

Replik till Karaömerlioglu och Jacobsson: Starka slutsatser om venture kapital saknar grund

Karaömerlioglu och Jacobsson riktar i sin artikel (detta nummer) kritik mot Bergman m fl [1999] och Braunerhjelm [1999] för deras beskrivning och analys av den svenska venture kapital-marknaden. Framför allt vill de leda i bevis att omfattningen på den svenska venture kapital-marknaden är betydligt större än vad som enligt författarna har hävdats i dessa tidigare bidrag. Genom att jämföra marknaden i USA med en på egen hand insamlad databas avseende den svenska venture kapital-marknaden, visar författarna att storleken på den svenska marknaden har ökat markant under perioden 1973–1998 och nu är bland de största i Europa.¹ Vidare hävdas att Bergman m fl [1999] och Braunerhjelm [1999] ger en felaktig bild när de påstår att svenska venture kapital-aktörer framför allt är aktiva i företagens senare investeringsfaser, d v s enligt Karaömerlioglu och Jacobsson sker investeringarna till stor del i sådd- och startup-faserna. Slutligen lanseras konklusionen att den centrala frågan när det gäller venture kapital inte har att göra med storleken på marknaden, utan kompetensen hos aktörerna som är verksamma på denna marknad.

Det är viktigt att en nyanserad bild av den svenska venture kapital-marknaden kommer fram. Det är en marknad som karaktäriseras av snabba och stora förändringar. Karaömerlioglus och Jacobssons artikel förefaller dock vara baserad på missförstånd och diverse felaktigheter. Därför bidrar den inte heller till en ökad

förståelse eller belysning av den svenska venture kapital-marknaden. Data är inte jämförbara över tiden eller mellan länder, metodproblemen är betydande och det är svårt att se hur de ekonomisk-politiska slutsatserna kan implementeras. Jag kommer i det följande i tur och ordning att peka på några problem som vidhäftar artikeln i dessa avseenden.

Data

Den svenska databasen redovisas inte i Karaömerlioglus och Jacobssons artikel utan istället hänvisas till en tidigare artikel (Karaömerlioglu & Jacobsson [1999]). Inte heller här redovisas företagen, däremot hävdas att enbart ”riktiga” venture kapital-företag ingår i databasen som är mer jämförbara med amerikanska urvalskriterier. Detta hindrar dock inte att t ex Atle och Bure är inkluderade liksom 16 statliga aktörer. Att statliga aktörer eller pensionsstiftelser förser venture kapital-företag med kapital är något helt annat än att de själva verkar som ett slags statliga ”venture kapital-företag”. Det är oklart hur de har definierats och vilken roll dessa statliga aktörer har. Det vore också klagörande om kapitalets fördelning på olika typer av företag och andra aktörer redovisades.

En allvarligare invändning är de olika ansatser som ligger till grund för datain-

Ph d PONTUS BRAUNERHJELM är verksam vid SNS.

¹ För läsaren är det dock oklart om det är en egen databas eller en modifierad version av de databaser som Isaksson samlat ihop och analyserat under de senaste åren (Isaksson [1999]).

samlingen. Visserligen anges ingen källa för USA, men jag förmodar att siffrorna är hämtade från National Venture Capital Association (NVCA) eller National Science Foundation (NSF), medan svenska data baseras på uppgifter direkt från företagen. Vad säger då en jämförelse mellan Sverige och USA som baseras på så vitt skilda insamlingsansatser? Vi vet ingenting om urvalskriterier, frågeställningar, bortfallsfrekvenser, etc. I bästa fall får vi en övergripande bild av venture kapital-marknaden i Sverige och USA, i värsta fall är det två databaserna mycket olika och kan inte användas som underlag för en jämförelse. För att kunna uttala sig om skillnader och likheter mellan Sverige och USA på ett sätt som är överlägset de jämförelser som baseras på andra data (t ex från European Venture Capital Association (EVCA)), är ett minimikrav att samma metod appliceras i respektive land när det gäller datainsamlingen. Så är icke fallet i föreliggande studie.

Övergripande är det därför oklart för läsaren i vilken mån Karaömerlioglus och Jacobssons databas är att föredra framför t ex (EVCA), som avfärdas av författarna. EVCA:s data, liksom den amerikanska motsvarigheten (NVCA), används av bl a OECD, EU, samt NSF i USA, för att nämna några nyttjare. Även om jämförbarhet eftersträvas av EVCA, är internationella jämförelser alltid förenat med svårigheter vad avser definitioner och urvalskriterier. Detta är ett väl känt problem.

