

■ Riskkapitalbolagen i Sverige

Även om riskkapitalbolag funnits i Sverige sedan slutet av 1980-talet är det främst under de senaste åren som de blivit mer betydelsefulla aktörer och fått ökad uppmärksamhet i media. Den svenska riskkapitalmarknaden är den näst största i Europa mätt som andel av BNP. I denna artikel analyseras riskkapitalbolagen och deras roll för företagens kapitalförsörjning. Bara 25 procent av riskkapitalet går till nya företag. De flesta, och också de största, av de svenska riskkapitalbolagen ägnar sig åt lånefinansierade förvärv av etablerade företag. Då bankerna svarar för en stor del av krediterna till de lånefinansierade förvärven, diskuteras i artikeln också bankernas koppling till riskkapitalbolagen.

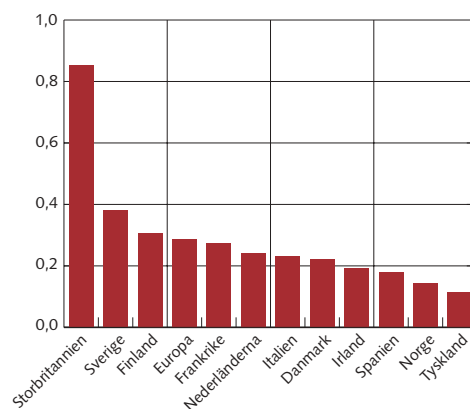
Företag som behöver extern finansiering kan i huvudsak vända sig till kreditmarknaden för att få lån eller till riskkapitalmarknaden för att erhålla riskkapital. Riskkapital är investeringar i noterade eller onoterade företag i form av eget kapital. Riskkapital som omfattar investeringar i onoterade bolags egna kapital kanaliseras företrädesvis via riskkapitalbolag och det är också den del av riskkapitalmarknaden som denna artikel behandlar. Riskkapitalbolagen har vuxit fram och kommit att bli betydelsefulla aktörer under senare år. Vi vill med denna artikel kartlägga och belysa deras verksamhet.⁴⁵

Riskkapitalbolag som investerar i och handlar med onoterade företag har sitt ursprung i USA. Där har riskkapitalmarknaden existerat sedan 1950-talet och under de senaste 30 åren har placeringar i onoterade företag utgjort ett placeringsalternativ för institutionella investerare. Det är också där den största och mest utvecklade riskkapitalmarknaden existerar. Mätt som riskkapitalinvesteringarnas andel av landets BNP är riskkapitalmarknaden i USA dubbelt så stor som den mest utvecklade riskkapitalmarknaden i Europa, den i Storbritannien, se diagram 1.

Den brittiska riskkapitalmarknaden är i sin tur, mätt på detta vis, lite mer än dubbelt så stor som den svenska, som ändå är näst störst i Europa. Riskkapitalmarknaderna tenderar att vara mest utvecklade i länder vars finansiella system i hög utsträckning är marknadsbaserade, som i USA och Storbritannien, och mindre utvecklade i länder vars finansiella system i hög utsträckning är bankbaserade, som exempelvis i Tyskland.

I Sverige etablerades de första riskkapitalbolagen i slutet av 1980-talet. Utvecklingen har dock gått snabbt, framförallt under de senaste åren, och idag finns det enligt Svenska riskkapitalföreningen (SVCA) drygt 115 riskkapitalbolag som tillsammans har tillgång till ett kapital på cirka 220 miljarder kronor. Av dessa har cirka 115 miljarder använts för att köpa företag. Det kan jämföras med de svenska icke-finansiella företagens upplåning i form av obligationer och certifikat som uppgår till 330 miljarder kronor och deras upplåning från kreditmarknads-

Diagram 1. Riskkapitalinvesteringar som andel av BNP i olika europeiska länder. Procent



Källa: European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA.

⁴⁵ Riskkapital omfattar investeringar i såväl onoterade som börsnoterade bolags egna kapital. I denna artikel kommer riskkapital användas för att benämna investeringar i onoterade bolag (private equity) och riskkapitalmarknaden för att benämna handeln med onoterade bolag. Information om riskkapitalmarknaden i Sverige finns på Svenska riskkapitalföreningens hemsida, www.svca.se.

företagen verksamma i Sverige som är cirka 1224 miljarder kronor.⁴⁶ Investeringar via riskkapitalbolag utgör således en inte obetydlig finansieringskälla för företagssektorn.

De svenska riskkapitalbolagens betydelse har studerats i en rapport publicerad av NUTEK och Svenska riskkapitalföreningen.⁴⁷ Av den framgår att riskkapitalfinansierade bolag i Sverige beräknas samsätta nära 150 000 personer, det vill säga nästan 7 procent av alla anställda inom den privata sektorn. Under den studerade perioden - 1998 till och med 2003 - växte såväl antal anställda som omsättning i de riskkapitalfinansierade bolagen tre gånger så mycket som i företagen noterade på Stockholmsbörsens A-lista.⁴⁸

Inledningsvis behandlar artikeln riskkapitalmarknadens struktur för att sedan övergå till att beskriva riskkapitalmarknaden i Sverige. Avslutningsvis behandlas banksystemets kopplingar till riskkapitalmarknaden.

Riskkapitalbolag investerar i onoterade företag i form av eget kapital. Varje investering eller grupp av investeringar görs av ett riskkapitalbolag inom en förutbestämd tidsperiod och finansieras genom en riskkapitalfond. Medlen i denna fond tillskjuts av en grupp finansiärer, inklusive en liten andel som kommer från riskkapitalbolaget självt. Ett riskkapitalbolag har vanligen en längre livslängd än de enskilda fonder som bolaget etablerar. Över tiden startar bolaget nya fonder och gamla fonder avvecklas, t.ex. när deras angivna tidsperiod utgått eller när deras ändamål uppfyllts. Riskkapitalfondens medel placeras, normalt, först i ett holdingbolag. Detta holdingbolags enda ändamål är att äga aktier i det portföljbolag i vilket den slutliga investeringen sker. Riskkapitalfonden är således enbart en finansieringskälla för riskkapitalbolaget, som tar alla beslut om köp och försäljningar, upplåning, etablering och avveckling av fonder m.m. Investeringarna i fonden får avkastning i olika former; avkastningen är avhängig av resultatet av bolagets förvaltning av de inköpta portföljföretagen.

