

FÖRDJUPNING – Private equity: en växande marknad i förändring

Under de senaste decennierna är det allt fler så kallade private equity-bolag som investerar i och förvärvar företag i många länder, särskilt i USA. På svenska kan de lite förenklat kallas riskkapitalbolag. Även i Sverige finns stora, internationellt verksamma riskkapitalbolag med betydande investeringar i företag. Riskkapitalbolagen ger företagen ett alternativt sätt att finansiera sin verksamhet och bidrar dessutom med effektiv ägarstyrning som historiskt sett har fått företagen att växa och skapat avkastning. Riskkapitalbolag använder ofta en hög skuldsättning och behöver en god tillgång till krediter. Det gör branschen känslig för högre räntekostnader. Verksamheten är förknippad med svårbedömda risker för både investerarna i riskkapitalbolag och de förvärvade bolagen när verksamheten anpassas till en förändrad räntemiljö. Att sektorn i stor utsträckning har internationella förgreningar gör det svårt att bedöma hur stora riskerna är i ett svenskt perspektiv.

Private equity: en form av riskkapital

Private equity, som ofta kallas riskkapital på svenska, är ett samlingsnamn för olika sätt att investera i företag som inte är noterade på börsen och är alltså inte en specifik bolagsform.⁶⁹ Affärsmodellen går ut på att ett riskkapitalbolag förvärvar företag, vidtar åtgärder som gör dem mer lönsamma och sedan säljer företagen, antingen till ett annat större företag eller genom att introducera det på börsen. Företagen som förvärvas blir så kallade portföljbolag till riskkapitalbolaget. Sverige har en stor riskkapitalindustri - riskkapitalbolag äger cirka 1 200 bolag i Sverige som sysselsätter cirka 260 000 anställda.⁷⁰ Riskkapitalinvesteringar kan grovt delas in i två kategorier: investeringar i relativt nystartade företag (venture capital) och förvärv av mognare företag (buyouts). I den här fördjupningen fokuserar vi på den senare.

Riskkapitalbolag har ofta egna inriktningar och investerar i olika företag och utvecklar sina portföljbolag på olika sätt. Vissa förvärvar till exempel företag som redan går bra men kan bli ännu bättre. Andra söker upp företag med problem som riskkapitalbolaget tror att man kan lösa. Det senare är en mer riskfylld strategi, men innebär också att företagen är billigare att förvärva. Generellt sett vill riskkapitalbolag investera i sektorer som inte är särskilt konjunkturkänsliga och där det finns stor tillväxtpotential. Eftersom deras mål är tidsbegränsade vill riskkapitalbolagen vara säkra på att de får god avkastning oavsett vilket konjunkturläge som råder när portföljbolaget ska säljas.

⁶⁹ Det svenska begreppet riskkapital används ofta brett utan särskiljning på olika typer av verksamhet.

⁷⁰ Enligt uppgift från branschorganisationen SVCA.

Riskkapitalbolagens affärsmodell innebär typiskt sett en mer direkt styrning av företagen jämfört med börsbolag som ägs av stora institutionella investerare, som aktiefonder. Sådana investerare har sällan möjlighet att fullt ut sätta sig in i själva verksamheten i de företag som de äger, vilket kan leda till en ineffektiv ägarstyrning. De äger också sällan en stor andel av bolaget, vilket gör det svårare att fatta beslut på egen hand. Riskkapitalbolagen har en mer begränsad portfölj av företag som de kan kontrollera, och kan därför till exempel bestämma över bolagets strategi eller byta ut bolagsledning som de anser underpresterar. Det är så riskkapitalbolagen kan genomföra tillväxthöjande åtgärder, vilket kan ge positiva realekonomiska effekter.

Riskkapitalbolag får sitt kapital från investerare som investerar i en riskkapitalfond. Delägarna i riskkapitalbolaget investerar normalt i samma fond, vilket ger dem starka incitament att öka värdet på fondens innehav. Riskkapitalbolaget använder sedan medlen i fonden för att förvärva och investera i privata företag. De medel som investerarna har gått med på att investera används i takt med att de hittar lämpliga företag att investera i. Skillnaden mellan summan som en investerare har förbundit sig att investera och vad investerarna faktiskt har investerat kallas ”dry powder”, eftersom det är ett mått på fondens förmåga att göra ytterligare investeringar.

