

Hur står det till med den svenska venture capital-marknaden?

nr 3 2005 årgång 33

De flesta ekonomer är ense om att tillgång till riskkapital för nystartade bolag, så kallat venture capital, är centralt för tillväxten i ekonomin. För drygt fem år sedan var den svenska venture capital-branschen föremål för en het akademisk debatt, som bland annat fördes i *Ekonomisk Debatt*. Flera debattörer hävdade att den svenska venture capital-marknaden var för liten och outvecklad och efterfrågade åtgärder som skattelättnader och statligt finansierade innovationsfonder för att stimulera denna.

LEDARE

Under de sista åren av 1990-talet växte dock den svenska venture capital-marknaden explosionsartat, och år 2000 låg Sverige etta i Europa på listan över riskkapitalinvesteringar relativt BNP. Under den mest hektiska perioden 1999 och 2000 startades en ny venture capital-fond varje vecka i Sverige. Internetföretag som Boo.com och Letsbuyit.com drog in hundratal miljoner kronor från sina investerare. Vi kan nog alla enas om att det knappast rådde någon brist på venture capital i Sverige under dessa år. Denna ”boom” ledde sedermera till en betydande baksmälla när IT-marknaden slutligen kollapsade, med miljardförluster för investerarna som följd. När Svenska Dagbladet i december 2004 gjorde en inventering av den europeiska riskkapitalmarknaden konstaterades att nittio procent av de riskkapitalbolag som existerade i början av 2000 hade lagt ner sin verksamhet eller blivit uppköpta. Hur står det då till med den svenska venture capital-marknaden idag? Är den för stor eller för liten? Behövs politiska åtgärder för att stimulera riskkapitalfinansiering till nystartade företag?

Venture capital kan kanske bäst förstås med hjälp av traditionell ”principal-agent”-teori. Entreprenören är agenten som har ett potentiellt värdefullt projekt men saknar egna medel att finansiera detta. Venture capital-fonden är principalen som tillskjuter kapital men måste förlita sig på entreprenörens arbete för att projektet ska generera tillräcklig avkastning. Detta leder till en intressekonflikt då entreprenörens incitament till att öka värdet i sitt företag minskar när man nu spelar med andras pengar, samtidigt som finansören inte perfekt kan observera entreprenörens handlingar. Eftersom venture capital-bolagen investerar i ett mycket tidigt stadium i riskfyllda projekt, där bolagen saknar både kassaflöden och utmättningsbara tillgångar, blir agentproblemen särskilt påtagliga. Ekonomisk teori har påvisat två metoder att minska dessa problem: Dels genom finansiella kontrakt, dels genom utvärdering och övervakning (“screening and monitoring”) av projektet.

Empiriska studier av amerikanska venture capital-fonder visar att båda

dessa metoder spelar en central roll i investeringsprocessen. För det första innehåller kontrakten mellan fonden och entreprenören en rad avancerade kompensations- och kontrollmekanismer för att öka incitamenten att skapa värde och samtidigt ge fonden en möjlighet att ta kontroll över bolaget om det inte presterar. Dessa komplexa kontrakt har utvecklats och förfinats under de senaste 50 åren och är nu mer eller mindre standardiserade på den amerikanska marknaden. För det andra har de etablerade venture capital-bolagen över tiden byggt upp en betydande ickefinansiell kompetens, vilket hjälper dem att utvärdera investeringsobjekt och tillåter dem att ingripa aktivt i portföljbolagets verksamhet om så skulle behövas.

Nyckeln till en framgångsrik venture capital-verksamhet är således inte bara tillgång till kapital, utan även tillgång till *kompetent* kapital, där finansierarna har kunskapen att strukturera incitament och kontrakt, utvärdera investeringsobjekt samt stödja och övervaka bolagets operativa verksamhet. Amerikanska forskningsstudier visar också att de mest erfarna venture capital-bolagen konsekvent genererar överavkastningar till sina investerare, medan nystartade, oerfarna fondbolag (särskilt de som startar under ”boom”-år) underpresterar.