46 Av dessa 1224 miljarder kronor utgör 668 miljarder upplåning i bankerna och 408 miljarder upplåning i bostadsinstituten. Resterande del utgör upplåning i övriga kreditmarknadsföretag.

47 Se Rapporten "Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag 1998-2003", R 2003:17, NUTEK och SVCA.

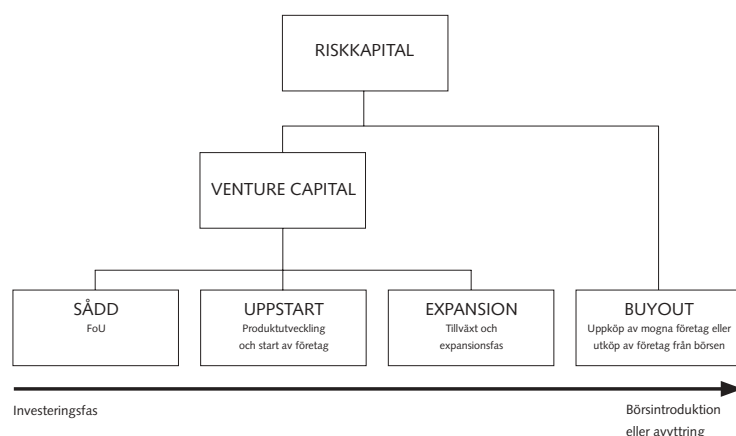
48 I tillväxtsammanhang lyfts ofta betydelsen av en väl fungerande riskkapitalmarknad fram. Inom EU initierades exempelvis 1998 en aktionsplan för riskkapitalmarknaden inom EU, Risk Capital Action Plan (RCAP). Där betonas att riskkapitalmarknaden spelar en viktig roll för finansieringen av nya företag och därmed också för att nya arbetstillfällen skapas inom EU. Genom att bland annat harmonisera regleringen av finansiella marknader och skattesystem inom medlemsländerna ska EU främja framväxten av en gemensam riskkapitalmarknad. Se exempelvis Communication of the European Commission, "Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union", SEC(1998) 552 och "Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: On Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)", COM(2003) 654 som återfinns på Europeiska unionens hemsida, <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l24195.htm>

Generell struktur för handel med onoterade bolag

INVESTERINGSFASER I ONOTERADE BOLAG

Investeringar i eget kapital i onoterade bolag kanaliseras företrädesvis via riskkapitalbolag som genom riskkapitalfonder äger onoterade företag, så kallade portföljföretag. Riskkapitalbolagens investeringar kan i huvudsak delas in i investeringar i tidiga faser av företags livscykel, venture capital, och investeringar i senare faser av företags livscykel, buy-out, se figur 1.⁴⁹

Figur 1. Riskkapitalmarknaden och olika investeringsfaser i onoterade företag



Lite förenklat kan tidiga investeringar i sin tur delas in i tre olika investeringsfaser. Såddfinansiering är finansiering till entreprenörer för att möjliggöra utveckling av idéer eller produkter som kan leda till att företag startas. Uppstartsfinansiering omfattar finansiering för att bilda företag och utveckla produkter. Expansionsfinansiering slutligen, innebär att redan existerande företag får finansiering för att kunna expandera.

Investeringar i någon av dessa tidiga faser innebär i regel hög risk, eftersom det rör sig om investeringar i nystartade företag med svaga kassaflöden och få materiella tillgångar. Banker bidrar normalt inte med riskkapital, det är inte deras affärsidé. Entreprenörer som vill utveckla sin verksamhet är därför hänvisade till att antingen belåna privata tillgångar, som exempelvis bostaden, eller att tillföra kapital till verksamheten genom att låta riskkapitalbolag gå in som delägare.

Buy-out investeringar innebär normalt något lägre risk, då dessa sker i mogna företag med stabilare kassaflöden och fler materiella tillgångar. De består i huvudsak av uppköp av onoterade företag eller utköp av noterade företag från börsen. Riskkapitalbolaget finansierar förvärvet delvis genom lån, företrädesvis från banker. Det är då frågan

⁴⁹ Ytterligare en kategori investeringar i form av eget kapital i onoterade bolag är de som genomförs av så kallade affärsänglar. Affärsänglar är privatpersoner som investerar egna medel företrädesvis i nystartade verksamheter som har svårt att få extern finansiering även via riskkapitalbolag. Tillförlitlig information om denna form av informellt riskkapital är svår att få. NUTEK har bland annat till uppgift att lämna stöd till organisationer som driver regionala nätverk för affärsänglar. I dagsläget lämnar NUTEK stöd till 18 olika regionala nätverk för affärsänglar. Därutöver bedriver NUTEK projekt som affärsängelnätverken ska kunna medverka i och dra nytta av, se NUTEKs hemsida <http://www.nutek.se/sb/d/148/a/282> för närmare information.

om ett lånefinansierat företagsförvärv (Leveraged Buy Out, LBO). Då belånas det förvärvade företags tillgångar och tanken är att kassaflödet i portföljföretaget delvis ska användas för räntebetalningar och amorteringar av förvärvslånet.

Gemensamt för alla riskkapitalbolag, oavsett investeringsinriktning, är att de investerar under en begränsad period. Riskkapitalfonderna har olika lång placeringshorisont beroende på vilken investeringsfas portföljföretaget befinner sig i. Såddfinansiering innebär vanligtvis längst placeringshorisont, 10 till 12 år, medan buy out-investeringar ofta har en placeringshorisont på 5 till 8 år. Oavsett vilken investeringsfas portföljföretaget befinner sig i är riskkapitalbolaget i de flesta fall en aktiv, styrande ägare som arbetar nära företagsledningen i syfte att förbättra rörelseresultat och kassaflöde och därmed öka portföljföretagets värde. När perioden är slut avyttras företaget (en så kallad exit sker). För ett riskkapitalbolag finns olika exitalternativ: att sälja till en industriell köpare, det vill säga ett annat industriföretag som av synergiskäl vill köpa portföljbolaget, att börsintroducera bolaget (Initial Public Offering, IPO) eller att sälja till något annat riskkapitalbolag.

Riskkapitalbolagen kan genom sin verksamhet sägas ha skapat en nisch vid sidan av värdepappersmarknaderna och kreditgivning via kreditinstitut. Affärsidén att tillföra unik kompetens och binda upp kapital under en relativt lång tid för att omstrukturera företag kräver en stark ägare i varje enskilt företag som ska omstruktureras.

