga upp företag. En stor del av kapitalet har allokerats till VC under de senaste fem åren och dessa innehav har inte ännu realiserats. Dessa investeringar är vanligen konservativt värderade till anskaffningskostnad i enlighet med EVCA:s värderingsprinciper. Gross Friberger säger vidare att *"[s]ynliggörandet av värdeskapandet ligger ofta nära exittidpunkten"*.

Sjätte AP-fondens senaste årliga utvärdering av verksamheten visar på en historisk negativ avkastning på -6,5 % för investeringar i expansionsföretag, under perioden 1997-2008 (Finansdepartementet, 2009), och utgörs dels av realiserade innehav, dels på denna typ av konservativa rapporterade värden på de orealiserade innehaven. *"När en portfölj är i uppbyggnadsfasen tar det tid att synliggöra värden. Exempelvis tar det ca 15 år från det att ett företag skickar sin första faktura tills det uppnår en omsättning på 100 mkr"*, menar Winroth. När nuvarande innehav realiserats så kommer det finnas bättre underlag för att dra slutsatser om den långsiktiga lönsamheten inom VC. Vilken inriktning investeringarna Sjätte AP-fonden gör inom VC är, enligt Gross Friberger, klart; *"[d]et är i stora bolag<sup>19</sup> Sjätte AP-fonden har tjänat pengar och det är där Sjätte AP-fonden idag liksom i framtiden kommer ha huvuddelen av Sjätte AP-fondens kapital"*.

Det faktum att VC investerar i onoterade bolag betyder att det också innebär stora utmaningar när det skall värderas och när uppnådd avkastning skall bedömas. Det framhålls ofta att VC på grund av sin höga risk behöver mätas över en längre tidsperiod för att ge en rättvisande bild. VC-marknaden är också en relativt stängd bransch och det är svårt att utifrån genomlysa vilken avkastning en aktör har haft vilket medför att presenterade data generellt är baserade på frivilligt lämnade uppgifter. Över hur lång tid behöver man mäta för att ha underlag för långtgående slutsatser om VC, och kan man lita på den rapporterade avkastningen?

Dahg tycker att det generellt kan vara svårt att mäta prestationer i VC. Han nämner att flera av de mer erfarna VC-bolagen inte bara mäter fondernas avkastning utan använder också alternativa prestationsmått som t.ex. hur många patent som har skapats, hur ofta patenten har citerats och hur mycket man har spenderat på forskning och utveckling.

När man skall göra själva prestationsmätningen menar Dahg att 10 år ofta kan vara för kort tid som underlag för utvärderingen för att ge en rättvis bild av hur bra fonden har gjort och att 15 år kan vara att föredra.

För Sverige och Norden har vi ett ganska tunt underlag för att utvärdera prestationerna för VC-företagen i ett längre perspektiv, enligt Lehes. Medellängden på VC-fonder är kanske 8-10 år, samtidigt som marknaden för VC bara har varit igång under ca 15 år i Sverige, så det är få aktörer som har hunnit

---

<sup>19</sup> Med "stora bolag" menar Gross Friberger här portföljbolag i senare expansionsfas.

utvärderas över flera olika fonder. För att dra några långsiktiga slutsatser om VC bör man mäta över minst 2 konjunkturcykler, d.v.s. över 15 år.

#### 4.3.2 Skillnader mellan VC-marknaderna i Sverige, Europa och USA

Avkastningen på investeringar inom VC har i Sverige, som nämns ovan, historiskt givit låg avkastning. Motsvarande situation gäller för Europa, i alla fall för aggregerad nivå. I USA pekar historisk data dock på att man haft en god avkastning, och då följer frågan: hur kan det komma sig att skillnaderna är så stora? Vilka skillnader mellan VC-marknaderna i Sverige, Europa och USA kan noteras och vilka av dessa kan vara förklaringsvariabler till skillnaden i avkastning?

Dahg menar att det är stor skillnad på kapitalmängden som är tillgänglig på marknaden i USA i förhållande till vad det är i Europa. Han nämner att man t.ex. har långt flera affärsänglar i USA än vad man har i Europa, och också att om man jämför USA och Sverige på relativ nivå är det långt flera affärsänglar i USA. Men Dahg påpekar också att man inte kan dra samma slutsatser av en jämförelse av VC-marknaderna i Europa och USA som vid en motsvarande jämförelse av Sverige och USA, då det är lite för mycket variation inom Europa. De stora länderna i Europa, som Storbritannien, Tyskland och Frankrike, har lite olika förutsättningar, speciellt vad gäller exitmarknaderna, i förhållande till små länder, som Sverige. Sverige är också beroende av internationellt kapital, något de stora europeiska länderna inte i lika hög grad är.

Rent strukturellt tycker Dahg att Sverige ligger dåligt till internationellt. Ett exempel han nämner är att den inte finns skatteavdrag för investeringar i riskkapital, något man har i USA och också på några få ställen i Europa. Svenskt VC är dock stort i förhållande till BNP om man jämför med många länder, men om man ser på storleken på internationellt investerat kapital i Sverige är det bland de sämsta i Europa. Han säger vidare att "*[v]ill man ha internationellt kapital, kan man inte ha sin juridiska struktur i Sverige. Internationella investerare måste betala skatt både här och i sitt hemland, i så fall.*" Detta gör att många fonder med Sverige som huvudfokus t.ex. har sitt säte i Jersey eller Guernsey, eller andra stater med liknande juridisk struktur.

Enligt Dahg är de som lyckas bäst i Sverige de som har ett internationellt perspektiv, och inte bara gör sina investeringar i Sverige utan också gör investeringar i andra länder. Amerikanskt VC har, till skillnad från svenskt VC en enorm hemmamarknad, något som gör att det kan vara tillräckligt att endast investera där.

Bland de intervjuade fanns en konsensus om att det finns en tendens att man historiskt har varit för långsamma inom VC i Sverige att släcka ned investeringar som inte går bra, Dahg uttrycker det som "*[e]tt problem i Sverige kan vara att man håller på dåliga investeringar för länge*". Gross Friberger ser syndikering av de nordiska aktörerna vid investeringar i VC som potentiellt bidragande orsak till detta, då det gör att det är oklart bland ägarna vem som skall vara drivande.

För att lyckas med VC-investeringar måste man vara hemma i den branschen där företaget verkar för att kunna tillföra mervärde (value-add), enligt Lehes. Han bedömer att det måste vara svårt att göra ett bra jobb annars. En god branschkunskap är viktig för att kunna göra riskbedömningar och för att kunna bidra med ett personligt nätverk. I USA är investment managers generellt mer fokuserade på en specifik bransch, medan det i Sverige är vanligt med bank & finansbakgrund för de som jobbar med VC. Med bakgrund i bank och finans är det logiskt att man jobbar mer på bredden, med flera branscher, än att specialisera sig, jämfört med om man har industriell bakgrund.