Dessutom introduceras en tredje databas som innehåller svenska företag som erhållit finansiering från venture kapital-företag. Dessa företag härrör ur en större databas omfattandes ett urval av 1 000 teknikbaserade företag, där information finns angående finansieringskällor för ca 330 företag. Av dessa har omkring en fjärdedel erhållit finansiering från venture kapital-företag, d v s ca 80 företag. Ur denna observation drar författarna slutsatsen att "Återigen är bilden annorlunda än den gängse". Denna slutsats är obegriplig

för mig med tanke på det påtagliga selektionsproblem som vidhäftar en sådan observation.

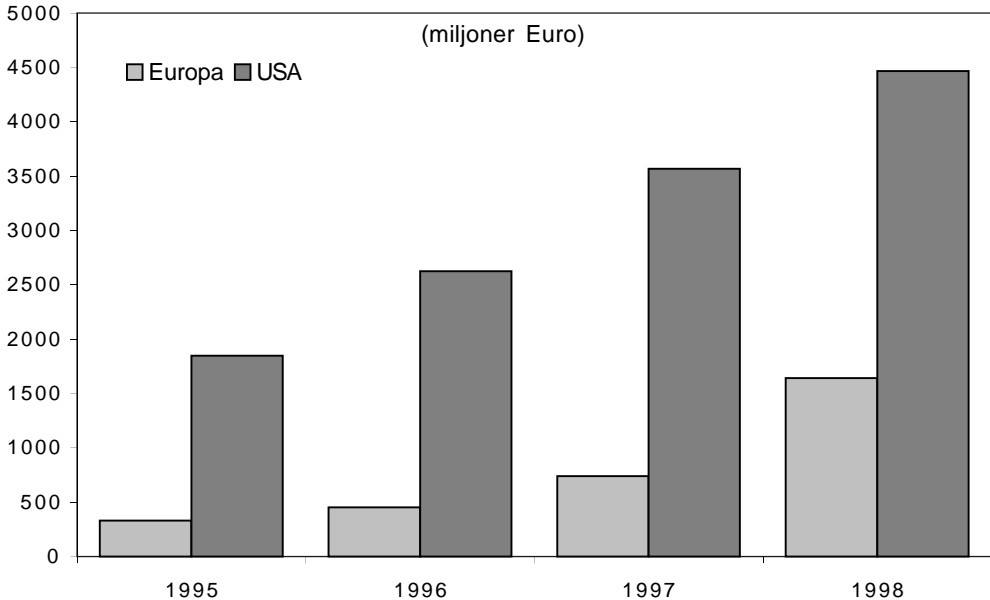
Till detta kommer en rad andra data-relaterade problem. Exempelvis visar Karaömerlioglu och Jacobsson att antalet venture kapital-företag i Sverige har ökat starkt under perioden 1973 och 1998 (deras *Figur 1*). Men återigen är definitioner och urvalskriterier höljt i dunkel, olika databaser har använts och jämförelsebarheten över tiden är omöjlig att säga något om. På motsvarande sätt präglas deras *Tabell 1* av diverse svagheter. Således använder sig Karaömerlioglu och Jacobsson av det kapital företagen har till sitt förfogande (ackumulerat kapital), men som ännu inte investerats, som ett mått på venture kapital-marknadens storlek i Sverige. Även om ackumulerat kapital ger en indikation på venture kapital-marknadens utveckling är det investerat kapital – inte ackumulerat – som är den strategiskt intressanta variabeln.

Som visas i t ex Perssons och Rodes [2000] arbete var ca hälften av det ackumulerade kapital hos venture kapital-företagen var investerat i december 1999. Detta är visserligen en ökning jämfört med 1998 då den investerade andelen uppgick till ca en tredjedel av ackumulerat kapital (Braunerhjelm [1999]), men visar likväl riskerna med att koncentrera intresset på ackumulerat kapital. Karaömerlioglu och Jacobsson hävdar att Braunerhjelm m fl inte fångar dynamiken genom att titta på det investerade kapitalet och inte det ackumulerade. Ett ganska häpnadsväckande påstående, att samla i ladorna skulle följaktligen vara en bättre indikation på dynamiken än de faktiska investeringarna!

Metod

Låt oss börja med definitionen av venture kapital. I såväl Europa som Sverige definieras venture kapital annorlunda än i USA. I USA undantas vanligen investe-

Figur 1 Investeringar i tidiga faser (sådd och start-up) i EU och USA, 1995–1998.