Riskkapitalbolag som investerar i nystartade företag använder huvudsakligen medel från sin fond. Riskkapitalbolag som förvärvar mognare företag använder sig i stället ofta av en kombination av fondens medel och lån från en eller flera kreditgivare. Den metoden brukar kallas leveraged buy out (LBO). Lånen belastar balansräkningen på portföljbolaget och medför att portföljbolaget får högre ränte- och amorteringsutgifter. Företag som ägs av riskkapitalbolag är typiskt sett mer skuldsatta än andra företag, vilket kan innebära en ökad risk för konkurs och kreditförluster. Forskning baserad på amerikansk data har dock visat att riskkapitalägda bolag är skickliga på att hantera sina höga skulder och därför inte behöver likvideras i lika stor utsträckning som andra högt skuldsatta företag.⁷¹ Forskningen är dock baserad på data från en period med låga räntor och god tillgång till kapital. De senaste årens högre ränteläge kan ha försvårat för högt skuldsatta portföljbolag att betala sina räntor och amorteringar, vilket kan få till följd att konkurserna ökar. Det skulle i sin tur kunna orsaka förluster hos kreditgivarna och hos de som investerat i riskkapitalfonder. Riskkapitalbolagens affärsmodell har varit lönsam under perioden med låga räntor och goda möjligheter att börsnotera bolag till höga värderingar. Med ett högre ränteläge och lägre värderingar på nya börsnoteringar av portföljbolagen är det troligt att deras affärsmodell är mindre lönsam än tidigare.

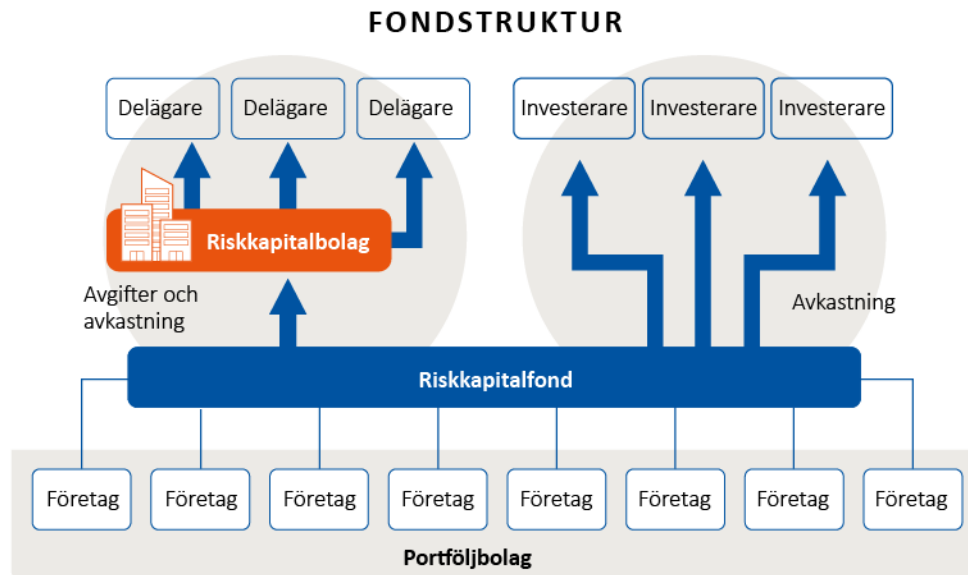
Figur 1 visar ett typiskt förhållande mellan investerare, riskkapitalbolag och portföljbolag.⁷² Riskkapitalbolagen tar dels ut en avgift från sina investerare, ofta två procent

⁷¹ Hotchkiss, E. S., Smith, D. C., & Strömberg, P. (2021). Private equity and the resolution of financial distress. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10(4), 694-747.

⁷² Ett riskkapitalbolag använder kapital från fonden för sina investeringar. Denna innehåller dock inte likvida medel utan investerarna behöver skjuta till dessa när de får en begäran, vilket innebär en likviditetsrisk för fonden och därigenom för portföljbolagen. Här erbjuder bankerna ofta bryggån, som är en slags stående kreditfacilitet, till fonderna som de kan dra på för att få de likvida medel de behöver. Investerare som inte betalar in de medel som de ingått kontrakt om kan förlora hela sin andel i fonden, och har därmed starka incitament att betala. Enligt aktörer är det mycket ovanligt att investerare inte levererar som avtalat.

av deras insatta kapital, dels får de en andel av vinsten när fonden avvecklas, vanligtvis 20 procent (eng. carried interest).

Figur 1. Typisk struktur för riskkapitalbolag



Anm. Investerare (eng. limited partner) investerar tillsammans med riskkapitalbolaget (eng. general partner) i en fond. Denna fond köper i sin tur upp ett antal portföljbolag som styrs av riskkapitalbolaget. Portföljbolagen tar emot ytterligare investeringar för att förbättra sin produktivitet och betalar en löpande avgift till fonden. Efter en bestämd tidsperiod avvecklas fonden, portföljbolagen säljs och överskottet delas ut till investerarna.