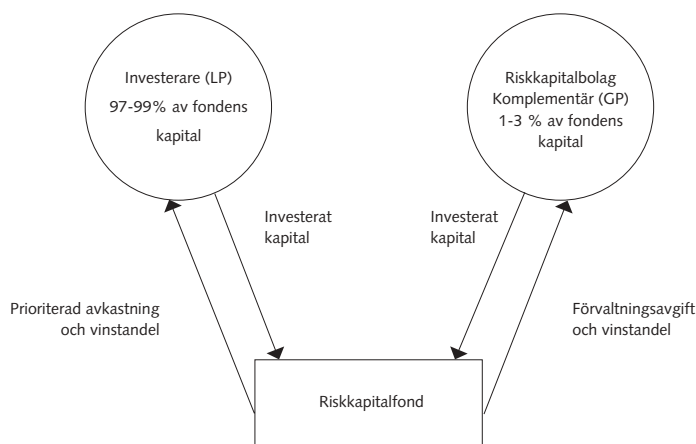
Väl fungerande aktie- och obligationsmarknader underlättar riskkapitalbolagens verksamhet. Likvida marknader för noterade aktier har inte bara stor betydelse för riskkapitalfonder som är aktiva i senare investeringsfaser, utan även för riskkapitalbolag som är inriktade på tidiga investeringsfaser. Potentiella investerare i riskkapitalbolag inriktade på tidiga investeringsfaser måste se att det är möjligt att avyttra portföljföretagen till andra riskkapitalbolag som är inriktade på sena investeringsfaser, där introduktioner av portföljföretagets aktier på en aktiebörs utgör ett reellt alternativ. En väl fungerande företagsobligationsmarknad gynnar riskkapitalmarknaden framförallt genom att den erbjuder möjligheter för riskkapitalfonder att refinansiera sina investeringar i portföljföretag.

RISKKAPITALFONDERNAS STRUKTUR OCH DERAS VINSTDELNINGSSYSTEM

Infrastrukturen och utformningen av de avtal som styr handeln med onoterade företag har framförallt utvecklats i USA och har i det närmaste blivit standard för sådan verksamhet i övriga länder. Riskkapitalfonderna är ofta så kallade Limited Partnerships, vars närmaste svenska motsvarighet är kommanditbolag. I denna bolagskonstruktion förekommer det en General Partner (GP), komplementär,⁵⁰ som har obegränsat ansvar inför fondens investerare, samt Limited Partners (LP) med begränsat ansvar, se figur 2.

50 General Partner (komplementären) är ofta ett aktiebolag vars delägare aktivt förvaltar portföljföretagen.

Figur 2. Riskkapitalfondens struktur



Det finns i huvudsak två anledningar till att denna struktur etablerats:

1. Riskdelning – en aktiv ägarpart skjuter till en liten del av kapitalet i fonden men tar huvuddelen av ansvaret, ett så kallat obegränsat ansvar, samtidigt som en passiv ägarpart, i form av flera investerare, skjuter till huvuddelen av kapitalet men tar begränsad risk.
2. Skattetransparens – att det är tydligt var beskattningen sker och vilken skatt investeraren ska betala.

Investerarna har ett begränsat ansvar i den meningen att de inte kan förlora mer än vad de investerat i riskkapitalfonden.

I och med att komplementären (GP) normalt bidrar med endast 1 till 3 procent av totalt förvaltad kapital i fonden och de passiva investerarna för resterande del samtidigt som komplementären också bestämmer vilka företag fonden ska investera i, finns det risk för att det uppstår ett principal agent-problem mellan investerarna och komplementären. Därför har alla riskkapitalfonder ett vinstdelningssystem som ger komplementären incitament att tillgodose investerarnas intressen och nå högsta möjliga avkastning för riskkapitalfonden.

Strukturen för ett sådant vinstdelningssystem är i stort sett likadana i alla riskkapitalfonder. Den innebär att investerarna får en viss prioriterad avkastning som för närvarande uppgår till mellan 6 och 8 procent. Av vinsten i riskkapitalfonden utöver den prioriterade avkastningen får investerarna 80 procent, medan komplementären erhåller de resterande 20 procenten. Avkastningen från fonden betalas emellertid ut till investerarna och komplementären först när fonden avvecklats och alla portföljföretag avyttrats.

Den enda ersättning från investerarna som betalas ut löpande från fonden till komplementären är en årlig förvaltningsavgift på 1,5 till 2,5 procent av förvaltad kapital. Detta ska täcka löpande kostnader för löner, kontor och konsultarvoden.

Riskkapitalfonderna är normalt så kallade löftesfonder (commitment funds på engelska), det vill säga investerarna ger enbart löften

om att investera i fonden och betalar inga pengar förrän komplementären begär det. När komplementären har hittat en investering som han vill göra måste investerarna betala in sin andel. När ett företag avyttras så går pengarna tillbaka till investerarna med avdrag för eventuell vinstandel till komplementären.

Limited partnershipstrukturen är en juridisk form som under århundraden har använts för att samla kapital och hantera risk och är därför väl förankrad som institutionell form för att bedriva riskkapitalverksamhet. Limited Partnership-strukturen i kombination med löftesfonder ger riskkapitalbolagen möjlighet att kalla på kapital från investerarna först när det behövs för att genomföra investeringar. Denna struktur möjliggör långsiktiga investeringar och att riskkapitalbolagen kommer ifrån aktieägarnas krav på kortsiktig lönsamhet. Självklart används även andra bolagsformer, exempelvis aktiebolag. Då finns pengarna på riskkapitalbolagets balansräkning vilket är kostsamt i väntan på att investeringar ska genomföras.⁵¹ Informationskraven från bolagens finansiärer är stora för såväl aktiebolag som Limited Partnerships. För aktiebolag tillkommer dock kravet på publik information, inte minst för börsnoterade bolag.

Investerarna i riskkapitalfonderna binder upp sitt investerade kapital under en förhållandevis lång period, mellan 5 och 12 år beroende på investeringsinriktning. Därför är riskkapitalbolagen beroende av långsiktiga relationer med sina investerare. De långa bindningstiderna gör också att investerarna ställer höga krav på transparens i verksamheten. Innan investerare överhuvudtaget satsar kapital i riskkapitalfonden granskas komplementären ingående. Aktörerna själva har drivit fram standardiserade kontraktsformer med högt ställda krav samt omfattande granskningsprocedurer av komplementären, för att såväl investerarnas som komplementärens intressen ska tillgodoses.