Det är därför inte så överraskande att luften gick ur den svenska venture capital-marknaden efter kraschen, då den dominerades av fonder som startats under internetboomens hetaste år. I ett forskningsprojekt med Frederic Martel och Steven Kaplan har jag dokumenterat investeringsbeteendet på den europeiska venture capital-marknaden i slutet av 1990-talet. De nya fonder som startades i Europa under boomåren tenderade att använda kontrakt med signifikant mindre kontroll och skyddsmekanismer jämfört med äldre, mer erfarna fonder, vilka i stället tenderade att använda en kontraktsstruktur liknande den i USA. Vi finner också att de fonder som använde enklare kontrakt var signifikant mindre sannolika att överleva IT-kraschen. Bristen på mognad återspeglades även i valet av investeringar. Europeiska entreprenörer med minimal erfarenhet hade lika lätt att få venture capital-finansiering som de mer erfarna, och yngre företag utan försäljning hade lättare att bli finansierade än företag som redan hade en utvecklad produkt och genererade intäkter.

Hur står det då till med dagens svenska venture capital-marknad och vad kan vi göra för att denna marknad ska fungera bättre i framtiden? Till att börja med står det klart att även om den svenska venture capital-marknaden har krympt dramatiskt, har stålbadet de senaste åren inte enbart varit av ondo. De mest oerfarna fonderna har rensats ut och de som överlevt har tvingats lära sig ett professionellt investeringsbeteende. I vår studie finner vi att dagens europeiska venture capital-fonder nästan uteslutande använder en amerikansk kontraktsmodell, och att de lägger signifikant mer vikt vid entreprenörens tidigare erfarenhet och möjligheten att generera kassaflöden i sina investeringsbeslut. Trots att marknaden har krympt i storlek, är kompetensen hos de svenska venture capital-bolag som fortfarande är verksamma högre än någonsin.

Vilka åtgärder kan då vidtas för att främja den framtida utvecklingen av den svenska venture capital-marknaden? De senaste årens erfarenheter visar att en dynamisk venture capital-marknad inte skapas genom att enbart styra mer kapital till branschen. Att allokera statliga medel till nystartade, oerfarna riskkapitalfonder är knappast en god strategi. Det är heller inte sannolikt att ytterligare förändringar i skatter och regelverk för att stimulera investeringar i riskkapitalfonder är särskilt nödvändigt. Existerande reavinstskatteregler hindrade inte institutionella investerare att lägga in miljarder i venture capital-fonder under 1999 och verkade inte hindra dem att investera miljarder i buyout-fonder under 2004.

Mer effektiva strukturella åtgärder bör istället rikta in sig på att främja utbudssidan, det vill säga se till att fler lovande entreprenörer startar nya företag. Redan för fem år sedan ansåg debattörerna att lättnader i fåmansbolagsregler och reavinstskatter var nödvändiga för att främja entreprenörs-
skap. Minst lika viktigt är enligt min mening åtgärder som uppmuntrar till privat sparande och förmögenhetsbildning. Som ekonomisk teori visat är ju den bästa lösningen på principal-agent-problemen att låta agenten själv finansiera sin verksamhet. Ju mer eget kapital och egna besparingar som entreprenören själv (eller entreprenörens rika släktingar) kan lägga in i verksamheten, desto bättre. Utan egna pengar som riskeras maximeras intressekonflikter mellan entreprenörer och investerare, vilket exemplet Boo.com så väl illustrerar. För detta krävs dock betydande strukturella förändringar i skattesystemet, så att en potentiell entreprenör har möjlighet att jobba hårt ett par år och spara ihop till en grundplåt att starta eget. Ett avskaffande av förmögenhetsskatten vore ett självklart första steg i rätt riktning.

Per Strömberg