Riskkapitalbolagens finansiering har förändrats och diversifierats

Riskkapitalbolag har tidigare primärt lånat från banker för finansiering till portföljbolagen. Men under senare år har de i allt större utsträckning också lånat från andra finansiella aktörer, så kallade icke-banker som till exempel private credit-fonder.⁷³ Även marknadsfinansiering är vanligt där portföljbolaget självt emitterar exempelvis obligationer.⁷⁴ Diagram 38 visar både hur antalet europeiska private credit-fonder och storleken på deras fonder har ökat de senaste åren⁷⁵. Det finns flera orsaker till att riskkapitalbolagen under senare år lånar allt mer från icke-banker eller via obligationsmarknaden, trots att det ofta är dyrare än från banker. Icke-banker kan ofta erbjuda större lån än en enskild bank gör, och för riskkapitalbolaget är det önskvärt att ha en större kredit från en långivare istället för flera mindre som behöver förhandlas med

⁷³ Private credit-fonder kan låna ut direkt till privata företag eller köpa lån till dessa företag som andra aktörer, till exempel banker, har värdepapperiserat. Till skillnad från private equity tar private credit-fonder inte kontrollen över de bolag som de lånar ut till.

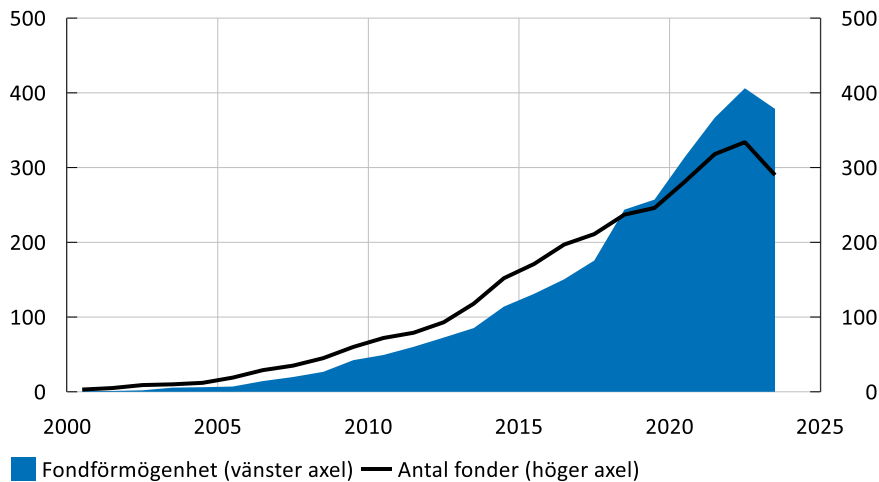
⁷⁴ Det förekommer att fonderna även tar lån med samtliga portföljbolag som pant, så kallade NAV-lån (eng. net asset value). Dessa används ofta för att göra ytterligare investeringar i portföljbolagen när det inte finns tillräckligt med kapital i fonden. De kan också användas för att leverera avkastning till investerarna om det anses vara ogynnsamt att sälja portföljbolagen.

⁷⁵ Private credit-fonder lånar inte bara ut pengar till portföljbolag utan även till andra företag, primärt mellanstora företag.

olika banker. Det verkar också som att icke-bankerna är mer villiga att lätta på lånevillkoren kopplade till portföljbolagets prestation (kovenanter) mot att de kan ta mer betalt för krediterna. Samtidigt har bankerna till viss del blivit mindre villiga att bevilja lån till riskkapitalbolagen i takt med att bankerna har fått krav på högre kapitaltäckning för riskfyllda lån. Icke-bankerna har inte fått några nya sådana krav.

Diagram 38. Europeiska private credit-fonder

Miljarder dollar, antal



Anm. Investeringar inkluderar uppköp och följdinvesteringar. B2B syftar på företagstjänster (business-to-business), medan B2C syftar på konsumenttjänster (business-to-consumer).

Källa: PitchBook Data, Inc.