Källa: EVCA 1999.

ringar i de senare faserna i företagen, främst så kallade "management buy-outs" och "management buy-ins" (Black & Gilson [1998], European Economy [1999]). I jämförelser mellan Sverige och USA bortser man i regel från detta. Trots detta – dvs att siffrorna för USA underskattas medan Europas/Sveriges siffror överskattas – visar samtliga jämförelser på en mer utvecklad och dynamisk venture kapital-marknad i USA.²

Det som framför allt är vilseledande för läsaren är att Karaömerlioglu och Jacobsson genomgående använder sig av ackumulerat kapital. Eftersom venture kapital-företag definieras av att de investerar i tidiga faser i onoterade företag, där såväl finansiellt kapital som kompetens tillförs, utgör *faktiska investeringar* fördelade på olika faser ett betydligt bättre mått. I Karaömerlioglus och Jacobssons studier är de faktiska investeringarna dock okända för läsaren. Därför är det omöjligt att fastslå att det verkligen är

venture kapital-marknadens storlek som fångas upp. Snarare förefaller det handla om en sammanblandning av begreppen riskkapital- och venture kapital-marknad. Att riskkapitalmarknaden har vuxit påtagligt under de senaste åren har ingen bestridit.³ Det är i de allra tidigaste faserna som ett venture kapital-företag är bättre skickat än traditionella kreditinstitut att bedöma risker, hantera asymmetrisk information och moral hazard-problem, etc. Därför lämpar sig inte kvantitativa jämförelser av ackumulerat kapital av det slag som Karaömerlioglu och Jacobsson ägnar sig åt, till att analysera hur väl venture kapital-marknaden fungerar, eller dess utbredning.

² Detta står inte i motsats till att skillnaden i kvantitativa termer, t ex mängden riskkapital per capita, kan vara betydligt mindre.

³ Mina synpunkter rörande storleken på den svenska riskkapitalmarknaden framkommer tydligt i Perssons och Rodes [2000] uppsats.

Karaömerlioglu och Jacobsson visar i *Tabell 2* hur det ackumulerade kapitalet är tänkt att investeras av venture kapital-företagen. Man konstaterar att andelen kapital som planeras att investeras i tidiga faser uppgår till ca 22 procent, en onekligen imponerande andel. Den motsvarar dessutom exakt den andel som redovisas i Isakssons [1999] studie.⁴ I nästa steg jämför Karaömerlioglu och Jacobsson den andelen med motsvarande andel som redovisats av EVCA, där den senare enligt författarna är orimligt låg. Problemet är bara att den senare siffran mäter faktiskt *investerat kapital, inte planerade investeringar*. Notera att Persson och Rode [2000], refererandes till Isakssons material, konstaterar att 1997 kunde endast 1,3 procent av det *investerade kapitalet* hänföras till de tidigaste faserna.

Svenska venture kapital-företags investeringar i de tidigaste faserna har sannolikt ökat under de senaste åren, det skulle dock förvåna om andelen överstiger 5 procent. Som visas i *Figur 1* är den andel som 1998 faktiskt investeras i de tidigare faserna mycket låg i Sverige enligt EVCA. Likaså är Europa generellt mindre benäget att investera i företagens allra tidigaste utvecklingsfaser (*Figur 2*). Emellertid har andelen som investeras i de tidigaste faserna ökat i såväl USA som Europa.

Karaömerlioglus och Jacobssons slutsatser

Trots den ansenliga möda som lagts ner på att visa att Sverige har en stor och växande venture kapital-marknad, väl rustad att möta framtiden, menar Karaömerlioglu och Jacobsson att ”den större frågan inte är storleken på industrin utan den underutvecklade kompetensen i venture kapital-industrin”. Detta lanseras som en nyhet. Det är återigen svårt att se hur författarna har kunnat undvika att notera att huvudpoängen i bidrag som kritiserats, nämligen Bergman m fl [1999] och Braunerhjelm

[1999], är just att en brist på vad som där kallas *kompetent kapital* föreligger i Sverige. Samma ståndpunkt har lanserats i en rad andra skrifter, bl a Eliasson [1997], Eliasson och Eliasson [1996], Braunerhjelm och Carlsson [1998] och Carlsson och Braunerhjelm [1999]. Dessa bidrag understryker just den *kvalitativa* skillnaden mellan Sverige och USA, d v s *bristen på kompetens*, inte den *kvantitativa*. Därför skjuter Karaömerlioglu och Jacobsson över målet när man utgår från att tidigare bidrag hävdade att det råder brist på riskkapital. Man har helt enkelt inte förstått skillnaden mellan riskkapital och venture, eller s k kompetent, kapital.