På frågan om den svenska VC-marknaden är tillräckligt stor för att vara effektiv säger Lehes att han inte tycker den är det sett till "deal-flow" i förhållande till hur mycket pengar som finns allokerade till VC och riskkapital generellt. Han tycker det finns för mycket kapital i förhållande till hur många bolag som finns för att realisera avkastning till så mycket investerat kapital. En viktig aspekt till varför det är så är, enligt Lehes, bristen på möjlighet till exit i en väl fungerande exitmarknad och en annan aspekt är brist på VC-fondförvaltare med god erfarenhet i Sverige, då de som ses som erfarna i Sverige idag kanske bara har kört en fond från start till slut. Exitmarknaden är, enligt Lehes, ett generellt problem i Europa i jämförelse med USA, där den är mer likvid och priserna är bättre. Det är således idag viktigt för teknikbaserade VC-investerare att ha en bra brygga över till USA för att kunna sälja sina innehav där.

Ett problem i Sverige skulle, enligt Lehes, kunna vara att fonderna är för breda och för diversifierade över olika branscher. Dessutom tror Lehes att en specialiserad fond ger mindre risk, eftersom man har bättre chanser att lyckas och har bättre koll på riskhantering i den branschen där man verkar. En god arbetshypotes kan vara att det är bättre att diversifiera ovanför fondnivån, genom flera investeringar i specialiserade fonder.

Sammanfattningsvis tror Lehes att den största skillnaden mellan USA och Sverige är:

- Tydligare branschfokus i USA, bättre koll på de områden där man investerar
- Bättre exitmöjligheter i USA
- Mer entreprenöriell kultur i USA

Lehes konkluderar att sammantaget gör detta att det egentligen inte är så förvånande att det går bättre där.

Gross Friberger ser flera anledningar till att avkastningen på VC varit högre i USA än i Europa. Man har i USA haft mer statliga pengar investerade än i Europa, och i t.ex. Silicon Valley kom det in mycket statliga pengar till forskning. USA har också haft en god exitmarknad och en fungerande börs för tillväxtföretag. Utöver detta finns även ett väl fungerande affärsängelnätverk. En annan aspekt som Gross Friberger tror har spelat en roll är synen på risk:

*"[m]an har i USA tagit en högre risk i sina investeringar, man har också haft möjlighet till högre avkastning. I Europa har man snarare haft problemet att man inte har vågat ta stora risker, man har fått mediokra avkastningar på bolagen samtidigt som man har bolag som inte lyckas och skall skrivas bort."*

Därmed, menar Gross Friberger, kan bolagen i Europa ha varit underfinansierade, man har alltså inte vågat satsa så mycket pengar som det behövs för att lyckas.

### **4.3.3 Investering i VC**

Vidare frågade vi intervjuobjekten mer tekniska frågor om hur investeringar görs i och kapital allokeras till VC, om i hur hög grad, och på vilket sätt, de tycker man skall diversifiera inom VC-fonderna och också hur de tycker man skall göra vid värderingen av potentiella bolag till VC-fonden.

Enligt Dahg är det så att det ofta är vanligt att bredare fonder, som inte enbart har fokus på private equity och VC, har en låst procentandel som man investerar i private equity. AP-fonderna, bortsett från Sjätte AP-fonden, skall t.ex. max investera 5 procent i onoterade bolag. Detta gör att mängden kapital som är tillgänglig på VC-marknaden är beroende av börsens fluktuationer.

Enligt Lehes är det också så att allokering av kapital till VC sker cykliskt och det finns en tydlig koppling till vintage<sup>20</sup>, De fonder som startas i lågkonjunkturer har historiskt levererat en hög avkastning.

Dahg säger att han också generellt ställer sig positiv till att staten ger incitament för att investera i riskkapital, och han tycker också det kan vara bra om statliga institutioner investerar i VC-fonder. Han tycker dock att det bör vara privata aktörer som gör själva investeringarna i tillväxtbolagen.

När det gäller diversifiering menar Dahg att det är viktigt att ha en diversifierad portfölj, både över tid och i investeringsfaser för att få bra lönsamhet i fonden. Gross Friberger anser att de mer specialiserade fonderna i Sverige generellt har levererat sämre än de lite bredare fonderna. Detta, anser hon, kan bero på att de mer specialiserade fonderna går miste om många bra investeringar som följd av en smal fokus. Hon framhåller dock också att man ändå bör kunna uppvisa att man har en viss branschkompetens inom området man skall investera för att lyckas. Det är också lämpligt att det finns synergier mellan de branscher som fonden investerar i, och det är viktigt att fonden har erfarenhet av de investeringsfaser man skall verka inom. Lehes, å andra sidan, säger att han tycker att en VC-fond bör vara specialiserad inom en bransch för att ha högst sannolikhet att lyckas, men han säger vidare att han inte tycker att en VC-fond endast bör investera i en enda investeringsfas.

---

<sup>20</sup> Kopplingen till vintage Lehes här refererar till är det faktum att mindre kapital investeras i VC under lågkonjunktur, något som i tur gör att VC-fonderna som faktisk gör investeringar under lågkonjunktur får köpa företag till ett lägre pris än vad det annars hade varit i högkonjunktur.

När Sjötte AP-fonden ska välja vilka VC-fonder att investera i har de, enligt Gross Friberger och Winroth, stor fokus på managementteamet och vilka erfarenheter och kunskaper dessa besitter, men självklart är "track-record" i form av IRR för tidigare fonder som körts av samma management-team mycket viktigt. De anser dock att denna information inte säger så mycket om man inte går in och analyserar i detalj vad det var som gjorde att avkastningen blev som den blev. För att göra en rättvis värdering av fonderna behövs lång tid, säger de vidare, fonderna har typiskt börjat med en mindre fond på ett par hundra miljoner, för att sedan köra större fonder på kanske en miljard och uppåt. Idag är ofta de mindre fonderna avslutade medan de större fonderna fortfarande är igång och därmed värderade enligt EVCA:s principer. Dessa fonder befinner sig i ett läge där det är svårt att påvisa vilka värden som har skapats, eftersom portföljbolagen ofta har en lång resa kvar att göra. Sammantaget behöver en förvaltare utvärderas i 10 år eller mer för att dra slutsatser om de gjort bra prestationer, enligt Gross Friberger. På frågan om någon portföljteori används för att sätta ihop en lämplig portfölj av fonder säger Gross Friberger och Winroth att de tycker det är olämpligt att applicera klassisk portföljteori när man skall välja fonder att investera i inom VC, speciellt när man har huvudfokus på endast en liten marknad som Sverige.

Gross Friberger och Winroth påpekar att värdera företag i tidiga faser kan vara svårt, och Winroth framhåller att så länge man inte ser positiva kassaflöden är det svårt att beräkna ett värde på företaget. Värderingsmetoden som används generellt vid negativa kassaflöden är anskaffningskostnad.

Enligt Lehes är det så att den största risken inte ligger i att man räknar fel på exitvärdet på portföljbolagen utan att det tar längre tid än väntat att ta sig dit.