När granskningen är avslutad sluts kontrakt mellan investerare och komplementär där investeringsstrategi och komplementärens åtagande gentemot investerarna specificeras. Genom kontraktet binds investerarnas löften om utbetalningar till fonden för en viss tidshorisont. Det enda sättet för investerarna att slippa ifrån sina löften om utbetalningar till fonden eller att få tillbaka sina pengar innan den kontrakterade perioden tagit slut är att sälja sina andelar i riskkapitalfonden till andra planerare, vilket ibland är möjligt, även om det inte finns någon utvecklad andrahandsmarknad.

Verksamheten i riskkapitalbolagen kontrolleras löpande av investerarnas ombud så att avtal hålls och avtalad investeringsplan följs. Vanligtvis utsätts komplementären för en omfattande och regelbundet återkommande granskning, omkring vart fjärde år.

Komplementären har normalt den första halvan av fondens livslängd, den så kallade investeringsperioden, på sig att förvärva portfölj företag. Efter investeringsperiodens utgång görs inga nya portföljinvesteringar utan endast eventuella tilläggsinvesteringar till de redan

51 I Sverige åtnjuter aktiebolagsformen en fördel genom att avkastningen från aktieinnehav är skattebefriad, en skattelättnad som inte kommanditbolag åtnjuter.

gjorda. Normalt kan en komplementär etablera en ny fond när 70 till 80 procent av den tidigare fondens kapital är investerat.

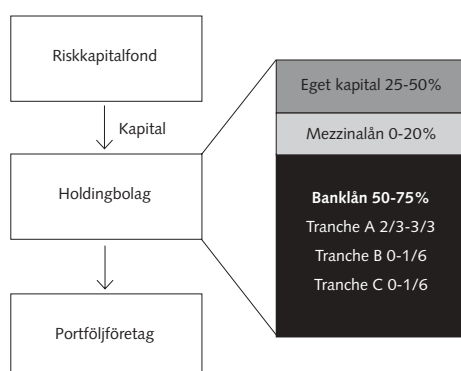
På grund av att fonderna oftast är löftesfonder måste investerarna ha en sådan god finansiell ställning att komplementären är säker på att löftena kan infrias. Därför är nästan alla investerare av institutionell karaktär.

FINANSIERINGSSTRUKTUR FÖR LÅNEFINANSIERADE BOLAGSFÖRVÄRV

Finansieringsstrukturen för förvärv av portfölj företag ser något olika ut mellan riskkapitalfonder med inriktning mot investeringar i tidiga faser, venture capital, och riskkapitalfonder med inriktning mot investeringar i sena faser, buy-out. Venture capital-fonderna förser enbart portfölj företagen med extern finansiering i form av eget kapital. Buy-out-fonderna däremot kombinerar investeringarna i form av eget kapital med förvärvslån från externa kreditgivare.

I syfte att isolera den risk som fonden tar vid ett lånefinansierat företagsförvärv bildas normalt ett holdingbolag för varje portfölj företag där förvärvslånet placeras. Holdingbolagets enda tillgångar är aktier i portfölj företaget. Finansieringsstrukturen i holdingbolaget anges oftast i termer av hur stor respektive finansieringskälla är i förhållande till portfölj företagets rörelseresultat (resultat före finansiella kostnader och skatt, på engelska förkortat EBIT).

Figur 3. Lånefinansierat företagsförvärv



Finansieringsstrukturen och avkastningskraven förknippade med olika finansieringskällor vid lånefinansierade företagsförvärv är relativt standardiserade (se figur 3). I dagsläget kan finansieringsstrukturen för lånefinansierade företagsförvärv i grova drag se ut enligt framställningen nedan.

- Företagsförvärvet finansieras vanligtvis med eget kapital från riskkapitalfonden, och eventuellt även från företagsledningen i portföljföretaget, motsvarande 2 till 2,5 gånger EBIT. Banklån, eller senior debt, står för 4 till 4,5 gånger EBIT och mezzaninlån kan, förutsatt att riskkapitalfonden väljer att använda sådan finansiering, utgöra omkring 1,5 till 2 gånger EBIT.
- Banklånen kan delas upp i flertalet olika trancher förknippade med olika återbetalningsvillkor i form av olika räntekostnader, löptider och amorteringsvillkor. Vanligt är en uppdelning i tre olika trancher, här kallade A till C. Tranch A har kortast löptid, 7 år, och amorteras av under lånets löptid. Den utgör 60-70 procent av banklånen och har ett avkastningskrav på 2,25 procent över riskfri ränta. De övriga två trancherna, B och C, är normalt amorteringsfria och utgör var och en mellan 15-20 procent av banklånen. Tranch B har en löptid på 8 år och avkastningskrav på 2,75 procent utöver riskfri ränta. Den tredje tranchen, C, har en löptid på 9 år och avkastningskrav på 3,25 procent utöver den riskfria räntan. Förutom räntan på lånen tar bankerna även ut en avgift vid lånets uppläggning som är i storleksordningen 2 till 3 procent av lånets storlek.
- Mezzaninlån ges av särskilda mezzaninfonder eller mezzaninföretag specialiserade på denna typ av kreditgivning, men även av banker. Mezzaninlån ges utan krav på säkerheter och hamnar efter banklån, men före eget kapital i prioritetsordning i händelse av konkurs i portföljföretaget. Dessa krediter är behäftade med större risk än vanliga banklån och motiverar därför högre ränta. Mezzaninlån kan löpa på upp till 10 år och avkastningskravet ligger på ungefär 10 till 11 procent över riskfri ränta. Omkring 40 procent av räntan betalas ut löpande medan resterande del ackumuleras och betalas ut först när mezzaninlånet löper ut. Dessutom är det vanligt att denna typ av utlåning innehåller ett optionsinslag som innebär att kreditgivaren får warrants, köpoptioner med lång löptid, på aktierna i portföljföretaget som en del av avkastningen på lånet. När portföljföretaget avyttras ur riskkapitalfonden ges mezzaninfinansiären möjlighet att förvärva aktier i portföljföretaget till ett förutbestämt pris.

Avkastningskraven speglar således den risk som är förknippad med de olika finansieringskällorna. Finansiering med eget kapital medför störst risk och har därmed också det högsta avkastningskravet, ca 25 procent. Därefter kommer mezzaninlån följt av banklån med säkerhet i portföljföretagets aktier. Under perioder med mycket god tillgång på kapital och då konkurrensen bland riskkapitalbolag och kreditgivare samtidigt är hög har belåningsgraderna tenderat att öka och avkastningskraven att minska samtidigt som andelen amorteringsfria lån ökar. En sådan utveckling innebär naturligtvis ökad risk för finansiärerna.