Svenska riskkapitalbolag har en betydande internationell närvaro

Riskkapitalbolagen i Sverige är stora internationella aktörer sett både till hur de finansieras och vilka portföljbolag de investerar i. Till exempel är det svenska riskkapitalbolaget EQT världens tredje största sett till storleken på förvaltad kapital i deras fonder, cirka 119 miljarder euro. Andra stora svenska riskkapitalbolag är Nordic Capital som förvaltar 25 miljarder euro och Altor som förvaltar 4,5 miljarder euro.⁷⁶ Ett riskkapitalbolag som är baserat i Sverige har typiskt sett sin investerings- och rådgivningsverksamhet här. Det är dock ovanligt att själva riskkapitalfonderna är juridiskt baserade i Sverige, utan de finns ofta i länder som Malta, Irland och Luxemburg. De som investerar i riskkapitalfonderna attraheras ofta från en global marknad. Till exempel är pensionsfonder i andra länder vanliga investerare i de riskkapitalfonder som förvaltas av svenska riskkapitalbolag. Andra stora investerare är statliga investeringsfonder (eng. sovereign wealth funds) och stora institutionella förvaltare. De portföljbolag som svenska riskkapitalbolag investerar i är även dessa belägna i flera olika länder, även om svenska riskkapitalbolag investerar i nordiska företag i större utsträckning än vad man kan förvänta sig givet de nordiska ländernas ekonomiska storlek.

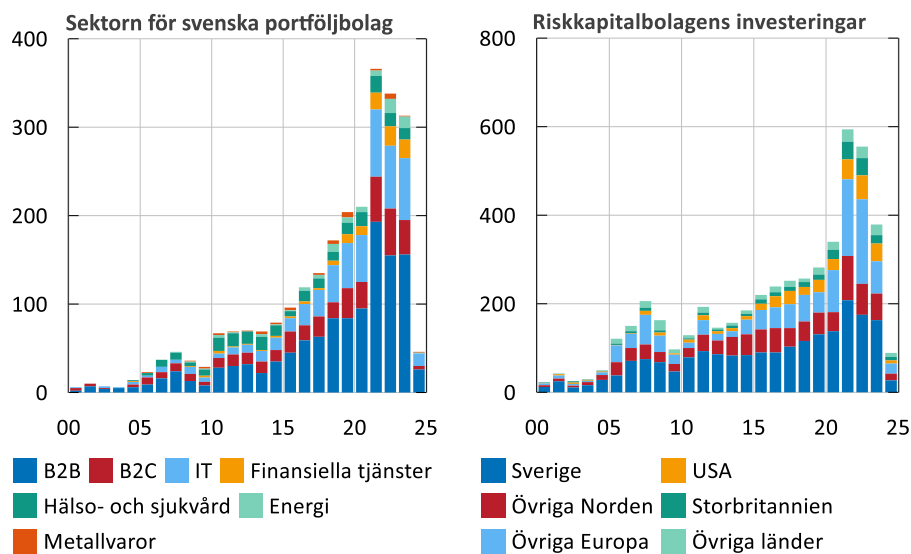
⁷⁶ Allt kapital som förvaltas ligger dock inte nödvändigtvis i fonderna utan utgör istället fodringar på investerarna, s.k. dry power. Riskkapitalbolaget tar detta kapital i anspråk i takt med att de har projekt att investera i. Vanligtvis investeras inte 100 procent av allt kapital utan en mindre reserv sparas för att kunna användas om kriser uppstår i ett portföljbolag.

Att stora riskkapitalbolag är baserade i Sverige innebär därmed inte nödvändigtvis att det finns stora svenska exponeringar i fonderna. Såväl investerare i fonderna och långgivare till portföljbolagen som själva portföljbolagen kan vara och är ofta utländska. I dessa fall är kopplingen till Sverige främst att investeringsbesluten och den uppföljande bolagsstyrningen av portföljbolagen sker härifrån.

Till vänster i diagram 39 visas vilka svenska branscher som riskkapitalbolag investerar i. Den vanligaste kategorin är företagstjänster, följt av IT och konsumenttjänster. Till höger i diagram 39 visas antalet investeringar från svenska riskkapitalbolag uppdelat på vilka geografiska områden de investerat i. Där framgår att svenska riskkapitalbolag vanligtvis investerar i Norden och övriga Europa.

Diagram 39. Investeringar i svenska portföljbolag uppdelat på bolagssektor och investeringar av svenska riskkapitalbolag uppdelat på geografiska områden

Antal



Anm. Investeringar inkluderar uppköp och följdinvesteringar. B2B syftar på företagstjänster (business-to-business), medan B2C syftar på konsumenttjänster (business-to-consumer).

Källa: PitchBook Data, Inc.