#### **4.3.4 Framtidsutsikter för VC**

Det verkar råda konsensus kring att den historiska avkastningen för svenskt och europeiskt VC har varit för låg, och då blir frågan vad framtiden kan bringa. Hur kommer VC-marknaderna utvecklas, och kommer man fortfarande se olönsamhet inom VC i lång tid framöver?

Dahg tycker det är svårt att säga om europeiskt VC kommer utveckla sig till att bli mer likt amerikanskt VC, men han påpekar att det är så att kapitalflödet mellan de europeiska länderna blir högre och högre. Man ser också en utveckling mot att det som tidigare har varit strukturella skillnader, t.ex. lagar och skatter, blir mer likt. Kulturella skillnader inom Europa är dock mer resistent mot förändring.

Lehes ser sig enig med Dahg i att den svenska och europeiska VC-marknaden sannolikt kommer att gå i riktning mot den amerikanska marknadens struktur. En svår nöt att knäcka är dock att överbrygga skillnaden att man i USA går in med mycket större belopp i tidiga skeden. De är mer benägna att gå in hårt med mycket kapital i ett tidigare skede, t.ex. om man kommit förbi teknikrisk och bara står inför marknadsrisk och investeraren själv har gjort, och har kapacitet att göra, en bedömning av marknaden

eftersom han kan branschen. De bolag som finansierats i USA kan därför ha en konkurrensfördel mot underfinansierade svenska och europeiska bolag.

Lehes uppfattning är att den svenska VC-marknaden mår ganska dåligt. Det är få som gör investeringar idag, och det finns ganska många fonder med förhållandevis mycket kapital som man inte har investerat.

Statistiken idag när det gäller utfäst kapital blir missvisande, enligt Gross Friberger och Winroth, då VC-bolagen idag drar sig för att stänga fonderna, de hoppas på att kunna få in mer kapital. Det är bara stängda fonder som rapporteras in i statistiken över fondresningar, därför ser det ut som att aktiviteten är lägre än vad den faktiskt är.

Enligt Gross Friberger är det så att den svenska VC-marknaden går igenom en andra konsolidering<sup>21</sup> nu, och om 5 år kommer det nog vara färre aktörer än de som finns idag. Man har redan börjat se en liten utslagning av VC-aktörer. Så mycket kapital som det fanns i Norden vid millennieskiftet, sett till de företag som fanns att investera i då, kommer det inte heller att finnas utrymme för framöver. Sverige ligger redan högt i internationell jämförelse avseende hur mycket som investeras i VC i förhållande till landets BNP.

Gross Friberger och Winroth ser en fortsatt internationalisering av VC-marknaden. Redan idag är marknaden i hög grad internationell och man har börjat se en trend att utländska investerare gör investeringar i tidigare faser i nya bolag i Norden.

När det gäller frågan om VC-marknaderna i USA och Sverige/Europa kommer att likna varandra alltmer och att avkastningen kommer att bli mer homogen eftersom kapitalet idag flödar mer effektivt mellan marknader så bedömer Gross Friberger och Winroth att det alltid kommer att vara stora skillnader mellan marknaderna och att marknaden inte är fullt så effektivt som avkastningarna skulle utjämnas.

## 5 Slutsatser

### 5.1 Diskussion

#### 5.1.1 Lönsamhet för svenskt VC

Enligt *Tabell 3* har avkastningen i form av IRR historiskt varit låg i Sverige för VC, endast 2,8 % under 1988-2007, -1,6 % under 1998-2007, -6,5 % under 2003-2007 och 1,0 % under 2005-2007. Data indikerar alltså att lönsamheten varit låg under en längre period i Sverige. Det kan dock vara värt att notera att det finns variationer mellan de olika investeringsfaserna inom VC, exempelvis har sådd och start-up avkastat

---

<sup>21</sup> Första konsolideringen av VC-marknaden var efter millennieskiftet, något som framgår av *Diagram 2*.

14,5 % i genomsnitt under 1988-2007, expansionssegmentet har avkastat 12,3 % under samma period, samtidigt som VC-investeringar på aggregerad nivå har avkastat låga -4,1 % under perioden. Då investeringar i balanserade VC-fonder är större än i övriga investeringsfaser drar den låga avkastningen i den förra ned den aggregerade avkastningen för VC. Baserat på historisk aggregerad avkastningsdata för Sverige kan man alltså konstatera att lönsamheten inom svenskt VC som helhet varit låg. På längre sikt går det dock inte att se någon väsentlig skillnad i avkastningen för investeringsfaserna sådd, start-up och expansion, det går däremot att identifiera en trend där man kan se att investeringar i svenska balanserade VC-fonder har givit väsentligt lägre avkastning än VC-fonder som är specialiserade inom investeringsfas.

Validiteten i data för den historiska avkastningen kan dock, som nämnts i *kap 4.2*, ifrågasättas, då den bygger på frivillig rapportering där svarsfrekvensen är låg. Den Svenska Riskkapitalföreningen går så långt som att säga att de inte anser att man inte kan lita på den historiska avkastningen som ingår i dessa databaser. Även om vi är eniga med Svenska Riskkapitalföreningen om att det inte fullt ut på detaljnivå går att lita på den rapporterade historiska avkastningen, menar vi ändå att den kan utgöra grund för att identifiera mönster för lönsamheten som man kan dra vissa slutsatser av. Det torde gå att fastslå att svenskt VC har underpresterat, då det måste vara svårt att hänföra de över tid stabila negativa avkastningarna till mätproblematik. Samtliga intervjuade delar också bilden att svenskt VC har haft låg lönsamhet historiskt. Vi menar därför att vår slutsats om att lönsamheten för svenskt VC har varit låg historiskt, trots bristen på tillförlitlig data, håller.

Ytterligare en aspekt är huruvida de inrapporterade avkastningarna återspeglar det faktiska värdeskapandet i portföljbolagen. Portföljbolag med negativa kassaflöden värderas vanligen till anskaffningskostnad, samtidigt som fonden har uppstartskostnader och löpande kostnader, vilket innebär att investeringar i tidiga investeringsfaser ofta ger negativ avkastning för fonden initialt, något som i branschen illustreras med j-kurvan, se *Diagram 1*. Det kan därför ta lång tid innan värdeskapandet synliggörs. Vid utvärdering av VC är det därför rimligt att ha ett långt tidsperspektiv. Flera av våra intervjuade menade att en tidshorisont om 10-15 år är nödvändig när man utvärderar VC. Ett sätt att öka jämförbarheten i historisk avkastningsdata är att gruppera denna efter fondernas uppstartsår, s.k. vintage-år, något som dock tyvärr inte verkar göras i någon större omfattning i den officiella statistiken. Eftersom den svenska VC-marknaden är förhållandevis ung, och en stor del av kapitalet som är investerat i VC-marknaden har allokerats dit under de senaste fem åren, kan det vara så att den redovisade avkastningsstatistiken inte återspeglar de värden som har skapats i de svenska VC-fonderna. Framförallt när det gäller avkastningsstatistiken för kortare perioder, det vill säga för de senaste 3 eller 5 åren, är det viktigt att ha ovannämnda fenomen i åtanke och att det därför inte är lämpligt att dra några långtgående slutsatser enbart ur dessa data.