Handeln med onoterade bolag i Sverige

Med svenska riskkapitalbolag menas fortsättningsvis riskkapitalbolag som i huvudsak investerar i svenska företag oavsett var riskkapitalbolagets fonder är placerade. I stort sett alla riskkapitalfonder som drivs av svenska riskkapitalbolag är placerade utanför Sverige. Det beror dels på att kommanditbolags avkastning på aktieinnehav inte är skattebefriad, men också på att den svenska skattelagstiftningen är oklar när det gäller hur utländska delägare i ett kommanditbolag placerat i Sverige ska beskattas. Svenska kommanditbolag beskattas enligt principen om permanent driftställe. Enligt ett förhandsbesked från Riksskatteverkets skattenämnd anses utländska delägare i svenska kommanditbolag ha permanent driftställe i Sverige och därmed också vara skyldiga att betala skatt i Sverige. Innan detta förhandsbesked prövats i domstol råder osäkerhet om de utländska delägarnas skattskyldighet i Sverige.

Nästan 70 procent av kapitalet i de svenska riskkapitalbolagens fonder kommer just från investerare i andra länder, se diagram 2. I många sammanhang framhålls det att beroende av utländskt kapital kan utgöra en risk, då det uppfattas som mer lättflyktigt och finansieringen snabbt kan försvinna. När det gäller riskkapitalfonder är det inte uppenbart att så är fallet, med tanke på den långa bindningstiden. För existerande fonder är därmed risken liten, för att inte säga obefintlig, att utländskt kapital skulle försvinna från svenska riskkapitalfonderna på kort sikt. På längre sikt finns det dock en risk att riskkapitalbolagen inte kan locka till sig utländskt kapital till sina nya fonder om de inte klarat att generera tillräckligt hög avkastning till investerarna. Den risken löper dock alla kapitalförvaltare och det är inget unikt för riskkapitalfonder. Så länge riskkapitalbolagen genererar avkastningar som investerarna är nöjda med finns det ingen anledning att tro att tillflödet av utländskt kapital skulle svikta.

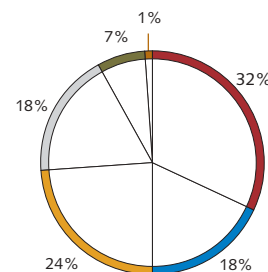
Bland de investerarkategorier som investerar i de svenska riskkapitalfonderna så dominerar institutionella investerare som pensionsfonder, försäkringsbolag, fond-i-fond förvaltare och andra institutionella investerare med långa åtaganden i sina balansräkningar, se diagram 3.

Under det senaste året har branschen haft ett ovanligt stort inflöde av nytt kapital, både i Sverige och internationellt. Till stor del beror detta på att kapitalförvaltare i Europa ökar andelen av onoterade placeringar rent allmänt och att institutioner i USA ökar sin andel av onoterade placeringar i Europa.

Närmare 75 procent, av det kapital som förvaltas av svenska riskkapitalbolag riktas mot investeringar i senare faser av företagens livscykel, det vill säga buy-out segmentet.

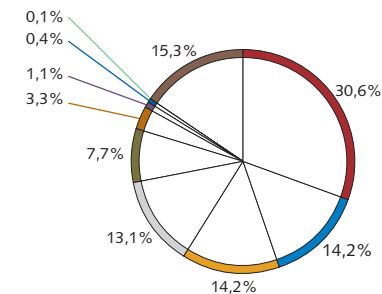
Ungefär 90 procent av buy-out investeringarna, det vill säga nästan 70 procent av det totala riskkapitalet, förvaltas av de tio största riskkapitalbolagen inom detta segment, se tabell 1. Omkring hälften av de svenska riskkapitalbolagens löften om kapital från investerare på totalt 215 miljarder kronor förvaltas av tre riskkapitalbolag, EQT

Diagram 2. Geografisk fördelning för anskaffat kapital i svenska riskkapitalbolags fonder 2004. Procent



Källa: SVCA.

Diagram 3. Anskaffat kapital i svenska riskkapitalbolagsfonder fördelat efter investerarkategori 2004. Procent



- Pensionsfonder
- Fond i fond
- Företag
- Försäkringsbolag
- Bank
- Privatpersoner
- Akademiska institutioner
- Kapitalmarknad
- Offentlig sektor
- Annan

Källa: SVCA.

(51 miljarder kronor), Industrikapital (35 miljarder kronor) och Nordic Capital (22 miljarder kronor).

Tabell 1. Riskkapitalbolag inriktade på buy-out investeringar i Norden

Riskkapitalbolag med i huvudsak nordisk inriktning	Förvalt kapital i mdr SEK
EQT	51
Industrikapital	35
Nordic Capital	22
CapMan	11
Ratos	8,5
Altor	6
Accent	5
Segulah	3,5
Procuritas	3
Litorina	1
Övriga riskkapitalbolag	19,2
Summa förvalt kapital	165,2

Källa: SVCA

Det är också buy-out segmentet som tilldrar sig det största intresset från utländska riskkapitalbolag. Svenska riskkapitalbolag väntas möta ökad konkurrens i framtiden från utländska riskkapitalbolag, framförallt beträffande större buy-out investeringar. I tabell 2 är de största utländska riskkapitalbolagen som påbörjat investeringar i Sverige listade.⁵²

Tabell 2. Utländska riskkapitalbolag med etablerad verksamhet i Sverige

Riskkapitalbolag med global inriktning och nyetablerad verksamhet i Sverige	Förvalt kapital i mdr SEK
Apax	108
Permira	100
3i	94
Bridgepoint	37
Doughty Hanson	34
Summa förvalt kapital	373

Källa: SVCA

Även om det är fråga om mycket stora riskkapitalbolag så har de ännu inte särskilt stora investeringar i svenska portfölj företag. Starkt bidragande till det är att riskkapitalverksamhet förutsätter etablerade och omfattande lokala nätverk, gedigen kunskap om det lokala näringslivet och specialkompetens beträffande den lokala jurisdiktionen. Det är kostsamt och tidskrävande att få detta på plats även för stora