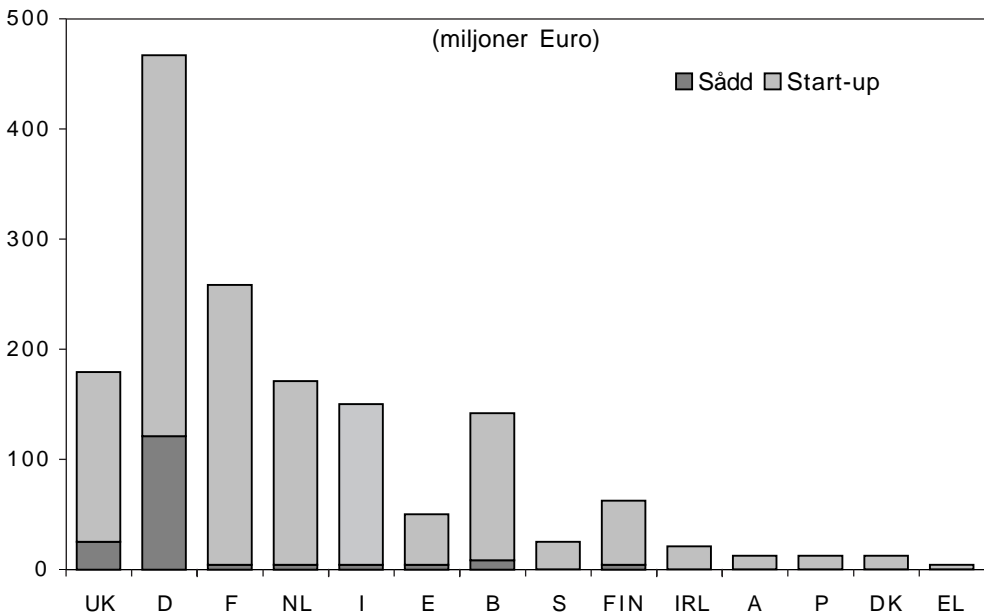
Dessa tidigare bidrag, som publicerats internationellt såväl som nationellt, nämns inte av Karaömerlioglu och Jacobsson. Starka slutsatser som lanseras som nya fastän en rad andra författare redan tidigare dragit motsvarande konklusioner underminerar förtroendet för resten av artikeln.

Det är något paradoxalt att först hävda att svenskt venture kapital är inriktat på tidigare faser för att därefter påstå att svenska venture kapital-företag saknar kompetens. För att investera i dessa tidiga faser krävs nämligen djupa branschkunskaper, väl utvecklade nätverk, etc, d v s kompetens. Sannolikt beror dessa delvis motsägande slutsatser hos Karaömerlioglu och Jacobsson på att de studerar ackumulerat – inte investerat kapital.

När det sedan gäller policy-slutsatserna så vore det intressant att veta hur dessa ska implementeras. Text, hur gör man för att ”arbeta för ett större erkännande av denna viktiga del av tjänstesektorn”? Och hur initierar man olika nätverksaktiviteter? Det är på något sätt en fläkt av det förflutna när policy-förslagen resulterar i att ”minska okunnigheten om industrin samt att reducera den osäkerhet som präglar arbetet i

⁴ Återigen undrar man i vilken utsträckning Karaömerlioglus och Jacobssons studie baseras på Isakssons databas.

Figur 2 Investeringar i tidiga faser (sådd och start-up) för några länder i Europa 1998.



Källa: EVCA 1999.

den” genom utbildning och genom ökad information. Vilken okunnighet syftar man på? Vems osäkerhet?

Slutord

Det är viktigt att den svenska venture kapital-industrin får en grundlig genomlysning liksom dess förutsättningar för att verka i Sverige. Det är väl belagt att venture kapital-företagen spelar en viktig roll för portföljföretagens tillväxt (Lindström & Olofsson [1998], Isaksson [1999]). Därför känns det också angeläget att förmedla en realistisk bild av omfattningen och inriktningen hos den svenska venture kapital-industrin. Otvetydigt är den svenska venture kapitalmarknaden stadd i omvandling, den har vuxit och också blivit mer sofistikerad.