Vilka orsaker till den låga lönsamheten för svenskt VC kan då identifieras? En stor del av det kapital som har investerats i svenskt VC investerades under IT-boomen vid millennieskiftet, se *Diagram 2*, och det fanns då för mycket kapital allokerat till VC i förhållande till de företag som fanns att investera i. Kraschlandningen som följde har haft stor negativ inverkan på den svenska VC-marknadens historiska avkastning som vi ser i dag. Möjligen kan det också, som Lehes och Gross Friberger indikerar, efter perioden kring millennieskiftet ha investerats för mycket kapital inom svenskt VC i förhållande till antalet och kvaliteten på tillväxtbolagen som funnits att investera i, även efter IT-boomen.

Sjätte AP-fonden har öppet kritiserat den låga lönsamheten inom VC i Sverige och Norden, och i den egna VC-verksamheten har man för investeringar i expansionsbolag haft en avkastning om -6,5 % sedan starten 1996. Sjätte AP-fonden har historiskt utgjort en förhållandevis stor aktör inom svenskt VC, det skulle därför, i enlighet med vårt resonemang i inledningen, kunna argumenteras för att det finns ett cirkelresonemang, där Sjätte AP-fonden hänvisar till Sveriges historiskt låga avkastning, när det i själva verket är deras egna låga avkastning som slår igenom i de svenska siffrorna. Sjätte AP-fonden har visserligen varit en förhållandevis stor aktör med låg avkastning inom svenskt VC, men inte så stora att resonemanget om att också andra haft låg avkastning kortsluts. Sjätte AP-fonden hade år 2008 enligt McKinsey (2009) totalt investerat ca 4,6 mdr kr inom VC, samtidigt som det totala förvaltade kapitalet inom VC i Sverige var ca 63 mdr kr år 2009 (SVCA, 2009a). Dessutom ingår inte alla Sjätte AP-fondens investeringar i avkastningsstatistiken, enligt Gross Friberger och Winroth. Vi drar därför slutsatsen att den inte går att hänföra den låga avkastningen inom svenskt VC till den låga avkastningen som Sjätte AP-fonden har haft på motsvarande investeringar.

Svenska balanserade VC-fonder har historiskt uppvisat en oerhört låg avkastning, och den tillgängliga statistiken indikerar att det historiskt har varit bättre att vara specialiserad inom en investeringsfas än att verka inom flera. En sådan slutsats ligger i linje med de resultat som presenteras av Lossen (2006) i sin studie av 16 olika länder, inkluderande Sverige. Då svenska balanserade VC-fonder underpresterat så konsekvent över tiden, se *Tabell 3*, förefaller det osannolikt att lejonparten av skillnaden mellan specialiserade och balanserade fonder beror på att statistiken är missvisande, t.ex. på grund av att benägenheten hos fonderna att rapportera in avkastningsdata är olika mellan investeringsfaserna, möjligen kan dock detta haft viss effekt.

Generellt är det svårt att identifiera orsaker till den dåliga lönsamheten för svenskt VC enbart genom att studera den svenska VC-marknaden isolerat, speciellt då den är så liten och har få aktörer. Det är därför lämpligt att jämföra med andra VC-marknader för att på så sätt identifiera vilka faktorer som anses ha inverkan på lönsamheten också i andra länder.

### **5.1.2 Svenskt VC i ett internationellt perspektiv**

Avkastningen för den europeiska VC-marknaden har, som framgår i *Tabell 3*, också varit låg. På aggregerad nivå har den varit en aning högre än för den svenska VC-marknaden, med beaktande av den

mätproblematik för avkastningen inom VC, som diskuterats ovan, är det dock svårt att säga om denna skillnad är statistiskt signifikant. Däremot har det i balanserade VC-fonder genererats signifikant högre avkastning i Europa än i Sverige. Som också framgår av Tabell 3 har avkastningen för den amerikanska VC-marknaden konsekvent varit mycket högre än för både den svenska och europeiska. En intressant aspekt när vi jämför avkastningen i de olika investeringsfaserna är att investeringar i sådd och start-up i Europa har genererat den lägsta avkastningen, medan investeringar i samma fas på den amerikanska VC-marknaden på lång sikt genererat den högsta avkastningen.

Det finns ett antal studier som jämför den europeiska och amerikanska VC-marknaden, dock ingen som jämför den svenska VC-marknaden med vare sig den europeiska eller den amerikanska, det är därför en öppen fråga i vilken grad de slutsatser som dras i dessa studier kan överföras till svenska förhållanden. Dahg menar att man generellt inte kan dra samma slutsatser av en jämförelse av VC-marknaderna i Europa och USA som vid en motsvarande jämförelse av Sverige och USA då det är lite för mycket variation inom Europa, dock får det faktum att den aggregerade avkastningen för svenskt och europeisk VC är på ungefär samma nivå, och att Sverige alltmer integreras i Europa, oss till att tro att en sådan överföring av slutsatser åtminstone i viss utsträckning kan göras.

Det framgår i litteraturen och av våra intervjuer att det sannolikt inte endast är ett fåtal orsaker till skillnaderna i avkastning mellan VC-marknaderna, utan att det snarare finns ett komplext orsakssamband mellan hur VC-marknaden fungerar och avkastningen för den samma. Vi har identifierat ett antal orsaker som vi anser är de viktigaste för att förklara skillnaderna i avkastningen mellan VC-marknaderna, vilka vi utvecklar nedan.

Det föreligger så gott som konsensus bland de intervjuade, och det framhålls också av bland andra Metrick (2007) och Ohlsson (2006), att en väl fungerande exitmarknad för VC är en avgörande faktor för att uppnå en hög avkastning, och det framhålls vidare att det både i Sverige och i Europa inte existerar en sådan medan däremot USA:s exitmarknad anses fungera bättre. Vi håller med om att den svenska exitmarknaden för VC-investeringar är en hämmande faktor för att uppnå hög avkastning. T.ex. skulle en väl fungerande gemensam europeisk exitmarknad gynna svenskt VC mycket.