52 Den svenska staten deltar i riskkapitalmarknaden genom investeringar i sådd- och uppstartsfinansiering. Genom sju regionala så kallade teknikbrostiftelser som förvaltar 1 miljard kronor, Stiftelsen Innovationscentrum (SIC) och NUTEK har staten tidigare finansierat entreprenörer i såddfasen. NUTEK har dock upphört helt med såddfinansiering och SIC har i princip slut på sina medel för såddfinansiering. Industrifonden och AP-fonderna representerar idag i stort statens involvering i finansiering av företag i senare skeden genom uppstarts- och expansionsfinansiering. Industrifonden är en stiftelse som grundades av staten 1979 och har 3,5 miljarder kronor i tillgångar varav 1,7 miljarder är investerade i företag. Sjätte AP-fonden har i uppgift att investera hela sitt kapital i svenska onoterade bolag. Av sjätte AP-fondens 13,9 miljarder kronor är 8,5 miljarder investerade i onoterade bolag. Ytterligare 3,5 miljarder kronor utgör löften om kapitaltillskott som ännu inte är utbetalda. De övriga AP-fondernas placeringsregler medger att upp till 5 procent av fondernas tillgångar får placeras i riskkapital i form av onoterade tillgångar. I dagsläget är det sjunde AP-fonden som utnyttjat den möjligheten i störst uträkning och har placerat omkring 4 procent av sina tillgångar, det vill säga 1,7 miljarder kronor, i detta tillgångsslag.

riskkapitalbolag. Att döma av storleken på deras fonder finns det dock potential för omfattande investeringar även i svenska portfölj företag.

Svenska riskkapitalbolag inriktade på venture capital är typiskt sett mindre än riskkapitalbolagen inriktade på buyout investeringar. Det framgår av tabell 3 där alla svenska riskkapitalbolag är listade som inriktar sig mot venture capital och förvaltar minst 1 miljard kronor. Sammantaget förvaltar riskkapitalbolag inriktade på de tidiga faserna 25 procent av det totala riskkapitalet i Sverige.

Tabell 3. Svenska riskkapitalbolag med inriktning mot venture capital

Riskkapitalbolag med i huvudsak nordisk inriktning	Förvalt kapital i SEK
Investor Growth Capital	15
Industrifonden	3,5
IT Provider	3
Eqvitec	2,4
Scandinavian Life Science vent.	2,2
Nordic Venture Partners	1,8
Innovations Kapital	1,8
Northzone Ventures	1,5
H&B Capital/Life Equity	1,5
Brainheart capital	1,3
SEB Strategic Investments	1,3
Skanditek	1,3
SEB Företagsinvest	1,2
Ledstierman	1,1
Summa förvalt kapital	38,9

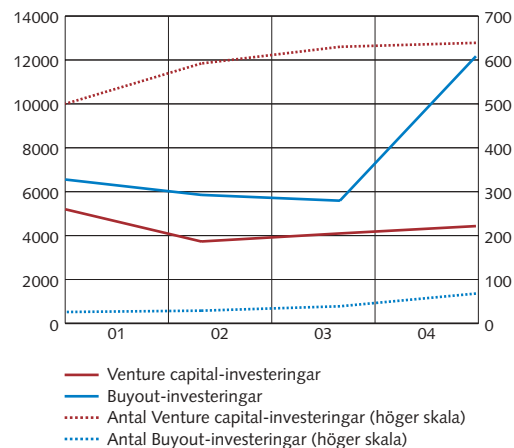
Källa: SVCA

Under perioden 2001 till 2003 ökade antalet investeringar svagt för såväl venture capital som buyout, se diagram 4. Samtidigt ökade buyout investeringarna uttryckt i kronor anmärkningsvärt mycket under förra året, en fördubbling på ett år. Den summa som placerades i venture capital investeringar var dock i stort sett oförändrad.

En jämförelse mellan avkastningarna från svenska riskkapitalfonder och ett genomsnitt för europeiska riskkapitalfonder visar att svenska venture capital fonder uppvisar en avkastning som ligger på ungefär samma nivå och som utvecklas i samma riktning som europa-genomsnittet sedan 1999, se diagram 5. De svenska buyout fonderna däremot, uppvisar en avkastning som ligger väsentligt över europa-genomsnittet. Även om den höga avkastningen för svenska buyout fonder ska tolkas med viss försiktighet, eftersom den domineras av avkastningen för några få stora fonder, så kan detta ha bidragit till det ökade inflödet av kapital till svenska riskkapitalbolags fonder och ett ökat intresse från utländska riskkapitalfonder att investera i Sverige. Det har sannolikt skapat en viss prispress uppåt på potentiella köpobjekt.

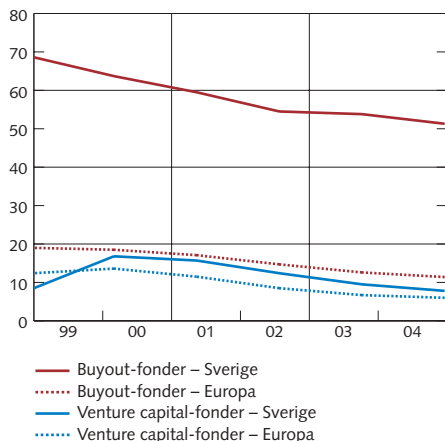
I media har det förts fram att avyttringarna av portfölj företagen ur buyout-fonderna i allt högre utsträckning sker genom försäljning till andra riskkapitalbolag. Detta skulle peka på att priserna blivit orimligt höga, eftersom börsens investerare inte är beredda att betala lika mycket som riskkapitalbolagen gör.

Diagram 4. Volymutvecklingen för venture capital-respektive buyout-investeringar över tiden. Miljoner kronor och antal



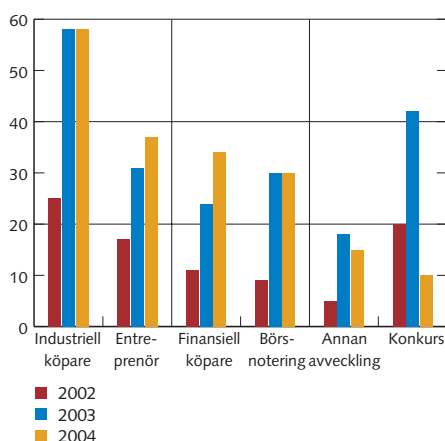
Källa: SVCA.

Diagram 5. Avkastning på venture capital respektive Buyout investeringar i Sverige och genomsnitt för Europa. Procent



Källa: Thomson Financial.