Riskkapital medför olika risker för det finansiella systemet

Det pågår en internationell diskussion om de risker som är kopplade till riskkapital och vilka konsekvenser de kan få för det finansiella systemet. Att icke-bankernas roll som kreditgivare till riskkapitalbolag har ökat, och att bankernas roll därmed har minskat, gör det exempelvis svårare att bedöma kreditriskerna. Icke-banker, som private credit-fonder, är mindre transparenta och inte lika strikt övervakade som banker. En potentiell fördel med private credit-fondernas ökade betydelse är dock att kreditriskerna blir mindre koncentrerade än om bankerna hade stått för all kreditgivning. I en situation där många bolag går i konkurs, såväl riskkapitalägda som övriga, är kreditförlusterna utspridda på fler aktörer vilket kan vara positivt för den finansiella stabiliteten. De som investerar i private credit-fonder, precis som i riskkapitalfonder, går med på att låsa in sitt kapital under en längre period. Detta innebär att private credit-fonder,

till skillnad från banker, löper en liten risk för att utsättas för likviditetskriser eftersom investerarna typiskt sett inte kan få tillbaka sina investeringar i förtid.

Private credit-fonder har liknande investerare som riskkapitalfonder, vilket innebär att konkurser bland portföljbolagen skulle koncentrera förlusterna till samma typ av investerare. Om portföljbolagen istället hade finansierats med banklån skulle investerarna dela förlusterna med bankerna. Bristen på tillgänglig information från private credit-fonderna gör det dock svårt att bedöma riskerna i Sverige. Då private credit fonder är en relativt ny form av företagsutlåning finns det inte heller tidigare erfarenheter som kan användas för att bedöma risker.

Riskkapitalbolagen kan få problem om flera av deras portföljbolag går i konkurs, eller om det blir svårt att sälja dem utan förlust. Eftersom det inte har varit finansiellt gynnsamt att börsnotera bolag under de senaste åren har många riskkapitalbolag dessutom flera företag som behöver säljas för att de ska generera vinst. Europeiska centralbanken noterar att det inte är självklart att riskkapitalbolagens historiskt höga vinster är möjliga med dagens höga räntor och svårigheterna att sälja företag. Om riskkapitalbolagen inte kan leverera den avkastning som investerarna förväntar sig kan det exempelvis leda till att pensionsbolagen får svårt att betala ut så höga pensioner som de utlovat. Det är något som har uppmärksammats i USA där stora pensionsbolag har investerat i riskkapitalfonder. I Sverige investerar pensionsbolagen betydligt mindre i riskkapitalfonder, sett till deras totala tillgångar: drygt 4 procent. Därför är dessa risker mindre här än i andra länder.⁷⁷

Riskkapitalbolagens affärsmodell har gynnats av låga räntor och höga värderingar på börskursen för de bolagen som gjort en börsintroduktion. Med ett högre ränteläge och lägre värderingar på börsintroduktioner är det troligt att riskkapitalbolagen inte kommer kunna leverera samma avkastning och därmed inte locka till sig samma volym av investeringar. Detta kan leda till att portföljbolagen inte kan få det kapitaltillskott de behöver för att utvecklas i en önskvärd riktning.

Ytterligare en aspekt är att innehavet i riskkapitalfonderna inte ständigt prissätts mot marknaden, så kallad mark-to-market, vilket skiljer dem från aktier och obligationer. Deras bokförda värde är därför förhållandevis stabilt och har varit en anledning till att institutionella investerare, som till exempel pensionsfonder, har uppskattat att investera i riskkapitalfonder. Men det innebär också att det är svårare för investerare att veta vad det faktiska marknadsvärdet på deras tillgångar är.

Viktigt att fortsätta analysera riskkapitalmarknaden

Sverige har både stora riskkapitalbolag och många riskkapitalägda portföljbolag. Däremot kommer finansieringen till riskkapitalbolagen i stor utsträckning via utländska investerare. Svenska banker har också en stor utlåning till riskkapitalägda företag, men den har minskat över tid. Att en så stor del av den svenska riskkapitalbranschens finansiering kommer från utlandet innebär att en eventuell kris för riskkapitalbolag

⁷⁷ De investerar också i fonder som fokuserar på andra alternativa tillgångsklasser, som fastighets- och infrastrukturfonder. Storleken på deras innehav av alternativa tillgångar uppgår till nästan 10 procent av deras totala tillgångar, enligt data från europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten, Eiopa.

bör få begränsade direkta effekter för det svenska finansiella systemet, men de indirekta effekterna är svårbedömda. Den allt större betydelsen som private credit-fonder har för kreditgivningen till bolag, både riskkapitalägda och övriga, behöver analyseras ytterligare. Därför behövs det ökad tillgång till data från internationella icke-banker för att bättre kunna analysera om dessa utgör en stabilitetsrisk för Sverige.