En skillnad i arbetssätt som vi bedömer har stor relevans som förklaring till skillnaden i avkastning mellan USA och Europa, inklusive Sverige, är hur man ser på specialisering respektive diversifiering inom bransch som man investerar i. Det framgår av bl.a. Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003) att VC-aktörerna är mer specialiserade i USA än i Europa och Gompers, Kovner, Lerner, & Scharfstein (2006) noterar en tydlig korrelation mellan specialisering inom bransch och hög avkastning. Att specialisering leder till högre avkastning är en slutsats som intuitivt är lätt att ta till sig, och det stämmer också väl överens med hur utvecklingen har sett ut på marknaden för noterade bolag. Vi håller med Lehes om att specialisering inom bransch borde innebära en större möjlighet för VC-fondförvaltaren att tillföra värde

(value-add) till portföljbolagen och att det innan investeringen görs borde vara möjligt att göra en bättre riskbedömning. Många menar att de amerikanska VC-fondförvaltarna har både bättre branschkunskap, och har dessutom ofta själva erfarenhet som entreprenör, medan europeiska VC-fondförvaltare oftare har finansiell bakgrund, varför de amerikanska VC-fondförvaltarna också på grund av detta borde ha bättre möjligheter att tillföra värde till portföljbolagen. En intressant frågeställning är om den svenska VC-marknaden är tillräckligt stor för att det skall vara möjligt för VC-fonder med fokus enbart på den svenska marknaden att specialisera sig inom bransch. Dahg menar att de VC-aktörer som lyckas bäst i Sverige är de som har ett internationellt perspektiv, och inte bara gör investeringar i Sverige utan också i andra länder. En slutsats som kan dras av detta är att flera svenska VC-fonder troligen borde investera också utanför Sverige, särskilt de fonder som verkar i branscher som är små i Sverige.

Det framhålls i flera studier, bland annat av Hege, Palomino, & Schwienbacher (2003), att amerikanska VC-fondförvaltare är mer aktiva i sin kontroll av portföljbolagen, och att detta bl.a. återspeglas i ett högre användande av konvertibler, och framhålls som en av de viktigaste förklaringarna till skillnaderna i avkastning mellan Europa och USA. Bottazzi, Da Rin, & Hellmann (2004) säger dock att europeiska VC-aktörer i hög grad involverar sig i bolagen de investerar i, och i uppsatsens genomförda intervjuer nämndes inte av någon VC-fondernas kontroll över portföljbolagen som förklaringsfaktor till Sveriges låga avkastning inom VC. För svenskt VC bedömer vi därför att kontrollutövandet över portföljbolagen kan ha betydelse men att det sannolikt inte utgör en av de huvudsakliga förklaringarna till skillnaden i avkastning mellan Sverige och USA.

En tumregel för att nå lönsamhet för VC-investeringar, som framhålls av Ohlsson (2006), är att snabbt ta sig ur VC-investeringar när sannolikheten för att det inte blir ett bra utfall av investeringen är hög, och samtidigt investera mycket när en investering ser ut att bli lyckosam. Detta arbetssätt är något som i större utsträckning sägs tillämpas i USA än i Europa, vilket ofta sätts i samband med en mer framträdande entreprenörsanda och en annan syn på risktagande i den förra. Det påpekades också i intervjuerna av samtliga att VC-fonder i Sverige generellt sannolikt har hållit kvar vid investeringar som inte går bra för länge, vilket givetvis, i så fall, har haft negativ inverkan på avkastningen.

Förklaringar till skillnader i avkastningen i Europa och USA som bygger på kulturella skillnader, enligt ovan, är troligen mycket viktiga. Det är dock tveksamt om europeiskt VC kan nå lönsamhet, i paritet med den amerikanska, enbart genom att imitera amerikanskt arbetssätt, särskilt som Hege, Palomino, & Schwienbacher (2009) gör en mycket intressant iakttagelse kring att inte heller amerikanska VC-aktörer verksamma i Europa når hög avkastning, utan presterar i linje med övriga aktörer på den europeiska VC-marknaden. Det kan generellt vara svårt att överföra slutsatser från studier som jämför Europa och USA till Sverige, och slutsatser om kulturella skillnader torde vara ännu svårare. Något som fungerar bra för amerikanskt VC, fungerar inte nödvändigtvis bra för svenskt VC.

### 5.1.3 Framtidsutsikter för svenskt VC

Trots den historiskt låga lönsamheten har det investerats mycket inom svenskt VC, och i ett internationellt perspektiv investeras det fortfarande mycket i svenskt VC.<sup>22</sup> Skillnaden mellan investeringar i svenskt och amerikanskt VC i förhållande till BNP är förhållandevis små, se *Diagram 3*, givet den stora skillnaden i historisk avkastning, se *Tabell 3*. Man kan på så sätt säga att aktiviteten i svenskt VC inte i någon större utsträckning har påverkats av lönsamheten. Om lönsamheten kan förväntas kvarstå på låga nivåer förefaller det dock rimligt att allokeringen av kapital till svenskt VC kommer att minska. Vår tolkning av bilden som generellt ges av svenskt VC är att dess framtida lönsamhet är kraftigt ifrågasatt och på grund av detta håller vi med Gross Friberger om att en konsolidering av den svenska VC-marknaden förefaller trolig.

Inom VC i dag finns inga allmänt vedertagna modeller för att bedöma risken i, eller för att sätta samman portföljer av, fonder, på motsvarande sätt som den klassiska portföljteorin fungerar för noterade bolag. Vi tror inte att det heller i den nära framtiden kommer anammas någon sådan modell. För att en sådan modell skall vara meningsfull behövs sannolikt en stor gemensam marknad med goda exitmöjligheter och tillgång till betydligt mer tillförlitlig data än vad man har i dag.

Det pågår i dagsläget en översyn av regelverket kring de finansiella systemen i Europa, i syfte att minska den övergripande systemrisken. Denna översyn påverkar också VC, genom det s.k. AIFM-direktivet, som kan resultera i en minskad rörlighet inom Europa för riskkapital. För den långsiktiga lönsamheten för svenskt VC torde dock en hög kapitalrörlighet för en liten marknad som Sverige vara extra viktigt. Detta direktiv riskerar alltså att ha en negativ inverkan på lönsamheten för svenskt VC.

Allteftersom den svenska VC-marknaden mognar, vilket vi bedömer att den kommer att göra i sinom tid, är det rimligt att förvänta sig en ökad specialisering, både inom bransch och investeringsfas, bland VC-fonderna då ökad specialisering generellt är en vanlig utveckling för mognande marknader. Då vi anser att specialister generellt kommer prestera bättre än generalister när omgivningen de verkar i blir mer stabil, förväntar vi oss en successiv utslagning av de diversifierade fonderna. Damodaran och Gottschalg påpekar att vinsten i att diversifiera sig är större i VC-investeringar än i noterade tillgångar. I enlighet med vårt resonemang ovan bedömer vi att diversifieringen bör ske av investerarna ovanför fondnivå, dvs. investerarna diversifierar sig genom att investera i ett flertal specialiserade fonder.

Då den underliggande risken i de nystartade verksamheterna som VC-fondförvaltarna investerar i rimligen borde vara förhållandevis lika i USA och Sverige, och under antagande om en effektiv kapitalmarknad (Fama, 1970), där det endast finns en nivå på den riskjusterade avkastningen som en investerare kan erhålla, så borde avkastningarna i de båda länderna konvergera över tid. Stilisat kan

---

<sup>22</sup> Enligt EVCA (2007) hade under 2007 Sverige den högsta andelen private equity investeringar (buyout samt VC) som andel av BNP av samtliga länder i Europa.

detta då ske på två olika sätt, antingen genom ökade prestationer i form av avkastning från de svenska portföljbolagen eller genom en minskad kapitalallokering till svenskt VC så att portföljbolagen i Sverige kan förvärvas till lägre pris. Vi tror därför att avkastningarna i Sverige och USA över tid kommer att konvergera, och att lönsamheten för svenskt VC främst kommer öka på grund av en minskad allokering av kapital till denna, åtminstone på kort sikt.