Diagram 6. Svenska riskkapitalbolags avyttringar av portfölj företag fördelat efter köparkategori. Antal



Källa: SVCA.

En sammanställning över vilka köparkategorier som förvärvat portfölj företag när riskkapitalbolagen avvecklat sina fonder visar att köparna i ökad utsträckning varit andra riskkapitalbolag, se diagram 6. Riskkapitalbolag ingår i kategorin finansiella köpare och antalet avyttringar till denna kategori köpare har ökat stadigt under de senaste tre åren.

Den enskilt största kategorin köpare är dock industriella köpare. I någon mening kan det sägas vara ett tecken på att riskkapitalmarknaden fungerar väl, då det tyder på att riskkapitalbolagen genom sitt ägande utvecklat portfölj företag som andra industriella köpare tycker passar in som delar av sin verksamhet. I Sverige liksom i övriga Europa pågår en konsolidering av företagssektorn som innebär att företag förvärvat eller går samman med företag inom samma bransch samt att företag renodlar sin verksamhet och avyttrar verksamheter som inte tillhör företagets kärnverksamhet. Det är just sådan verksamhet som buy-out-fonderna är inriktade på.

Dessutom är det så att riskkapitalbolagen inte alltid kommer att vara färdiga med sitt arbete med att omstrukturera portfölj företagen när riskkapitalfonden närmar sig slutet av sitt förutbestämda engagemang. Då är det dags för en ny riskkapitalfond att ta vid där den gamla riskkapitalfonden slutade. Att andra riskkapitalfonder och industriella köpare köper portfölj företag är således i sig inte nödvändigtvis ett tecken på att de blivit för dyra för börsen. De kan helt enkelt ännu inte vara börsfärdiga utan behöva utvecklas vidare inom en industrikoncern eller ett annat riskkapitalbolag.

Samtidigt finns det onekligen frågetecken kring tendensen att riskkapitalbolagen använder kassaflöden i portfölj företagen till att betala räntor och amorteringar i holdingbolagen. Det kan begränsa portfölj företagens möjligheter att investera och utvecklas med egna medel. Det kan också medverka till att priserna på potentiella köpobjekt drivs upp på det sätt som uppenbarligen skett på marknaden. Dessutom växer osäkerheten kring riskkapitalbolagens möjligheter att verkligen kunna omstrukturera och utveckla portfölj företagen så att de så småningom kan avyttras med vinst.

De svenska bankernas roll i handeln med onoterade bolag

Bankerna deltar i handeln med onoterade bolag på i huvudsak tre olika sätt – genom att ge krediter till lånefinansierade företagsförvärv, genom att arrangera finansieringspaket där finansieringen sprids ut på andra aktörer samt genom direkta investeringar i onoterade bolag mot bankens egen balansräkning.

Det är enbart SEB av de fyra svenska storbankerna som bedriver riskkapitalbolagsverksamhet i egen regi med bankens egna pengar. SEB Företagsinvest och SEB Strategic Investments drivs som två separata avdelningar inom banken. SEB Företagsinvest gör venture capital investeringar med fokus på teknikföretag och företag inom hälso- och sjukvård. SEB Strategic Investments har inte samma klara venture

capital inriktning, utan investerar i företag som har någon strategisk koppling till bankens övriga verksamhet.

Vad det gäller kreditgivning till riskkapitalbolagens lånefinansierade företagsförvärv så bedriver alla fyra svenska storbankerna sådan verksamhet. De ger krediter mot säkerhet i holdingbolagets aktier i portföljföretaget (vilket i slutändan är säkerhet mot det förvärvade företagets tillgångar).

Förutom vanliga krediter till holdingbolaget, kan bankerna även ge mezzaninlån. I dagsläget erbjuder samtliga svenska banker, utom en, sådan finansiering.⁵³ Genom att erbjuda mezzaninlån vid sidan av krediter mot säkerheter kan banken erbjuda ett samlat finansieringspaket.

Det finns ingen statistik som talar om hur omfattande bankernas kreditgivning till lånefinansierade företagsförvärv är, men det går att göra en grov uppskattning. Riskkapitalbolagen vänder sig nästan uteslutande till banker som är baserade i samma land som portföljföretaget som ska förvärvas. Ett genomsnitt beräknat för de senaste sex åren ger vid handen att 63 procent av svenska riskkapitalbolags förvaltade kapital investerats i Sverige. Uppskattningsvis har riskkapitalbolagen med inriktning mot buy-out investerat drygt 80 miljarder i olika portföljföretag varav drygt hälften i svenska portföljföretag. Givet att bankerna accepterar 50 procents belåningsgrad av portföljföretagens tillgångar, skulle de svenska bankernas utlåning till riskkapitalbolagens lånefinansierade företagsförvärv uppgå till cirka 40 miljarder kronor. Det utgör ca 4 procent av de fyra stora svenska bankernas totala utlåning till svenska icke-finansiella företag.⁵⁴

Vid riktigt stora företagsförvärv förekommer det att flera riskkapitalbolag förvärvar företag tillsammans, framförallt i de fall där en affär skulle utgöra en alltför stor del av en enskild fonds totala tillgångar. Enskilda fonder placerar i regel inte mer än 20 procent av sina totala tillgångar i ett enskilt företag.

Företagsförvärven sker oftast genom auktionsförfarande, oavsett om affären initierats av riskkapitalbolaget eller om riskkapitalbolaget fått en affärsidé presenterad för sig. På så sätt kan säljaren försäkra sig om att få ett så bra försäljningspris som möjligt, även vid de tillfällen som försäljningen initierats av ett riskkapitalbolag.

När en affärsidé som rör lånefinansierat förvärv av ett företag i Sverige tagit form tar riskkapitalbolaget vanligtvis kontakt med samtliga svenska storbanker för att förhandla om villkor för lån. Bankerna konkurrerar sinsemellan bland annat med vilken skuldsättningsgrad de kan acceptera i det lånefinansierade förvärvet.

Under det senaste året har de svenska bankerna märkt av ökad konkurrens från utländska investmentbanker, framförallt bland affärer

⁵³ Nordiska aktörer som erbjuder mezzaninfinansiering är SEB, Nordea, SHB, Kaupthing, Islandsbanki, Ilmarinen, Den Norske Bank, Nordic Mezzanine, CapMan, EQT, Eqvitec och Carta Capital.