Av skäl som ovan redogjorts för förefaller det mig emellertid ogörligt att utifrån Karaömerlioglus och Jacobssons artikel

bilda sig en uppfattning om den svenska venture kapital-marknaden.⁵ Särskilt när det gäller de svenska venture kapital-företagens investeringsstrategier, d v s vilka faser man investerar i. Inte desto mindre används resultaten i olika politiska sammanhang som bevis på hur stor och välutvecklad den svenska venture kapital-industrin är. Det är olyckligt eftersom resultaten bygger på ett dataunderlag vars jäm-

⁵ Man kan också ifrågasätta hur rimligt det är att använda USA som jämförelsenorm, där venture kapital-marknaden är koncentrerad till ett fåtal stater. Om, vilket förespeglas i Karaömerlioglus och Jacobssons artikel, Sverige har en förhållandevis avancerad venture kapital-marknad i ett europeiskt perspektiv, då är förmodligen en stat i USA, eller ett annat land (Israel), med en motsvarande välutvecklad venture kapital-marknad ett bättre jämförelseobjekt (se t ex Braunerhjelm och Carlsson [1999], Carlsson och Braunerhjelm [1999]).

förbarhet vi svävar i total okunnighet om. I en internationell jämförelse verkar det snarare finnas mycket kvar att göra för att förbättra och förstärka den svenska venture kapitalmarknaden. Detta gäller särskilt skattesidan, men också genom att öka konkurrensen på venture kapital-marknaden, förstärka länkarna till universiteten, etc (Braunerhjelm [2000], Persson & Rode [2000], Henrekson & Rosenberg [2000]).

Policyrekommendationerna är otydliga och svåra att implementera. Man negligerar personliga inkomst- och förmögenhets- incitament. Person och Rode [2000] visar att 53 procent av venture kapital-bolagen anser att incitamentsstrukturen är dålig eller mycket dålig, medan över 80 procent av företagen anser att beskattningen av svenska venture kapital-företag är ogynnsam. Det finns också en litteratur som visar hur stark incitamentsdriven utvecklingen är i USA. Att döma av våra nya IT-miljönärer förefaller svenska individer reagera på ungefär samma sätt. Man måste hålla i minnet att utveckling fortgår hela tiden även i andra länder, inte minst USA, men även i Tyskland, Holland, Israel och Asien. Det är detta som är den relevanta jämförelseramen, inte hur den svenska venture kapital-industrin såg ut 1973, eller hur mycket s k venture kapital som finns ackumulerat.

Referenser

Braunerhjelm, P, [1999], *Venture Capital, Mångfald och tillväxt*", *Ekonomisk Debatt*, årg 27, s 213–222.

Braunerhjelm, P, [2000], *Knowledge Capital and the "New Economy"*, Kluwers Academic Publisher, Dordrecht, Boston och London.

Bergman, L, Braunerhjelm, P, Fölster, S, Genberg, H & Jacobsson, U, [1999], *Vägen till välstånd*, SNS Förlag, Stockholm.

Black, S & Gilson, R, [1998], "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, 47, s. 234–277.

Braunerhjelm, P, Carlsson, B & Johansson, D, [1998], "Industriella kluster, tillväxt och ekonomisk politik", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, s 419–430.

Carlsson, B & Braunerhjelm, P, [1999], "Industry Clusters: Biotechnology/Biomedicine and Polymers in Ohio and Sweden", i D. Audretsch & Thurik, R., (red), *Innovation, Industry Evolution and Employment*, Cambridge University Press.

Eliasson, G, [1996], "The Venture Capitalist as a Competent Outsider", stencil, KTH, TRITA-IEOR, 1997/06.

Eliasson, G & Eliasson, Å, [1997], "The Biotechnological Competence Bloc", *Revue D'Economie Industrielle*, nr 78.

European Commission, [1999], *European Economy*, nr 12, December.

EVCA, [1997, 1999], *European Venture Capital Association Yearbook*, Zaventum (www.evca.com) and London.

Henrekson, M & Rosenberg, N. [2000], "Incentives for Academic Entrepreneurship and Economic Performance: Sweden and the United States" stencil, SNS projektet "The Role of Universities for National Competitiveness and Regional Development", SNS.

Isaksson, A, [1999], "Effekter av venture capital i Sverige", Nutek, B 1999: 3.

Karaömerliougu, D & Jacobsson, S [1999], "The Swedish Venture Capital Industry – an Infant, Adolescent or Grown-Up?", stencil, Chalmers, Göteborg.

Karaömerliougu, D & Jacobsson, S [2000], "Den svenska "venture capital" industrin – en stor, diversifierad men ännu omogen ny bransch", *Ekonomisk Debatt*, årg 28, s 374–376.

Lindström, G & Olofsson, C, [1998], "Teknikbaserade företag i tidig utvecklingsfas", IMIT, Göteborg och Stockholm.

NSF, [1998], "Science and Engineering Indicators 1998", NSF, Arlington VA.

Persson, J & Rode, A, [2000], "Svensk vncap industri – villkor för investeringar i onoterade företag", kandidatuppsats, Ekonomihögskolan, Lunds universitet.