Troligen kommer vi successivt se en ökad internationalisering av svenskt VC, både i meningen mer investeringar från utländska investerare och ökad mängd investeringar utomlands av svenska VC-aktörer. Det finns flera skäl till en sådan utveckling, framförallt medför en ökad specialisering behov av att verka på en större marknad för att få ett tillräckligt "deal-flow" av investeringar att utvärdera, ett annat skäl är att investerarna uppnår en bättre diversifiering av sina VC-investeringar. Också intervjuerna genom Dahgs uttalande om att det är aktörer som verkat internationellt som presterat bäst samt Gross Fribergers kommentar om att hon idag ser att utländska VC-aktörer kommer in allt tidigare i de svenska portföljbolagens utveckling, understödjer slutsatsen att vi kommer se en ökad internationalisering på den svenska VC-marknaden.

## **5.2 Förslag till vidare studier**

Det finns generellt lite svenskbaserad forskning inom VC, och i ännu mindre utsträckning forskning som jämför svensk VC-marknad med andra länders. Det finns därför ett stort utrymme för vidare studier inom det område vi har studerat. Vi presenterar nedan några förslag till områden som vi anser förtjänar att belysas.

Forskningen inom VC är främst fokuserad på USA och Väst-Europa. I och med att kapitalmarknaderna är globala bör en studie som är mer världsomspännande generera en mängd intressanta slutsatser.

Det finns i dag stora frågetecken kring hur avkastning för VC kan mätas på ett lämpligt sätt, och över vilken tidsperiod den bör mätas. En studie som försöker klargöra i detalj hur avkastningen bör mätas för att bättre återspegla det faktiska värdeskapandet, som därmed skulle möjliggöra en mer rättvisande jämförelse av fonder, finns det stor efterfrågan efter.

Då de internationellt jämförande studierna av VC har jämfört den europeiska och den amerikanska VC-marknaden, och att sannolikt majoriteten av motsvarande framtida studier också kommer ha denna fokus, skulle en studie som försöker fastslå hur svenskt VC förhåller sig till europeiskt innebära ett stort kunskapslyft, och utgöra god hjälp när skall försöka att överföra slutsatserna som görs, till den svenska VC-marknaden. En direkt jämförande studie av den svenska och amerikanska VC-marknaden skulle självklart också vara oerhört intressant.

Det har konstaterats i en studie att amerikanska VC-förvaltare som har investerat i den europeiska VC-marknaden inte har genererat högre avkastning än sina europeiska kollegor. En studie som analyserar om, och i så fall hur, de amerikanska VC-förvaltarna tillämpar olika arbetssätt vid VC-investeringar i Europa respektive USA skulle kunna bidra med värdefulla insikter, bland annat om huruvida det är eftersträvansvärt att tillämpa ett amerikanskt arbetssätt på den europeiska VC-marknaden.

## Referenslista

- Araghy, R., & Björkman, J. (2009). *A Vicious Circle?* Linköping: Linköping Universitet.
- Barnes, S., & Menzies, V. (2005). Investment into venture capital funds in Europe: An exploratory study. *Venture Capital*, 7 (3), 209-226.
- Beekman, A., De Waele, K., Desbrières, P., Manigart, S., Robbie, K., Sapienza, H., o.a. (2000). Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. *European Financial Management*, 6 (3).
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2004). The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. *Journal of Private Equity*, 8 (1).
- BVCA. (2008). *Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2007*. London: The British Private Equity and Venture Capital Association.
- Campbell, K. (2003). *Smarter ventures: a survivor's guide to venture capital through the new cycle*. Harlow: Pearson Education Ltd.
- Cochrane, J. H. (2005). The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics* (75), 3-52.
- Commission of the European Communities. (2009). *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*. Bryssel: Commission of the European Communities.
- Da Rin, M., Hege, U., Llobet, G., & Walz, U. (2006). The Law and Finance of Venture Capital Financing in Europe: Findings from the Ricafe Research Project. *European Business Organization Law Review*, 7, 525-547.
- Dagens Industri. (den 16 09 2009). Hämtat från Dagens Industri:  
[https://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3FArticleId%3D2009%255C09%255C16%255C352651%26SectionId%3DEttan den 16 12 2009](https://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3FArticleId%3D2009%255C09%255C16%255C352651%26SectionId%3DEttan%20den%2016%2012%202009)
- Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies*. London: Financial Times Prentice Hall.
- Dantas Machado Rosa, C., & Raade, K. (2006). *Profitability of venture capital investment in Europe and the United States*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Bryssel: European Commission.
- EVCA. (2009a). *EVCA 2009 Nordic Report*. Bryssel: European Private Equity & Venture Capital Association.
- EVCA. (2004). *EVCA Yearbook 2004*. Bryssel: European Private Equity and Venture Capital Association.
- EVCA. (2007). *EVCA Yearbook 2007*. Bryssel: European Private Equity and Venture Capital Association.

- EVCA. (den 21 12 2009b). *EVCA, European Private Equity and Venture Capital Association*. Hämtat från EVCA Glossary: <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx> den 21 12 2009
- EVCA. (2009c). *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*. Bryssel: European Private Equity and Venture Capital Association.
- EVCA. (2009d). *Performance Benchmarks 2008 European Private Equity*. Brüssel: European Private Equity & Venture Capital Association.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* , 25 (2), 383-417.
- Finansdepartementet. (2009). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008 Skr. 2008/09:130*. Stockholm: Regeringskansliet.
- Fulghieri, P., & Sevilir, M. (2009). *Size and focus of a venture capitalist's portfolio*. North Carolina, US: The society for financial studies.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives* , 15 (2), 145-168.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2006). *Specialisation and Success: Evidence from Venture Capital*.
- Gottschalg, O. (2009). *Private Equity Mathematics*. London: PEI Media Ltd.
- Gottschalg, O., Zollo, M., & Loos, N. (06 2004). Working out where the value lies. *LP Corner* , ss. 36-39.
- Gregoriou, G. N., Kooli, M., & Kraeusel, R. (2007). *Venture Capital in Europe*. Oxford: Elsevier Inc.
- Hege, U., Palomino, F., & Schwienbacher, A. (2003). *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*. RICAFA.
- Hege, U., Palomino, F., & Schwienbacher, A. (2009). *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*.
- Index Ventures Ben Holmes. (2008). *Perspectives on VC and the European opportunity*. Stockholm: Index Ventures.
- Isaksson, A. (1999). *Effekter av venture capital i Sverige*. Umeå: NUTEK.
- Isaksson, A. (2006). *Studies on the venture capital process*. Umeå: Umeå Universitet.
- Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review* , 93 (5), 1449-1475.
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: returns, persistence and capital flows. *The Journal of Finance* , 1791-1823.