⁵⁴ Eftersom krediter till lånefinansierade företagsförvärv inte kan särskiljas i bankernas kreditportföljer kan vi inte heller se hur stor bankernas kreditgivning till denna typ av verksamhet är. Givet att riskkapitalfonderna lånefinansierar förvärv av icke-finansiella portföljföretag med lån från banker så kategoriseras denna typ av utlåning som utlåning till icke-finansiella företag. De fyra stora svenska bankernas totala utlåning (dvs inklusive utlåning via finansbolag och bostadsinstitut) till svenska icke-finansiella företag uppgår till ca 934 miljarder kronor.

som omfattar större företagsförvärv (affärer över 100 miljoner euro). Den ökade konkurrensen märks bland annat genom att de utländska bankerna accepterar högre belåningsgrader och större andel amorteringsfria lån. I hög utsträckning är det de utländska investmentbankerna som arrangerar syndikering av lån till större företagsförvärv. Investmentbanken som arrangerar syndikeringen erhåller en avgift motsvarande cirka 2,5 procent av kreditbeloppet. Krediten portioneras sedan ut bland mindre banker och investmentbanken behåller vanligtvis en liten del, cirka 5 procent, av den syndikerade krediten. På så vis kan den ökade risken i kreditgivningen spilla över på mindre banker, som vill ta del i syndikeringen.

Inte bara utbudet av bankkrediter ökar utan även utbudet av mezzaninlån. Hedgefondernas växande intresse för att delta i mezzaninfinansiering har inneburit god tillgång på denna typ av finansiering till fördelaktiga villkor, där bland annat den amorteringsfria delen av lånen ökat.

Ett sätt att få en grov uppfattning av om bankerna tar stora risker när de ger krediter till riskkapitalbolag som genomför lånefinansierade företagsförvärv är att titta på hur transaktionspriset förhåller sig till företagets EBIT för faktiskt genomförda företagsförvärv, se diagram 7.⁵⁵ Ett högre värde indikerar en ökad risk eftersom transaktionspriset ökat men inte den underliggande intjäningsförmågan. Trenden för Europa är att EBIT-multipeln ökar svagt över tiden från 1995 till och med 2004, vilket indikerar en något ökad risknivå i buy-out.

EBIT-multiplarna för svenska portföljföretag ligger av allt att döma något under genomsnittet för Europa och någon motsvarighet till ökningen av EBIT-multiplarna som kan observeras för europagenomsnittet under 2004 kan inte observeras. Detta tyder således på att risknivån i det svenska banksystemet inte skulle ha ökat till följd av finansiering av riskkapitalbolagens företagsförvärv.

55 EBIT-multipeln anger hur stort transaktionspriset för ett företag som varit föremål för ett lånefinansierat förvärv är i förhållande till dess rörelseresultat före finansiella kostnader och skatt.

Sammanfattande diskussion

Att en riskkapitalmarknad utvecklats i Sverige efter internationella förebilder är i grunden positivt. Riskkapitalbolagen fyller ett behov som banker och andra institutioner på den finansiella marknaden inte kan tillfredställa.

Kartläggningen av den svenska riskkapitalmarknaden visar att den del av riskkapitalmarknaden som kanaliserar kapital till företag i tidiga investeringsfaser, venture capital-marknaden, är mindre omfattande. Riskkapitalbolagen som är verksamma här är överlag små och tillsammans förvaltar de endast en fjärdedel av det totala riskkapitalet. Banksystemet har inga direkta kopplingar till denna del av riskkapitalmarknaden eftersom den omfattar investeringar i omogna verksamheter med få materiella tillgångar och svaga kassaflöden.

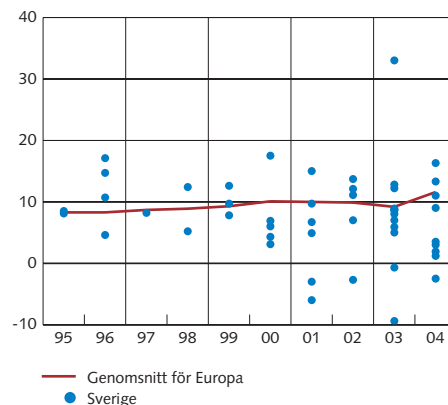
Huvuddelen av riskkapitalet, 75 procent, förvaltas av riskkapitalbolag verksamma inom buy-out segmentet. Det är till denna del av riskkapitalmarknaden som banksystemet har starkast kopplingar i och med att riskkapitalfonderna till stor del använder bankkrediter för att finansiera företagsförvären. Även om banklån är den enskilt största finansieringskällan vid lånefinansierade förvärv så utgör de emellertid fortfarande en relativt liten andel av de fyra stora svenska bankernas totala företagsutlåning.

Buy-out investeringarna är starkt koncentrerade till några få riskkapitalbolag. Omkring hälften av de svenska riskkapitalbolagens investeringskapital på totalt 220 miljarder kronor förvaltas av tre riskkapitalbolag inom buy-out segmentet - EQT, Industri Kapital och Nordic Capital.

Hög avkastning för svenska buy-out fonder har lett till att såväl svenska riskkapitalbolag som svenska banker mött ökad konkurrens från utländska aktörer. Konkurrensen mellan riskkapitalbolagen tar sig uttryck i att priserna på potentiella köpobjekt ökat. Konkurrensen mellan bankerna tar sig främst uttryck i högre belåningsgrader och ökad andel amorteringsfria lån i lånefinansierade företagsförvärv.

Ett mått på risken i lånefinansierade företagsförvärv är transaktionspris i relation till rörelseresultat. Här ligger Sverige något under genomsnittet för Europa och har inte upplevt någon motsvarighet till den ökning av EBIT-multiplarna som kan observeras för europagenomsnittet under 2004. Samtidigt är det svårt att bortse från att affärerna i riskkapitalbolagen blivit större, att priserna på portföljfirmorna ökat och att belåningsgraderna i holdingbolagen vuxit. Alla dessa faktorer torde ha bidragit till att risknivån i den lånefinansierade delen av riskkapitalmarknaden är högre än för några år sedan, kanske i enskilda fall väsentligt högre.

Diagram 7. EBIT-multiplar för lånefinansierade företagsförvärv, enskilda transaktioner för Sverige och genomsnitt för Europa



Källa: The Centre for Management Buy-Out research

Anm. Heldragen kurva representerar Europagenomsnittet och punkterna representerar kvoten mellan transaktionspris och vinst före finansiella kostnader och skatt (EBIT) för enskilda svenska företag som varit föremål för lånefinansierade förvärv av riskkapitalbolag.