- Landström, H. (2007). *Handbook of research on venture capital*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press.
- Lindlof, T. R., & Taylor, B. C. (2002). *Qualitative communication research methods* (2 uppl.). Thousand Oaks: Sage Publications, Inc.
- Lossen, U. (2006). *The Performance of Private Equity Funds: Does Diversification Matter?* München: Munich School of Management.
- Lundell, S. (den 10 04 2007). Hämtat från Dagens Industri:  
[https://di.se/Nyheter/?page=/Artiklar/Reinfeldt\\_forsvarar\\_riskkapitalbolagen.aspx%3FArticleID%3D2007%255C04%255C10%255C228406%26words%3D%26SectionID%3DEttan%26menusection%3DStartsidan%3BHuvudnyheter%26den%3D16%2F12%2F2009](https://di.se/Nyheter/?page=/Artiklar/Reinfeldt_forsvarar_riskkapitalbolagen.aspx%3FArticleID%3D2007%255C04%255C10%255C228406%26words%3D%26SectionID%3DEttan%26menusection%3DStartsidan%3BHuvudnyheter%26den%3D16%2F12%2F2009)
- Mathonet, P.-Y., & Meyer, T. (2007). *J-Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. Chichester: John Wiley and Sons Ltd.
- McKinsey. (2009). *Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2009*. Stockholm: Finansdepartementet.
- Metrick, A. (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.
- NVCA. (2009). *Yearbook 2009*. Arlington: National Venture Capital Association.
- Ohlsson, L. (2006). *Best practice venture capital, principles, tools and approaches for investment, strategy and policy*. Visby: IBIS Förlag.
- Phalippou, L. (den 23 09 2009). *The hazards of using IRR to measure performance: The case of private equity*. Hämtat från [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1111796](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1111796) den 28 12 2009
- Polaris Group Inc. Terry Dorsey. (2000). *A portfolio model for venture capital performance measurement and investment selection*. Houston: Polaris Group Inc.
- PriceWaterhouseCoopers/National Venture Capital Association. (2009). *Money Tree Report*. Hämtat från PWC Money Tree Report:  
<https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/exhibits/Q3%202009%20MoneyTree%20Report%20Final.pdf> den 21 12 2009
- Rienecker, L., & Stray Jörgensen, P. (2006). *Att skriva en bra uppsats* (2:1 uppl.). Malmö: Liber.
- Schwienbacher, A. (2008). Venture capital investment practices in Europe and the United States. *Financial Markets and Portfolio Management*, 22, 195-217.
- Sjätte AP-fonden. (den 29 10 2009a). Hämtat från Sjätte AP-fonden:  
<http://www.apfond6.se/sv/Funktioner/PIR/?aID=669292-2009-10-29-09-37> den 16 12 2009
- Sjätte AP-fonden. (2009b). *Sjätte AP-fonden Årsredovisning 2008*. Göteborg: Sjätte AP-fonden.

Sjätte AP-fonden. (den 23 03 2009c). *Sjätte AP-fondens uppdrag*. Hämtat från <http://www.apfond6.se/sv/Om-Sjatte-AP-fonden/> den 02 01 2010

SVCA. (den 28 05 2009a). *Den svenska private equity marknaden*. Hämtat från SVCA: [http://www.svca.se/common/load\\_ext\\_file.asp?Source=ext\\_pagesx&ContainerID=4252&id=83](http://www.svca.se/common/load_ext_file.asp?Source=ext_pagesx&ContainerID=4252&id=83) den 19 12 2009

SVCA. (2007). *Intervju med Lars Ohly*. Hämtat från SVCA: [http://www.svca.se/common/load\\_ext\\_file.asp?Source=ext\\_pagesx&ContainerID=32464&id=3](http://www.svca.se/common/load_ext_file.asp?Source=ext_pagesx&ContainerID=32464&id=3) den 16 12 2009

SVCA. (2009b). *Svenska Riskkapitalföreningen*. Hämtat från [www.svca.se](http://www.svca.se) den 27 12 2009

Svenska Dagbladet. (den 16 09 2009). *Svenska Dagbladet Näringsliv*. Hämtat från [http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/ap-fond-kan-slipa-dyra-smabolag\\_3528313.svd?offset=0&forumId=19&maxcount=3](http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/ap-fond-kan-slipa-dyra-smabolag_3528313.svd?offset=0&forumId=19&maxcount=3) den 25 12 2009

Wettergrund, S. (den 21 03 2007). Hämtat från Realtid: [http://www.realtid.se/ArticlePages/200703/21/20070321161408\\_Realtid369/20070321161408\\_Realtid369.dbp.asp](http://www.realtid.se/ArticlePages/200703/21/20070321161408_Realtid369/20070321161408_Realtid369.dbp.asp) den 16 12 2009

## **Intervjuer**

Dahg, L., Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), 2009-12-07

Gross Friberger, C., & Winroth, C., Sjätte AP-fonden, 2009-12-11

Lehes, T., Chalmers Innovation Seed Fund, 2009-12-09

## Bilaga 1 Intervjuguider

### Frågor till Linus Dahg på Svenska Riskkapitalföreningen

Erling Gustafsson, Sjätte AP-fonden uttalade i september: "Skiten måste upp på bordet. Jag vet inte någon som tjänar pengar på den här typen av investeringar i Norden". Kommentar? Vet du någon?

Håller ni med om att avkastningen på svenskt Venture Capital historiskt har varit låg

- Sjätte AP-fonden har bestämt att stoppa investeringar i unga tillväxtbolag då de anser att det inte är lönsamt att investera i små tillväxtbolag.
- Vilken effekt har de statliga riskkapitalbolagen haft på venture capital-marknaden i Sverige?
- Vilka effekter hade IT-bubblan på svenska riskkapitalmarknaden? USA har haft lönsamhet trots IT-bubblan.
- Tycker du den svenska venture capital-marknaden är tillräckligt stor? Hur stor tror du att en venture capital-marknad behöver vara för att bli effektiv? Har ni märkt någon förbättring i venture capital i och med den ökade europeiska ekonomiska integrationen?
- Mäter man prestationer (avkastning) på samma sätt i Sverige och Europa som i USA? Ser ni några problem med hur man gör prestationsmätning av venture capital? Över hur lång tid anser ni att man behöver mäta avkastningen för att få en rättvisande bild när man utvärderar venture capital?

Hur allokeras kapital till venture capital i Sverige?

- Är det så att många av de stora investerarna fördelar sitt kapital till venture capital som fast procentandel av sin totala portfölj, och på så sätt har t.ex. börsens utveckling stor betydelse för hur mycket som blir investerat i venture capital?
- Eftersom den svenska börsen är förhållandevis volatil, t.ex. jämfört med den amerikanska börsen, kan man säga att flödet av kapital till venture capital också är volatilt?
- Vår uppfattning är att flödet av gode idéer och investeringsmöjligheter är förhållandevis konstant och oberoende av rådande ekonomisk situation. För bolag med några års utvecklingstid för att realisera idén kan man till och med argumentera för att kontryckliga investeringar vore rationellt. Anser du att kapitalet allokeras på ett bra sätt i dag i Sverige? Tror ni att venture capital-marknaden skulle må bättre av ett jämnare kapitalflöde?

Hur skiljer sig svenskt Venture Capital från generellt europeiskt Venture Capital?

Vad finns det för förklaringar till varför lönsamheten i den europeiska venture capital-marknaden har varit så pass mycket lägre än vad lönsamheten i den amerikanska venture capital-marknaden? Vad anser du är de viktigaste skillnaderna mellan europeisk- och amerikansk venture capital-marknad?

- Skiljer sig förutsättningarna för att göra börsintroduktioner?
- Kulturella skillnader som gör att man kan ha olika inställningar till t.ex. risktagande? I USA investerar man en större del i tidigt skede, och snabbare på att avsluta misslyckade investeringar.
- Amerikanskt venture capital har haft hög avkastning trots att man har investerat 4-5 gånger så mycket som man har gjort i Europa. Ekonomierna är ju ungefär lika stora. Kan man säga att den låga avkastningen i Europa till stor del beror på att man har investerat för lite?
- Är svenskt skattesystem bra anpassat för investeringar i nystartade bolag? Eventuella skillnader Europa och USA? Är svenska venture capital-fonder skatttransparenta?

Vilka frågor är det som står främst på agendan för Svenska Riskkapitalföreningen att driva?

- Enligt teorierna om effektiva kapitalmarknader kan den konsekvent lägre avkastningen i Europa enbart härledas till någon form av marknadsimperfectioner. Vilka bedömer du att dessa är och vad görs för att minska betydelsen av dem?
- Hur ställer ni er till statlig intervenering i marknaden?

Vilka trender ser ni för svenskt och europeiskt Venture Capital?

- Bedömer ni att svenska och europeiska venture capital-marknaden kommer utveckla sig i riktning mot den amerikanska? Med vilken takt kommer detta ske, i så fall?

Vi har data för historisk avkastning avseende Europa och USA till och med 2007. Har ni motsvarande data för Sverige?

### **Frågor till Timo Lehes på Chalmers Innovation Seed Fund**

Sjätte AP-fonden har bestämt att stoppa investeringar i unga tillväxtbolag då de anser att det inte är lönsamt att investera i små tillväxtbolag. Erling Gustafsson, uttalade i september: "Skiten måste upp på bordet. Jag vet inte någon som tjänar pengar på den här typen av investeringar i Norden".

Vet du någon?

Delar du bilden att avkastningen för venture capital historiskt har varit låg i Sverige och Europa?

Tycker du den svenska venture capital-marknaden är tillräckligt stor? Hur stor tror du att en venture capital-marknad behöver vara för att bli effektiv?

Vad tror du är huvudsakliga orsakarna till den historisk lägre avkastningen i Sverige och Europa jämfört med USA?

På vilket sätt tycker du att Sverige och Europa skiljer sig från USA avseende hur man arbetar med venture capital?

- Yrkesmässig bakgrund hos de som hanterar investeringarna.
- Kultur.
- Etc.

Ser du några problem med hur man gör prestationsmätning av venture capital? Över hur lång tid anser du att man behöver mäta avkastningen för att få en rättvisande bild när man utvärderar venture capital?

- Hur och hur ofta mäter ni avkastningen/utvecklingen i er fond?
- Görs utvärderingen som stöd till verksamheten eller främst för att möta ägarnas krav på rapportering?

Vilket tillvägagångssätt har ni för att värdera bolagen ni investerar i?

- Vilket avkastningskrav har ni på era investeringar och hur har ni kommit fram till detta?
- Vilket avkastningskrav har ägarna på fonden och hur har de kommit fram till detta? Tar avkastningskravet hänsyn till vilken risk fonden ikläder sig?
- Är klassisk portföljteori applicerbart på venture capital-investeringar?

Ställer ägarna några krav på diversifiering inom fonden, eller, tvärt om, vill man att fonden skall vara specialiserad? (Ägarna kan ju istället diversifiera sig genom att äga flera specialiserade fonder.)

- Tror du att venture capital-fonder tjänar på att specialisera sig? Skall man, i så fall, specialisera sig inom en bransch eller inom en investeringsfas eller både och?

Ser du något problem med hur kapital allokeras till venture capital i Sverige?

- För stora variationer över tid?
- Dålig "timing"?
- Statlig intervention i venture capital-marknaden.

Hur mår den svenska venture capital-marknaden i dag?

Vilka trender ser du för svenskt och europeiskt Venture Capital?

- Bedömer du att svenska och europeiska venture capital-marknaden kommer utveckla sig i riktning mot den amerikanska? På hur lång sikt, i så fall?

### **Frågor till Cecilia Gross Friberger och Carolina Winroth på Sjätte AP-fonden**

Hur länge har ni insett att investeringar i unga tillväxtbolag inte är lönsamt?

Den amerikanska venture capital-marknaden har historiskt haft en mycket högre avkastning än vad Sverige, och även Europa i övrigt, har haft. Vad tror ni det kan vara som gör att den amerikanska marknaden har haft en hög positiv avkastning, medan den svenska och europeiska marknaden har haft en låg positiv eller negativ avkastning?

- Strukturella skillnader.
- Skattemässiga & legala skillnader.
- Kulturella skillnader.

Hur stor andel av de investeringar som gjorts har gett positiv avkastning, och hur stor andel har gett negativ avkastning?

Hur stor del av den svenska riskkapitalmarknaden har ni utgjort historiskt?

Hur allokeras kapital till venture capital i Sverige?

- Hur gör ni? T.ex. förhållandet mellan buyout och venture.

Tycker ni den svenska venture capital-marknaden är tillräckligt stor? Hur stor tror ni att en venture capital-marknad behöver vara för att bli effektiv? Har ni märkt någon förbättring för venture capital i och med den ökade europeiska ekonomiska integrationen?

Ser ni några problem med hur man gör prestationsmätning av venture capital? Över hur lång tid anser ni att man behöver mäta avkastningen för att få en rättvisande bild när man utvärderar venture capital?

- Hur och hur ofta mäter ni avkastningen/utvecklingen?
- Är det enkelt att på förhand skilja de högpresterande fonderna från de lågpresterande?

Vilka metoder använder ni för att välja fonder att investera i?

- Används någon portföljteori för att sätta ihop en lämplig portfölj av fonder?

Har ni något fastställt avkastningskrav för venture capital-investeringar?

- Tar detta avkastningskravet hänsyn till fondspecifik risk?

Hur mår den svenska venture capital-marknaden i dag?

- Hur står den svenska venture capital-marknaden i förhållande till den övergripande europeiska venture capital-marknaden?

Anser ni att statlig intervenering i venture capital-marknaden har haft en positiv effekt?

Vilka trender ser ni för svenskt och venture capital?

- Bedömer ni att svenska och europeiska venture capital-marknaden kommer utveckla sig i riktning mot den amerikanska? Med vilken takt kommer detta ske, i så fall?